



Economia in rafforzamento e debito estero in calo. Possibile upgrade del rating ma l'indebitamento pubblico è ancora significativo

- Dopo la crisi di governo che ha coinvolto i partiti "Unione Democratica Croata" (HDZ) e Most, a giugno scorso HDZ e il Partito Liberale del Popolo Croato hanno formato una nuova coalizione che ha ottenuto il supporto politico di 78 parlamentari su 151.
- Nel 1° semestre 2017 il PIL è cresciuto del 2,7%. Gli indicatori economici ad alta frequenza segnalano che il recupero dell'economia è proseguito anche nella seconda parte del 2017. La produzione industriale è cresciuta del 2,5% a/a a luglio in termini reali e nello stesso mese anche le vendite al dettaglio sono rimaste su un trend positivo (5,9% in termini reali). Ad agosto il tasso di disoccupazione (11,0%) è stato inferiore alla media del 2° trimestre (12,0%).
- Per l'intero anno in corso si prevede una crescita del PIL del 2,9% (2,8% nel 2018), sostenuta soprattutto dalla domanda per consumi delle famiglie, grazie alla maggiore occupazione, e quella per investimenti, sostenuti anche dai fondi strutturali europei. Queste previsioni sono tuttavia soggette a rischi verso il basso dovuti alla ristrutturazione del debito della Agrokor, la più grande azienda croata che opera nel settore dell'alimentare.
- Ad agosto l'inflazione è salita lievemente all'1,0% (1,1% l'inflazione media da gennaio). Sulla dinamica contenuta dei prezzi al consumo sta incidendo la bassa inflazione dei prezzi internazionali dell'energia che, seppure in ripresa, si sta prolungando oltre le attese. Per il 2017 prevediamo l'inflazione all'1,1% e in aumento all'1,4% nella media del 2018.
- Nelle proiezioni della CE, il deficit pubblico è in lieve salita all'1,1% nel 2017 per via della riforma fiscale, nonostante l'accelerazione prevista del PIL nominale. La correzione osservata nel deficit degli ultimi anni ha tuttavia consentito un lieve calo dell'indebitamento pubblico, che comunque rimane elevato (previsto all'81,5% nel 2017).
- Nel 2016 l'avanzo corrente è calato al 2,5% ma è visto recuperare al 3,7% nelle previsioni EIU grazie al rafforzamento dell'export. Il debito pubblico, sebbene ancora piuttosto significativo, è calato fino all'81% nel 2017 dal 101% del 2015 per effetto degli avanzi correnti e dell'accelerazione del PIL nominale osservati negli ultimi anni.
- Le agenzie di rating S&P's e Fitch attribuiscono al Paese il giudizio BB, mentre secondo Moody's la Croazia è nella classe Ba2; tuttavia le valutazioni potrebbero essere riviste in positivo considerando il calo del debito estero osservato in questi ultimi anni e le buone prospettive di crescita economica, sebbene l'indebitamento pubblico in percentuale del PIL sia finora sceso solo lievemente.

16 ottobre 2017

Europa SEE

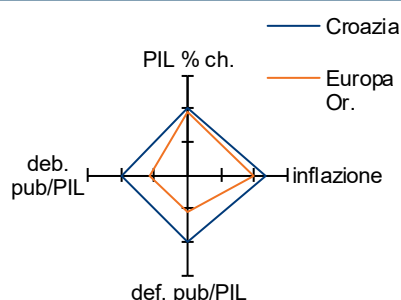
Scheda Paese

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

International Research
Network

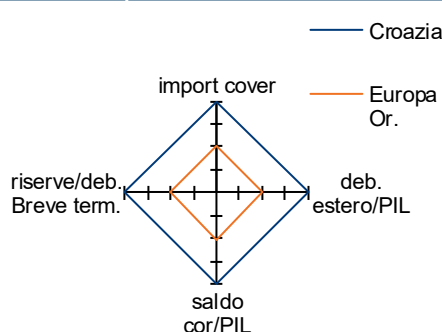
Antonio Pesce
Economista

Croazia vs Europa Orientale: macro indicatori



Note: Europa Orientale comprende i Paesi CEE, SEE ed i Baltici; dati normalizzati a 1

Croazia vs Europa Orientale: indicatori di solvibilità e liquidità



Note: Europa Orientale comprende i Paesi CEE, SEE ed i Baltici; dati normalizzati a 1

Contesto sociale e politico e relazioni internazionali

Dopo la crisi della coalizione di governo formata dal partito "Unione Democratica Croata" (HDZ) e Most, a giugno scorso HDZ si è adoperata per formare una nuova coalizione con il Partito Liberale del Popolo Croato (HNS). Nel voto di fiducia parlamentare la coalizione proposta dal primo ministro Andrej Plenković è stata accolta ricevendo il supporto politico di 78 parlamentari su 151.

La Croazia è, tra i paesi europei, quello che maggiormente ha faticato per uscire dalla crisi economica. Soffre di un forte debito pubblico e debito estero che, sebbene in parte corretti negli ultimi anni, necessitano di un Governo stabile per l'attuazione delle misure necessarie al proseguimento della loro riduzione.

La Croazia è diventata membro della NATO ad aprile 2009 in seguito all'invito espresso dall'Alleanza Atlantica al summit di Bucarest del 2008. La Croazia è membro della WTO da novembre del 2000 ed è entrata nella UE nel 2013. A gennaio di quest'anno il governatore della Banca Centrale croata, Boris Vujcic, durante un'intervista ha sottolineato l'importanza per la Croazia di adottare l'euro. Il processo richiederà alcuni anni e inizierebbe con l'ingresso del Paese nel Sistema Monetario Europeo (SME), l'anticamera dell'Unione monetaria. Non sono state indicate delle date ufficiali e neanche delle scadenze, ma secondo accreditati osservatori internazionali, l'ingresso nello SME potrebbe avvenire già nel 2018.

Indicatori contesto socio-politico		
	Ultimo	Precedente
Stabilità sociale (5 max., 1 min.) (1)	-	-
Corruption Perception Index (0 max., 100 min.) (2)	46	46
Governance Economica (2,5 max., - 2,5 min.) (3)	0,55	0,62
Indice di Libertà Economica (100 max., 0 min.) (4)	61,3	55,1
Classe di reddito	High income	
	Confronto con	
Speranza di vita (anni) (3)	76	79 G7
Qualità del sistema di istruzione (7 max., 1 min.) (5)	4,5	3,7 Mondo

Fonti: (1) EIU; (2) Transparency International; (3) World Bank; (4) Heritage Foundation; (5) World Economic Forum. G 7 e Mondo = valore aggregato

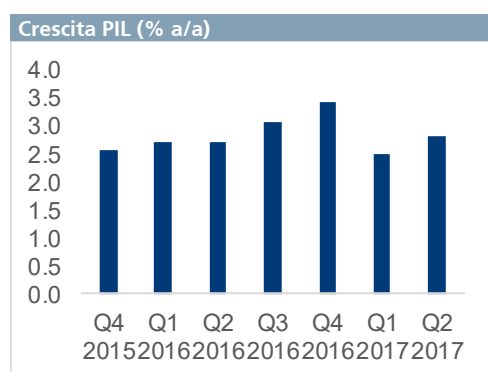
Crescita e inflazione

Nel 2015 (2,2% la crescita del PIL) il Paese è uscito dalla lunga recessione iniziata nel 2008 a seguito della crisi finanziaria internazionale, il cui impatto in Croazia ha determinato una perdita del PIL del 13% circa nei sei anni dal 2008 al 2014 (con il settore industriale contrattosi del 26% e quello dei servizi di oltre il 7,0%). Il recupero economico è partito dalla domanda estera, soprattutto per il turismo, che già sul finire del 2014 aveva fornito un contributo netto positivo al PIL. Poi la fase ciclica si è rafforzata da un lato grazie alla domanda interna per consumi privati, favorita dalla riduzione del tasso di disoccupazione e l'aumento del reddito disponibile per effetto della riduzione della pressione fiscale, e dall'altro grazie alla domanda per investimenti. Questi stessi fattori, in particolare la domanda per investimenti per via della ripresa dei fondi strutturali europei dopo l'uscita del Paese dalla procedura per deficit eccessivi, hanno continuato a sostenere la crescita del PIL nel 2016 (3,0%) ed è previsto che continueranno ancora ad essere i principali driver della crescita anche nel 2017 e 2018.

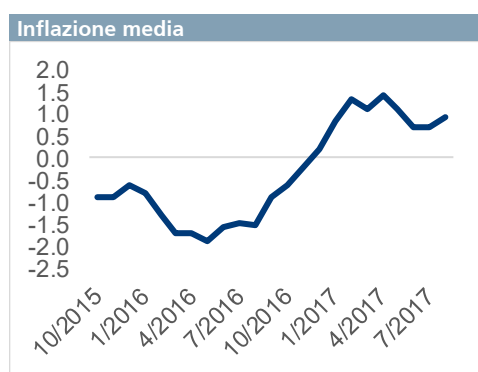
In particolare, nel 1° semestre 2017 il PIL è cresciuto del 2,7%. Gli indicatori economici ad alta frequenza segnalano che il recupero dell'economia è proseguito anche nel 3° trimestre del 2017, infatti la produzione industriale è cresciuta del 2,5% a/a a luglio in termini reali, con il comparto delle costruzioni in forte espansione (circa 4,0% la crescita del valore aggiunto nel 1° semestre). Nello stesso mese anche le vendite al dettaglio sono rimaste su un trend positivo (5,9% in termini reali), e ad agosto il tasso di disoccupazione (11,0%) è stato inferiore alla media del 2° trimestre (12,0%).

Per l'intero anno in corso si prevede una crescita del 2,9%. La domanda per consumi delle famiglie potrà fornire 1,9pp alla crescita del PIL, e quella per investimenti 1,3pp. I consumi pubblici, previsti crescere del 2,5% in termini reali, potranno fornire 0,5pp alla dinamica del PIL, mentre l'export netto, nonostante la significativa crescita attesa per le esportazioni, è previsto sottrarre 0,5pp alla crescita del PIL per via della forte domanda di importazioni.

Dal lato dell'offerta i servizi, soprattutto quelli attinenti all'attività turistica, potranno fornire il maggior contributo (2,2pp) alla crescita del PIL 2017, seguiti dal settore industriale il cui contributo potrà essere di circa 0,8pp. Dopo la crescita prevista al 2,9% nel 2017, la dinamica del PIL è prevista rimanere robusta nel 2018 a 2,8% circa. Queste previsioni sono soggette a rischi verso il basso dovuti agli esiti della ristrutturazione del debito della Agrokor, l'azienda privata croata con il maggior numero di dipendenti che opera nel settore dell'alimentare, e i suoi effetti su più larga scala macroeconomica.

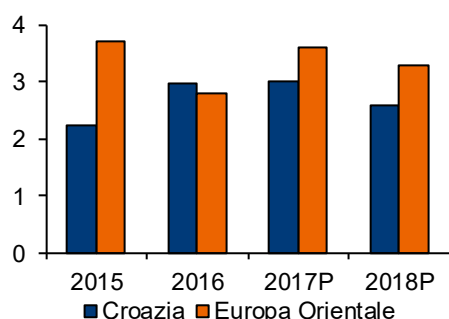


Fonte: Datastream



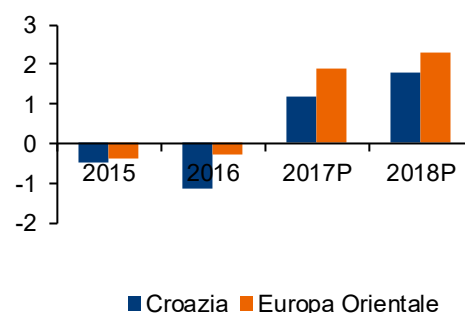
Fonte: Datastream

Crescita PIL: Croazia vs. Europa Orientale



Note: Europa Orientale comprende CEE, SEE e Baltici

Inflazione media: Croazia vs. Europa Orientale



Fonte: EIU

Ad agosto il tasso di crescita dei prezzi al consumo è salito lievemente all'1,0% (dallo 0,8% del mese precedente) portando l'inflazione media da gennaio a 1,1%. L'inflazione *core*, cioè depurata delle componenti più volatili come l'energia, è stata dell'1,4%. Sulla dinamica contenuta dei prezzi al consumo sta incidendo la bassa inflazione dei prezzi internazionali dell'energia che, seppure in ripresa, si sta prolungando oltre le attese. Prevediamo che la crescita dei prezzi al consumo, sebbene in aumento, resterà moderata nei prossimi mesi per via delle pressioni al rialzo sui prezzi al consumo generate dal progressivo consolidamento dell'economia. Per il 2017 l'inflazione media è vista all'1,1% e poi in salita all'1,4% nel 2018.

Contabilità nazionale

Var. %	2014	2015	2016	2017P	2018P
PIL reale	-0,5	2,2	3,0	2,9	2,8
<i>Fattori di domanda</i>					
Consumi privati	-1,6	1,1	3,3	3,3	2,5
Consumi pubblici	-0,8	-1,4	1,3	2,5	1,5
Investimenti	-2,8	3,8	5,1	6,0	6,5
Scorte e res. (contributo alla crescita PIL)	-0,1	0,8	-0,3	-0,3	0,2
Esportazioni	6,0	9,4	5,7	5,5	4,8
Importazioni	3,1	9,2	5,8	6,8	6,0
<i>Fattori di offerta</i>					
Agricoltura	-4,4	1,5	-0,1	0,5	1,0
Industria	0,7	2,4	4,6	3,0	2,0
Servizi	0,0	2,0	2,4	3,1	3,0
<i>m.i. Inflazione media</i>	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,4

Nota: P previsioni

Fonte: EIU; Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

Contributi alla dinamica del PIL in punti percentuali

	Quote (% PIL)	2014	2015	2016	2017P	2018P
PIL reale		-0,5	2,2	3,0	2,9	2,8
<i>Fattori di domanda</i>						
Variatione delle scorte e res. statistico	--	-0,1	0,8	-0,3	-0,3	0,2
Consumi privati	57,9	-0,9	0,7	1,9	1,9	1,4
Consumi pubblici	19,2	-0,2	-0,3	0,3	0,5	0,3
Investimenti	20,1	-0,6	0,8	1,1	1,3	1,4
Saldo commerciale		1,2	0,3	0,1	-0,5	-0,5
<i>m.i. Export</i>	49,7					
<i>Import</i>	46,6					
<i>Fattori di offerta</i>						
Agricoltura	4,5	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Industria	27,1	0,2	0,6	1,2	0,8	0,5
Servizi	68,5	0,0	1,4	1,7	2,2	2,1
Res. Stat.	--	-0,5	0,1	0,1	-0,1	0,1

Nota: P previsioni

Fonte: EIU; Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

Valore Aggiunto settori produttivi (var. % a/a in termini reali)					
	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017
Agricoltura	0,97	1,52	-3,13	-0,38	0,32
Manifatturiero ed estrattivo	5,09	1,68	6,66	2,31	0,75
Costruzioni	4,17	0,92	2,37	3,59	0,18
Commercio	3,15	4,97	5,37	3,18	4,97
ICT	1,81	3,21	4,12	4,63	3,45
Finanza e Assicurazioni	1,15	1,75	-0,54	1,49	1,14
Real Estate	0,67	0,66	0,29	0,45	0,01
Attività professionali e scientifiche	1,15	2,77	3,26	3,03	3,98
Pubblica amministrazione	0,8	1,97	1,45	1,47	2,02
Altri servizi	0,48	3,32	2,86	2,87	2,12

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati della National Statistical Office

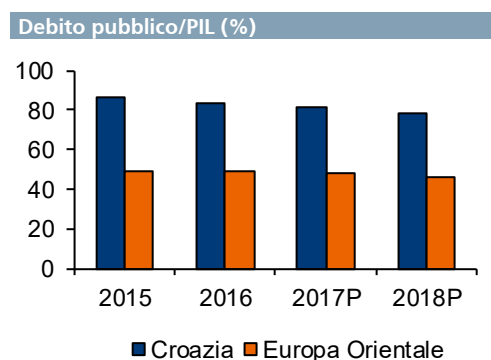
Governo dell'economia

Dal 2009 e fino al 2014 il deficit pubblico in percentuale del PIL è stato sempre superiore al 5,0% (toccando il picco nel 2011 al 7,8%) per via della bassa crescita economica e a causa della spesa per trasferimenti alle imprese pubbliche che durante la recessione hanno avuto necessità di sostegno finanziario. Di conseguenza, in quegli anni il debito pubblico rispetto al PIL è cresciuto arrivando fino all'86,5% nel 2014 (era inferiore al 50% nel 2008) ed è poi salito ancora, seppur leggermente, nel 2015 (86,7%) quando il deficit di bilancio è stato del 3,4%.

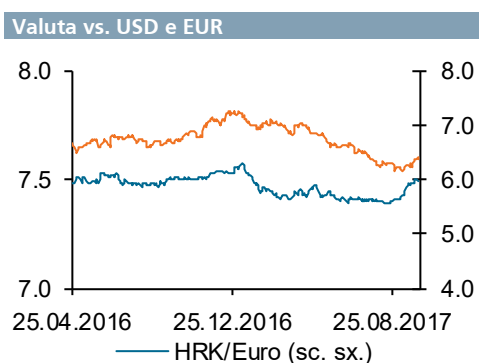
Nel 2016 il deficit pubblico si è corretto significativamente scendendo allo 0,8% grazie all'accelerazione del PIL e anche alla realizzazione del piano di convergenza concordato con la Commissione Europea che prevedeva un aumento delle entrate mediante principalmente l'aumento delle accise sui carburanti e il tabacco, e una riduzione delle uscite di bilancio con il contenimento della spesa grazie alla definizione della cosiddetta "guida dei costi standard"¹, nonché con la riduzione dei sussidi sociali. Grazie alla correzione del deficit pubblico, il Paese è uscito dalla procedura per deficit eccessivo che era stata aperta nel 2014.

Nelle proiezioni della Commissione Europea (CE), il deficit pubblico è in lieve salita all'1,1% nel 2017 per via della riforma fiscale che, secondo le stime CE, avrà un impatto diretto negativo sulle entrate di bilancio dello 0,6% del PIL per via della minore pressione fiscale sui redditi delle famiglie, ma che sarà tuttavia in parte compensato dall'accelerazione del PIL nominale al 4,2% (dal 4,0%). Proseguendo con le proiezioni della CE, nel 2018 il deficit sarà sostanzialmente stabile a circa l'1,0%.

Con un disavanzo inferiore al 1,0% del PIL, e nell'ipotesi di una solida crescita del PIL nominale nel lungo periodo intorno al 4,8% (previsione di lungo periodo della Direzione Studi e Ricerche ISP), il debito pubblico, attualmente superiore all'80% del PIL, potrebbe in parte correggersi e convergere nel lungo termine al parametro di Maastricht stabilizzandosi al 60%.



Fonte: EIU



Fonte: Datastream

L'obiettivo di politica monetaria della Banca Centrale croata (CNB) è contenere l'inflazione anche tramite interventi nel mercato valutario per stabilizzare il cambio Kuna/€. L'assenza di pressioni inflazionistiche ha da tempo indotto la CNB a stimolare la liquidità nel sistema economico. A maggio del 2012 il coefficiente di riserva obbligatoria venne ridotto a 13,9% dal 15%, successivamente è stato ridotto ulteriormente fino a 12% a dicembre 2014, valore ancora in

¹ Cioè l'adozione di procedure centralizzate che consentano l'approvvigionamento dei materiali e le forniture nella pubblica amministrazione ai prezzi di mercato più convenienti.

essere. Negli ultimi mesi il cambio è rimasto sostanzialmente stabile oscillando attorno a 7,5 kuna per euro.

Attualmente il cambio è a 7,51 e il tasso effettivo reale risulta solo leggermente inferiore alla media di lungo periodo². Se nel breve periodo la kuna resterà soggetta a lieve volatilità, su un orizzonte di medio/lungo termine prevediamo una sostanziale stabilità del cambio nominale.

Sui mercati finanziari, il tasso di interesse a breve termine è attualmente allo 0,6%, cioè il minimo storico, ed è previsto rimanere ancora basso nell'anno in corso e per il prossimo, in linea con le condizioni sui mercati internazionali che riflettono le attuali politiche monetarie particolarmente espansive. Per via della bassa pressione inflazionistica e del contenuto premio al rischio, il tasso di interesse a lungo termine (2,8%), anch'esso sui minimi storici, è atteso nei prossimi mesi rimanere su un profilo basso.

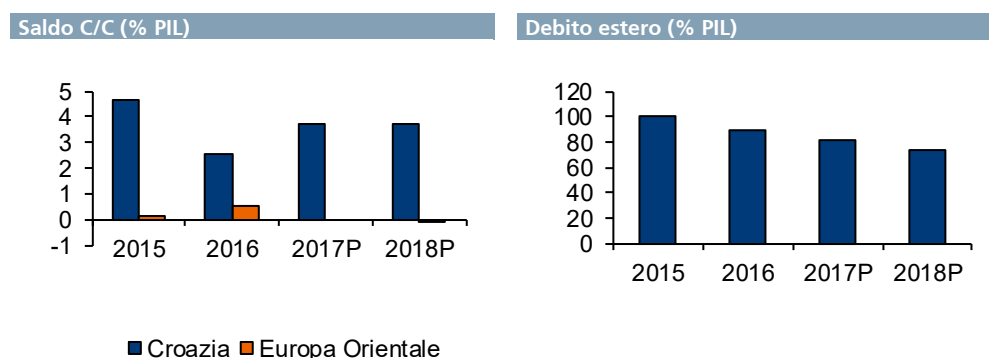
² La serie risulta stazionario a un livello di significatività del 10%.

Vulnerabilità esterna e rapporti con organismi finanziari internazionali

Il saldo di conto corrente è passato in territorio positivo nel 2013 (1,0% del PIL) ed è migliorato negli anni successivi per via soprattutto dell'aumento delle esportazioni, in particolare per i servizi. Nel 2016 l'avanzo corrente, sebbene in calo al 2,5% dal picco del 4,7% del 2015, è stato ancora significativo. Anche lo scorso anno il disavanzo del conto finanziario, dovuto al deficit degli investimenti di portafoglio, ha pesato negativamente sulla bilancia dei pagamenti.

Nella prima metà dell'anno in corso, periodo per il quale sono al momento disponibili i dati, il saldo commerciale è stato negativo e, insieme al conto dei redditi, hanno determinato un disavanzo corrente. Si prevede tuttavia che nella seconda metà dell'anno, per via dell'effetto stagionale, il saldo commerciale possa diventare positivo come anche quello corrente (3,7% del PIL nelle previsioni EIU). Nonostante il flusso netto previsto positivo per investimenti diretti dall'estero, il conto finanziario potrà invece essere ancora in deficit nel 2017 per via del disavanzo netto degli investimenti di portafoglio.

Su un orizzonte di più lungo periodo il FMI prevede che il saldo di conto corrente possa rimanere positivo ma su una percentuale rispetto al PIL (circa 0,4%) più contenuta in confronto a quella attuale a causa del rafforzamento della domanda di importazioni.



Fonte: Commissione Europea

Fonte: Commissione Europea

Il debito estero è salito dall'84,3% del PIL del 2008 al 101% nel 2015 per via dei consistenti deficit correnti degli anni precedenti. Successivamente, nel 2016 l'indebitamento rispetto al PIL è sceso all'89% grazie all'accelerazione del PIL nominale e alla riduzione del debito estero sia pubblico (-1,3%) che privato (-3,0%). Per l'anno in corso si stima un'ulteriore correzione all'80% circa favorita soprattutto dalla forte espansione del PIL. Se il disavanzo corrente dovesse mantenersi nel medio-lungo periodo intorno allo 0,4%, come previsto dal FMI, e la crescita del PIL nominale dovesse rimanere solida nel lungo periodo (pari a 4,8%), l'indebitamento del Paese potrebbe ridursi ulteriormente.

Non emergono particolari criticità nei principali indicatori di liquidità internazionale del Paese. Il rapporto tra le riserve ufficiali e il solo debito estero a breve termine è previsto superiore all'unità nel 2017 (3,3 nelle previsioni EIU). Anche il *reserve cover ratio*, cioè il rapporto tra le riserve in valuta previste per il 2017 e il fabbisogno finanziario estero per lo stesso anno (somma del disavanzo di parte corrente e degli impegni per debito estero in scadenza) è previsto superiore all'unità (1,7 nelle previsioni EIU).

Bilancia dei pagamenti				Posizione finanziaria internaz. giugno 2017		
Euro mln	2016	Gen-Giu 2017	2017 p	Euro mln	Attività	Passività
Saldo corrente	1158	-1398	1907	Riserve	14028	
- saldo comm.	1346	-1643	2216	FDI	5502	27349
- servizi	8684	2631	14293	Portafoglio	3641	10265
- redditi	-1542	-666	-2538	- azioni	1735	734
- trasferimenti correnti	1354	911	2228	- obbligazioni	1906	9531
Saldo conto cap.	598	111	984	Altri investimenti	5052	25005
Saldo conto fin.	-1386	1534	-2281	Valuta e depositi	-	-
Investimenti diretti	1942	363	3197	Derivati	1237	155
Portafoglio	-1300	-573	-2140	Crediti commerciali	-	-
- azioni	-	-	-	Altre voci	-	-
- obbligazioni	-	-	-	Totale	29459	62774
Altri investimenti	-2028	1745	-3337	Posizione Finanziaria Netta	-33315	
Aggiustamenti	-635	524	0	Fabbisogno finanziario	-9546	
Saldo BP	-265	770	610	Riserve	16504	
				Riserve cover ratio 2017	1,7	

Fonte: Banca Centrale di Croazia (CNB); Note: (p) previsioni EIU, dati riclassificati secondo il sistema contabile BPM5

Fonte: CNB, EIU, elaborazioni della Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Prospettive e rischi

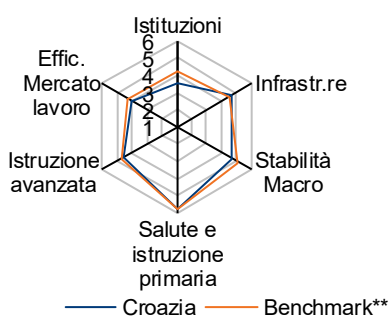
Il FMI stima la crescita potenziale del Paese intorno al 2,0% in termini reali che, rispetto ai paesi dell'area, risulta essere piuttosto bassa per via di alcune debolezze strutturali dell'economia croata. Il *Global Competitiveness Index* (GCI) calcolato dal World Economic Forum ha individuato diversi elementi presenti nel sistema economico e istituzionale croato che ne frenano le potenzialità economiche. Sulla base del GCI, tra il 2009 e il 2017, la Croazia ha migliorato solo di poco il suo punteggio arrivando a 4,1 (su una scala da un minimo di 1 a un massimo di 7). L'indice evidenzia nel sistema burocratico e nel sistema fiscale, i principali fattori che ostacolano la competitività croata.

L'indebitamento estero oltre l'80% del PIL insieme all'elevato debito pubblico (81,5%) rappresentano i maggiori squilibri macroeconomici del Paese. La parziale correzione dei conti pubblici e l'aggiustamento di quelli con l'estero, se mantenuti nel medio/lungo periodo, potranno tuttavia consentire una riduzione dello squilibrio finanziario pubblico ed estero rispettivamente. Mentre però nel caso dell'indebitamento estero si è già osservata una evidente riduzione rispetto al PIL, per quello pubblico il calo è stato finora piuttosto contenuto, ed è opportuno sottolineare che per farlo scendere al 60% del PIL nel lungo periodo è necessaria una solida crescita del PIL nominale intorno al 4,8% ed una forte correzione dei conti pubblici con un deficit di bilancio inferiore al 2,6%. Un risultato quest'ultimo sicuramente ambizioso, il perseguimento del quale necessita di una stabilità politica forte e un Governo solido.

In linea con gli altri paesi dell'Area SEE, come ad esempio Romania e Serbia, negli ultimi mesi i CDS sul debito croato si sono ridotti e sono scesi al livello corrente di 112pb grazie ai miglioramenti osservati nel deficit pubblico e al contenuto premio al rischio.

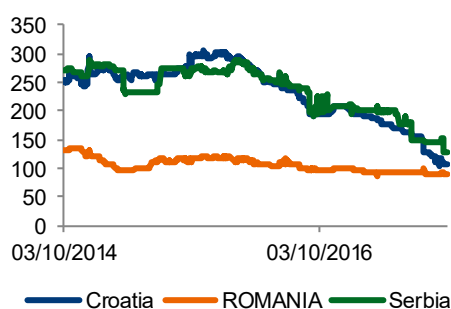
Le agenzie di rating S&P's e Fitch attribuiscono al Paese il giudizio BB, mentre secondo Moody's la Croazia è nella classe Ba2. Non stupirebbe un prossimo *upgrading* del Paese considerando il calo del debito estero osservato in questi ultimi anni e le buone prospettive di crescita economica, sebbene l'indebitamento pubblico in percentuale del PIL sia finora sceso solo lievemente.

Global Competitiveness Index



** Economie in transizione

CDS (5 anni)



Fonte: Thomson-Reuters Datastream

Tavola dati macroeconomici

Economia reale					
	2000-05	2015	2016	2017 P	2018 P
Popolazione (mln)	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2
PIL procapite (\$ PPP)	12725,1	22816,1	23924,8	25230,0	26620,0
PIL reale (var. %)	4,8	2,2	3,0	2,9	2,8
Inflazione (media)	2,9	-0,5	-1,1	1,1	1,4
Costo del lavoro \$ (var. %)	5,3	-16,1	-1,7	4,1	0,8
Saldo Stato/PIL (%)**	-4,5	-3,4	-0,8	-1,1	-1,0
Debito pubblico/PIL (%)	37,1	86,3	83,8	81,5	78,6
Tasso di mercato monetario (%)***	3,9	1,2	0,9	0,6	0,6
Cambio valuta locale/euro (media)	7,6	7,63	7,53	7,53	7,52

Vulnerabilità esterna					
	2000-05	2015	2016	2017 P	2018 P
Saldo corrente (\$ mld)	-1,6	2,3	1,3	2,0	2,2
Saldo corrente/PIL (%)	-4,8	4,7	2,5	3,7	3,7
Debito estero/PIL (%)	66,7	100,8	88,9	81,3	73,4
Servizio debito/Export (%)	30,4	36,3	29,8	43,1	24,5
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	9,3	8,0	8,0	8,7	7,5
Debito estero breve/Riserve	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Riserve (in mesi di importazioni)	5,2	7,9	7,2	7,3	7,1

Prospettive e rischi		
	Ultimo	Precedente
Political Risk (1=rischio max; 10=rischio min)	-	-
CDS (5 anni, media 30 giorni)	112 bps (ultimi 30 gg.)	170 bps (mag. 2017)
Fitch (a)	BB (lug. 2015)	BB
Standard & Poor's (a)	BB (lug. 2016)	BB
Moody's (a)	Ba2 (mar. 2016)	Ba1

Fonte EIU; P previsioni ISP, EIU, EC, IMF

** ESA(95)

*** tasso medio ZIBOR 3M

a) rating su debito sovrano a lungo termine in valuta estera; (b): a cura di Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo, esso non coincide necessariamente con il rating ufficiale della Banca

Fonti: EIU, Thomson-Reuters Datastream, Moody's, Standard & Poor's, Fitch, IIF, IMF

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice
Tel 02 8021 + (3) Tel 02 8796 + (6)

International Research Network - Responsabile Gianluca Salsecci	35608	gianluca.salsecci@intesasanpaolo.com
Economista - America Latina, CSI e MENA Giancarlo Frigoli	32287	giancarlo.frigoli@intesasanpaolo.com
Economista - Asia Emergenti Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
Economista - CEE e SEE Antonio Pesce	62137	antonio.pesce@intesasanpaolo.com
Economista - Commercio e Industria Wilma Vergi	62039	wilma.vergi@intesasanpaolo.com
Economista - Banche e Mercati Davidia Zucchelli	32290	davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com

Certificazione dell'analista e altre importanti comunicazioni

Gli analisti finanziari che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alla strategia di investimento raccomandata o proposta in questo documento.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.