

2

Economia mondiale: dopo un 2016 turbolento, un timido miglioramento nel 2017

4

Nuvole persistenti all'orizzonte per il 2017: modalità di uscita della Brexit e politica statunitense

5

Rischio politico nel 2017: possibili tensioni

7

Paesi emergenti: da monitorare

PANORAMA

FEBBRAIO 2017

Ripresa economica malgrado le incertezze

PUBBLICAZIONI ECONOMICHE COFACE

a cura degli economisti del Gruppo Coface



Crollo del prezzo del barile e dei mercati finanziari in inverno, referendum sulla Brexit in estate, vittoria di Donald Trump in autunno...un 2016 scandito da numerose turbolenze. Si può sperare in una tregua, con una ripresa per il 2017?

Sebbene la fine del 2016 sia stata segnata dagli sconvolgimenti americani, con il risultato a sorpresa delle elezioni presidenziali e l'aumento tanto atteso del tasso di riferimento della Fed, nessuno di questi avvenimenti ha provocato stravolgimenti sui mercati finanziari. Dopo qualche mese si evidenzia anche un miglioramento della congiuntura nei paesi emergenti, ma durerà?

In effetti, la confusione dovrebbe proseguire nel 2017, dal momento che l'incertezza continuerà a dominare il contesto economico: le previsioni sulle ripercussioni degli eventi del 2016 sono incerte. Tra queste incertezze ci sono le

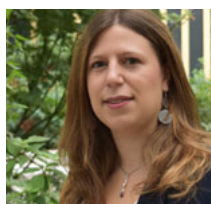
politiche poco chiare e imprevedibili di Donald Trump, sia internamente che in termini di spillovers (come l'impatto sul Messico, dove l'attività sta già rallentando, che spiega il declassamento della valutazione rischio paese Coface a B); la mancanza di visibilità sul futuro del Regno Unito le cui modalità di uscita dall'Unione europea non sono state ancora delineate; l'influenza del rischio politico legato alle prossime elezioni¹ (in particolare in Olanda, Francia e Germania). Inoltre, le incertezze già ben note come le preoccupazioni legate al ritmo del rallentamento dell'attività in Cina e al suo riequilibrio, o ancora la velocità di aumento dei prezzi delle materie prime, saranno sempre presenti.

Nei paesi sviluppati, l'inflazione dovrebbe finalmente ripartire, anche se solo a livello meccanico con il minimo raggiunto dal prezzo delle materie prime nel 2016, anche se la domanda domestica rimane relativamente contenuta. Al di là di questi rischi, alcuni paesi sono sulla buona strada come la Spagna (riclassificata ad

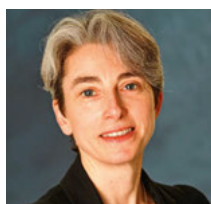
A3). L'Europa centrale (Estonia, Bulgaria, Serbia, Ungheria) registra un miglioramento della valutazione rischio paese. L'Africa non è da meno, con il Ghana (B) e il Kenya (A4) che ritrovano un po' di respiro. Si evidenziano alcuni progressi anche in Brasile e Russia. Altri ancora hanno buoni propositi per il nuovo anno. Chiaramente, tutto ciò richiede un aggiustamento più o meno volontario e spesso doloroso, ma a medio termine si prevedono tempi migliori.

Dopo un anno difficile, l'Argentina dovrebbe cominciare a vedere gli effetti delle riforme (che hanno portato all'aumento della sua valutazione a B). In Egitto, in seguito alla svalutazione della moneta e disponendo di un prestito del FMI, i problemi delle imprese in termini di comportamento di pagamento tornano alla normalità, malgrado si preveda un rallentamento della crescita. Al contrario, il monitoraggio sulla Turchia rimane immutato, così come quello sul Sudafrica (declassamento a C). E' la prima volta dal giugno 2015 che Coface registra più miglioramenti che declassamenti.

¹/ Studio Coface: "Il rischio politico rovinerà la festa nel 2017?", ottobre 2016



Marie ALBERT
Economista
Responsabile
Rischio Paese



Anne-Sophie FÈVRE
Economista



Dominique FRUCHTER
Economista

1 ECONOMIA MONDIALE: DOPO UN 2016 TURBOLENTO, UN TIMIDO MIGLIORAMENTO NEL 2017

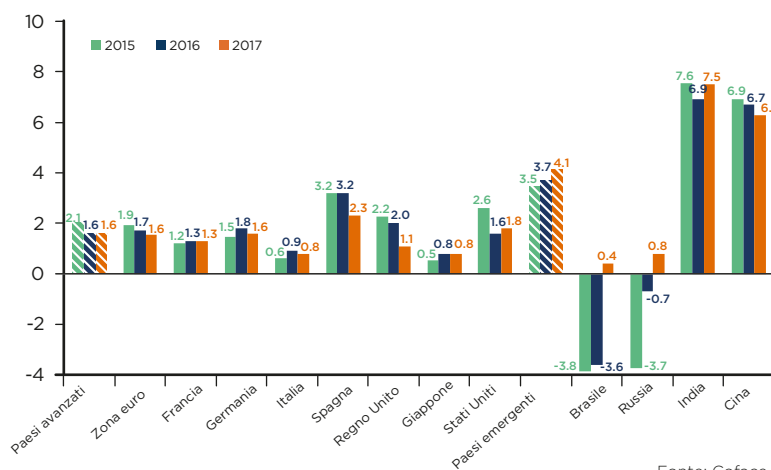
Secondo le stime Coface, la crescita globale si è indebolita per il secondo anno consecutivo, registrando un 2,5% nel 2016. Quest'anno è previsto un lieve miglioramento (+2,7%), soprattutto con la ripresa dell'attività nei paesi emergenti (+4,1% dopo un +3,7%) legata in particolare al rilancio di Brasile e Russia che compenserà il graduale rallentamento economico della Cina. Nelle economie avanzate, l'attività rimarrà stabile (+1,6%), con un minore dinamismo del Regno Unito bilanciato dalla resilienza della Zona euro e dal leggero aumento dell'attività americana (grafico 1).

I fattori che hanno sostenuto le economie avanzate negli ultimi anni, come il prezzo basso del petrolio, la politica monetaria accomodante o ancora l'inflazione debole, quest'anno dovrebbero dare invece, un contributo inferiore. I prezzi delle materie prime, dopo aver subito un crollo dalla metà del 2014 e aver raggiunto il minimo nel 2016, contribuendo a spingere l'attività², registreranno un aumento: l'indice globale delle materie prime del FMI dovrebbe aumentare dell'11% nel 2017 dopo esser diminuito del 10% nel 2016. Il recente accordo dell'OPEC a fine novembre ha sicuramente contribuito alla risalita del prezzo del Brent pari a 10 dollari nel mese di dicembre 2016, anche se quest'anno il prezzo non dovrebbe aumentare di molto tenuto conto di diversi fattori: (a) nessuna garanzia di conformità degli obiettivi di produzione nel primo semestre 2017; (b) gli impegni a lungo termine dei paesi dell'OPEC non sono stati ancora mantenuti, quello della Russia è stato molto limitato;

(c) rischio di distribuzione sul mercato del petrolio di scisto americano, in caso di nuovo aumento dei prezzi vicino al costo marginale del petrolio di scisto di circa 60 dollari. Il riequilibrio del mercato sarà molto lento. Inoltre, persistono le forti incertezze del 2016 a livello macroeconomico. L'anno scorso infatti, sono stati registrati picchi di volatilità in seguito al referendum britannico e alle elezioni americane, come mostrano gli aumenti dell'indicatore di volatilità VIX (grafico 2). Questa incertezza potrebbe essere nuovamente accompagnata da picchi di volatilità dei prezzi delle materie prime, sebbene, secondo uno studio della Banca di Francia, non sia sistematica, per cui l'incertezza relativa ai prezzi sembra essere più legata a una questione di prevedibilità piuttosto che di volatilità³. Tra gli altri fattori globali si evidenzia la performance del commercio mondiale, il cui dinamismo è storicamente debole. La relazione tra commercio e attività mondiale si è indebolita (riduzione dell'elasticità), questa nuova "normalità", spiegata soprattutto da fattori strutturali (come una minor espansione della catena del valore mondiale)⁴, porterà nei prossimi anni a performance ancora una volta deludenti degli scambi esterni, questo, anche in caso di ripresa dell'attività⁵. Questo scarso dinamismo del commercio è ancor più preoccupante, visti i crescenti timori sul ritorno del protezionismo, con la vittoria di Donald Trump alle elezioni americane.

Il risultato delle elezioni non ha impedito alla Fed di aumentare i tassi come ci si attendeva. Le reazioni dei mercati finanziari a questo primo (e tanto atteso) segnale di riduzione dell'ampia liquidità sui mercati sono state contenute. La Banca Centrale americana, preoccupata per la ripresa dell'inflazione, dovrebbe operare almeno un altro aumento dei tassi nel 2017 dopo quelli attuati a dicembre 2015 e 2016. In questo contesto, il dollaro dovrebbe continuare a rafforzarsi nel primo semestre rispetto alle altre valute; l'euro ha raggiunto un punto basso pari a 1,054 \$ a dicembre 2016. I flussi di capitali verso i paesi emergenti dovrebbero perciò essere limitati dalla riduzione del gap tra tassi di riferimento nazionali e tasso americano, a meno che i paesi non decidano di allinearsi a questo aumento del tasso, come per esempio il Messico (+250 punti base nel 2016). Inoltre, i crescenti livelli di incertezza nelle economie avanzate sembrano inibire i flussi di investimento verso le economie emergenti, in ragione di una "fuga verso la qualità", come evidenziato da un'analisi della Banca di Francia⁶.

Grafico n° 1
Previsioni di crescita (%)



Fonte: Coface

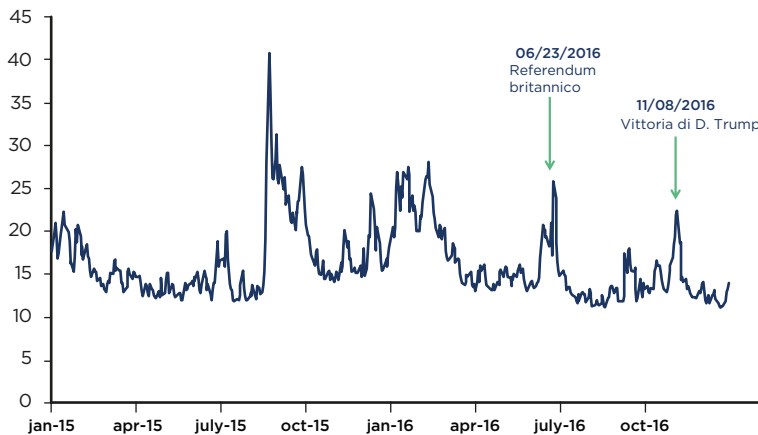
2/ FMI, WP/16/210, "Oil price and the global economy: is it different this time around?", novembre 2016

3/ Banca di Francia, Working Document 607 "Does the volatility of commodity prices reflect macroeconomic uncertainty?", novembre 2016

4/ Valutazione Rischio Paese Coface 3° trimestre 2016 "The price of oil, the emerging economy thermometer, once again a key concern", ottobre 2016

5/ VoxEu Article "The great normalisation of global trade", ottobre 2016

Grafico n° 2
Indice di volatilità VIX



Fonte: Thomson Reuters - Ultimi dati disponibili: 30 dicembre 2016

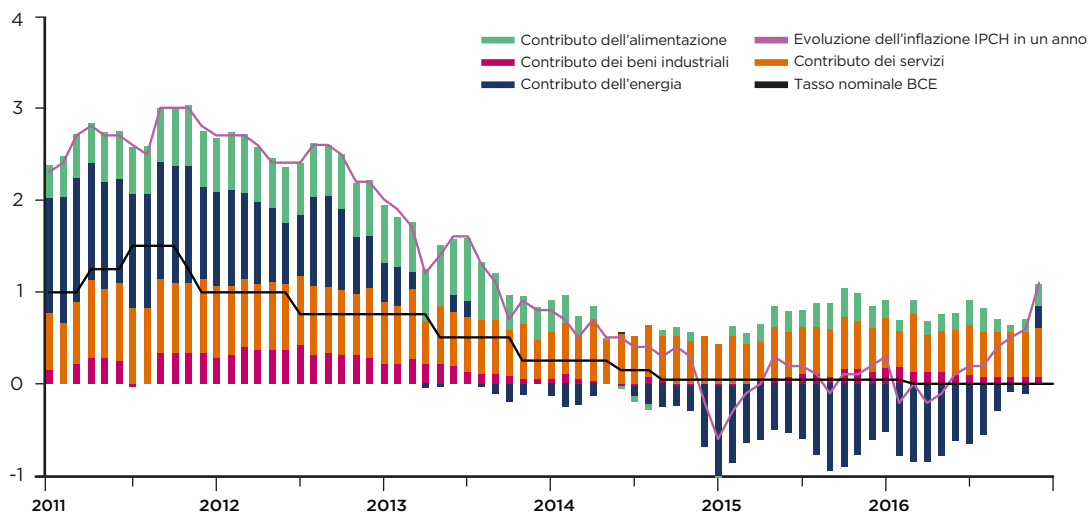
Tuttavia, gli shock provenienti dall'Europa tendono ad avere un impatto limitato sui flussi rispetto a quelli dagli Stati Uniti.

Quest'anno la Cina sarà ancora presa con i soliti problemi. Poiché il governo non è pronto a ridurre il proprio sostegno all'attività, la diminuzione degli squilibri non sembra una priorità, come testimonia l'aumento del rapporto debito privato non finanziario/PIL (+20 punti di PIL tra giugno 2015 e giugno 2016 secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali - BRI). Inoltre le misure restrittive nei confronti degli investitori⁷ non sono indicative di una

liberalizzazione finanziaria, malgrado i cambiamenti della politica di cambio proseguano (recente cambiamento della composizione del paniere di valute per meglio rappresentare il peso dei diversi partner commerciali).

È previsto un cambiamento di paradigma in termini di inflazione? L'inflazione è rimasta particolarmente debole nei paesi avanzati (per esempio, meno dell'1% per la Zona euro). Al di là di una domanda interna moderata, il crollo dei prezzi delle materie prime dopo la metà del 2014 ha accentuato il trend al ribasso, portando alcuni paesi a registrare un'inflazione talvolta stabilmente negativa (come per esempio la Spagna durante la prima metà dell'anno). Nel 2017, si prevede un aumento dell'inflazione, anche solo meccanicamente per un effetto di base legato al minimo raggiunto dal prezzo delle materie prime nel 2016. Comunque, non dovrebbe registrare una forte crescita, a causa della debolezza della domanda interna, in un contesto di crescente differenziale di produzione, soprattutto nella Zona euro. Secondo le ultime stime di Eurostat, nella Zona euro l'inflazione è cresciuta dell'1,1% lo scorso dicembre (contro uno 0,6% a novembre), grazie al forte aumento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari. Di conseguenza, aspetto da non sottovalutare, l'energia contribuisce positivamente all'inflazione per la prima volta da luglio 2014 (grafico n°3). Neanche negli Stati Uniti, ci si attende un rapido aumento, con l'indice principale a di sotto della soglia del 2%, secondo uno studio del FMI, sempre che il dollaro non subisca un deprezzamento e che il tasso di disoccupazione non scenda sotto il suo livello strutturale⁸. Anche l'incremento dell'incertezza politica limiterà la crescita dell'inflazione a causa dell'impatto negativo sulle aspettative di inflazione nel breve e lungo periodo⁹.

Grafico n° 3
Contributi all'evoluzione dell'inflazione nella Zona euro (% e punti di %)



Fonte: Eurostat, BCE - Ultimi dati: dicembre 2016

6/ Banca di Francia, Rue de la Banque n°34, "Economic policy uncertainties in industrialised countries and shift of portfolio investments towards emerging economies", novembre 2016

7/ Introdotta a fine novembre, queste misure hanno come obiettivo di limitare le fuoriuscite di capitali (soprattutto attraverso un maggiore controllo delle acquisizioni all'estero da parte di società con sede in Cina e un controllo rafforzato dei flussi finanziari in yuan o valuta in uscita dal paese), e di esercitare un controllo maggiore degli investimenti effettuati all'estero.

8/ FMI, WP/16/124, "What is keeping US inflation low: insights from a bottom-up approach", luglio 2016

9/ Banca di Francia, Rue de la Banque n°33, "Uncertainty in economic policy and inflation expectations", novembre 2016

2 RESTANO NUBI IN VISTA NEL 2017: MODALITÀ DI USCITA DELLA BREXIT E POLITICA STATUNITENSE

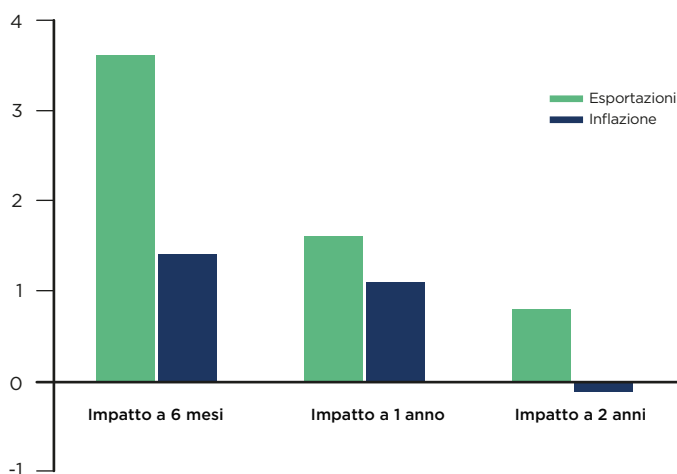
Al primo posto tra le incertezze compaiono l'impatto della Brexit e le conseguenze della vittoria di Donald Trump. Entrambe le decisioni mostrano come sia il Regno Unito che gli Stati Uniti vogliano attuare politiche ben precise per raggiungere i propri obiettivi, anche a spese del resto del mondo. Anche altri paesi potrebbero prendere questa direzione. Per quanto riguarda il Regno Unito, le modalità di uscita dall'Unione Europea (UE) non sono ancora state delineate; inoltre l'uscita effettiva avverrà non prima di aprile 2019. Nel frattempo potrebbero esserci anche altre elezioni. Nell'ipotesi in cui l'uscita avrà luogo realmente ad aprile 2019, il regime commerciale sarà senza dubbio meno aperto rispetto al passato e le politiche di immigrazione saranno più restrittive. Alcuni settori fortemente integrati nell'UE, come per esempio la farmaceutica o l'auto, saranno maggiormente penalizzati. Se il Regno Unito metterà fine alla libera circolazione dei cittadini europei, è probabile che l'Europa adotti una posizione ferma, negando l'accesso al mercato unico, per scoraggiare altri paesi europei dal seguirne l'esempio, cosa che destabilizzerebbe ulteriormente l'Unione, già politicamente indebolita a causa della crescita del populismo. In questo contesto, gli investimenti dovrebbero indebolirsi e gli investitori adotteranno un approccio attendista; si prevede quindi un aumento delle insolvenze (+8% nel 2017). Le esportazioni potrebbero beneficiare del forte calo della sterlina rispetto al dollaro (più del 15% nel secondo semestre 2016). Secondo le stime di Coface, uno shock del tasso di cambio effettivo reale (TCER) di questa entità porterà a un aumento di 1,6 pp delle esportazioni entro la fine dell'anno (grafico n°4). Sebbene questo dato sia

non trascurabile, la variazione del tasso di cambio gioca un ruolo relativamente minore rispetto al livello della domanda estera. Si prevede quindi un piccolo contributo positivo da parte degli scambi commerciali con l'estero alla crescita, soprattutto in vista dell'indebolimento delle importazioni, risultato del rallentamento dei consumi privati: il mercato del lavoro dovrebbe essere meno favorevole e l'aumento dei salari reali fortemente limitato. L'inflazione, che nel 2017 dovrebbe crescere in maniera significativa (al 2,5%) ha raggiunto l'1,2% a novembre 2016 e, secondo le stime Coface, dovrebbe subire un incremento di 1,1 pp entro un anno in seguito al deprezzamento del TCER (a parità di condizioni). Anche se l'economia non dovrebbe essere in recessione nel 2017, il Paese ha un margine di manovra finanziario in caso di forte impatto negativo sulla crescita. Così, lo scorso novembre, il Ministro delle Finanze ha deciso di non optare per un piano di rilancio su larga scala (impatto pari a +0,1 punti sulla crescita nel 2017), scegliendo invece di adottare un ritmo di consolidamento finanziario meno marcato (abbandonando quindi l'obiettivo di riequilibrio finanziario nel 2020).

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, la vittoria a sorpresa di Donald Trump cambia solo in parte l'evoluzione della situazione economica statunitense e mondiale. Questo perché la dinamica dell'economia non è del tutto positiva, dal momento che i consumi e gli investimenti mostrano segnali di declino. Inoltre, anche le pressioni al rialzo sul dollaro dovrebbero pesare negativamente sugli scambi commerciali esteri. Le decisioni di politica economica sono incognite rilevanti. Le dichiarazioni del nuovo presidente placano alcune preoccupazioni; il suo discorso alla vigilia della nomina infatti, si è rivelato nettamente meno radicale rispetto a quello della candidatura (soprattutto sull'immigrazione e l'Obamacare). Il suo desiderio di aumentare il salario minimo del 38% sembra tuttavia difficile da accettare per il partito repubblicano. Ma l'incertezza aleggia anche sull'attuazione di un vasto piano di investimenti pubblici nelle infrastrutture, che potrebbero essere solo parzialmente realizzati. L'incremento dei dazi doganali all'importazione, al 45% per la Cina e al 35% per il Messico, sembrano anch'essi poco credibili, ma rimane chiara la tendenza orientata maggiormente al protezionismo. Gli accordi in corso di negoziazione, come il Patto Transatlantico per esempio, non dovrebbero essere ratificati. Al contrario, la riduzione della tassazione per le imprese dal 35% al 15% o quella per le famiglie più agiate sembrano più probabili. Solo un compromesso potrebbe portare a spese sufficienti a fornire un modesto supporto alla crescita (dell'ordine di 0,3 punti del PIL nei prossimi due anni); gli effetti della politica finanziaria espansionista sarebbero parzialmente bilanciati dall'inasprimento della politica monetaria. In più, la redditività delle imprese, già compromessa nel 2016, potrebbe peggiorare ulteriormente (soprattutto in caso di mancata riduzione della tassazione).

Grafico n° 4

Regno Unito: impatto di uno shock di deprezzamento del 15% del TCER (in punti di %)

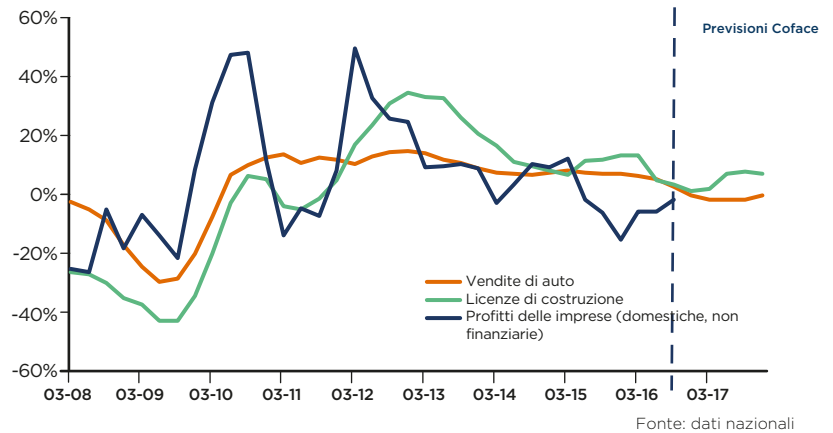


Fonte: calcoli Coface

Le imprese del settore edilizio e dell'auto potrebbero essere meno dinamiche, avendo già raggiunto un punto elevato della loro attività. Nel 2017 i permessi edilizi dovrebbero aumentare del 5,6% (contro il 14,1% in media in un anno sui cinque ultimi anni precedenti) e le vendite di auto dovrebbero diminuire dell'1,6% (contro un +6,6% in media in un anno sui cinque ultimi anni precedenti) (grafico n°5). Di conseguenza, le insolvenze potrebbero subire un lieve incremento pari all'1% nel 2017 (contro un -3% nel 2016). Infine, l'impatto "Trump" sull'economia americana dovrebbe solo timidamente sostenere la crescita del Paese, che si stabilirà a un +1,8% l'anno prossimo. Per quanto riguarda gli spillovers, i paesi che ne risentiranno di più saranno quelli dell'America centrale.

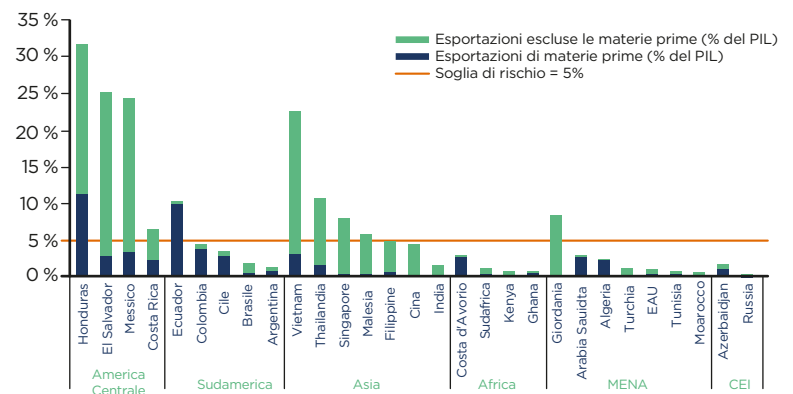
Messico, Honduras e Salvador esportano tra il 25 e il 30% del loro PIL verso gli Stati Uniti. Secondo questo criterio, anche alcuni paesi asiatici, come Vietnam e Thailandia, ne saranno fortemente colpiti (grafico n° 6). Per Goldman Sachs, la crescita mondiale diminuirà di 0,2 pp all'anno da qui al 2020¹⁰ se gli Stati Uniti applicheranno delle misure fiscali, commerciali e sull'immigrazione, unitamente a una politica monetaria più restrittiva.

Grafico n° 5
Stati Uniti: minor dinamismo dei settori dell'auto e delle costruzioni



Fonte: dati nazionali

Grafico n° 6
Esportazioni dei principali paesi emergenti verso gli Stati Uniti



Fonti: CNUCED, FMI

3 RISCHIO POLITICO NEL 2017: POSSIBILI TENSIONI

Nel 2017 la questione del rischio politico sarà nuovamente al centro delle preoccupazioni. I mercati finanziari si sono rivelati incredibilmente poco reattivi e volatili in seguito all'elezione a sorpresa di Donald Trump, alla lenta formazione del governo in Spagna (un anno) o ancora al fallimento di Matteo Renzi al referendum. Questo trend proseguirà anche nel 2017 con le prossime elezioni in Francia e in Germania?

L'impatto del rischio politico sulla crescita varia in base alle economie¹¹; alcuni paesi infatti resistono meglio di altri. La Spagna, per esempio, non sembra aver sofferto particolarmente per quasi un anno della mancanza di un governo. Le sue performance di crescita e la diminuzione delle insolvenze d'impresa portano quindi Coface a rivedere la valutazione rischio paese ad A3. Tuttavia, nel 2017 la crescita spagnola dovrebbe rallentare un po': l'eliminazione del gap di produzione potrebbe portare a tassi di crescita meno dinamici rispetto al passato. Si prevede un miglioramento della

situazione del mercato del lavoro, anche se a un ritmo inferiore e con fattori esogeni meno favorevoli. Al contrario, in Italia la situazione politica è diventata più instabile. La vittoria del "no" al referendum ha determinato le dimissioni di Matteo Renzi. Il Presidente della Repubblica ha quindi scelto Paolo Gentiloni, del Partito Democratico (PD) al potere, che dirigerà il governo fino alle elezioni legislative a febbraio 2018.

Dovrà gestire la crisi bancaria, principale fonte di preoccupazione, e armonizzare le leggi elettorali applicate alla Camera e al Senato. La longevità del governo sarà soggetta a una mozione di sfiducia. Allo stato attuale delle leggi, in caso di elezioni anticipate, il Movimento 5 Stelle di Beppe Grillo, testa a testa con il PD nei sondaggi, potrebbe guadagnarsi la maggioranza alla Camera. L'economia appare poco reattiva a questi cambiamenti abituali di governo, ma la crescita è ancora debole (al di sotto dell'1%) e i consumi privati rimangono penalizzati dall'incertezza e dal calo della fiducia delle famiglie.

10/ GS "Global economic implications of the Trump agenda", novembre 2016
11/ Analisi Coface - "Il rischio politico rovinerà la festa nel 2017?", ottobre 2016



■ ■ ■ In Germania, il grado di incertezza è più basso anche se le elezioni legislative in autunno costituiscono una scadenza importante. Il recente attentato al mercato di Berlino dello scorso dicembre ha sollevato alcune contestazioni, tra cui la posizione molto aperta di Angela Merkel nei confronti dei rifugiati (circa 900.000 rifugiati registrati nel 2015), criticata sia dalla destra che da una parte della popolazione. Ciononostante la Cancelliera rimane popolare. Secondo Coface, un brusco aumento delle incertezze politiche in Francia (uno shock tipo quello della Brexit) potrebbe ridurre la crescita di 0,7 punti in un anno, contro un po' meno di 0,5 punti in Germania. In Francia, l'esito delle elezioni presidenziali e legislative di aprile e maggio 2017 condiziona l'orientamento della politica economica francese. Sul piano economico, non è prevista per quest'anno una accelerazione della crescita francese; gli investimenti faticheranno a ripartire. Secondo l'ultima analisi dell'INSEE sugli investimenti nell'industria, gli imprenditori stimano

che i loro investimenti saranno stabili in valore nel 2017, sebbene questa tipologia di sondaggi si riveli tradizionalmente più ottimista della realtà, aspetto poco incoraggiante. Malgrado ciò, le imprese hanno ristabilito i propri margini; inoltre, secondo il progetto di legge finanziaria, la tassazione sulle imprese dovrebbe diminuire del 28% per le PMI. Le prospettive sul mercato del lavoro saranno meglio orientate nonostante il tasso di disoccupazione resti importante. L'economia tedesca sarà ancora particolarmente resiliente anche se quest'anno si prevede una lieve calo, in un contesto di tasso di disoccupazione al minimo (intorno al 4%). I redditi reali dovrebbero aumentare malgrado una leggera crescita dell'inflazione. Il settore edilizio andrà un po' meglio. Infine, in Francia nel 2017 le insolvenze diminuiranno leggermente (-1%, dopo un -3,8% nel 2016) e in Germania (-6% dopo un -5%). In Francia in particolare, alcuni settori non beneficeranno di questo calo delle insolvenze: tessile-abbigliamento, hotel-ristoranti e trasporti.

Riquadro

Valutazione del contesto imprenditoriale 2016

Ogni anno Coface valuta il contesto imprenditoriale in 160 paesi su una scala di 8 livelli: A1, A2, A3, A4, B, C, D, E dalla situazione più favorevole a quella peggiore. La valutazione avviene sulla base della disponibilità e dell'affidabilità delle informazioni finanziarie sulle imprese, della protezione giuridica dei crediti e della qualità delle istituzioni. I dati provengono da enti internazionali e dalle esperienze registrate dalle entità Coface nel mondo.

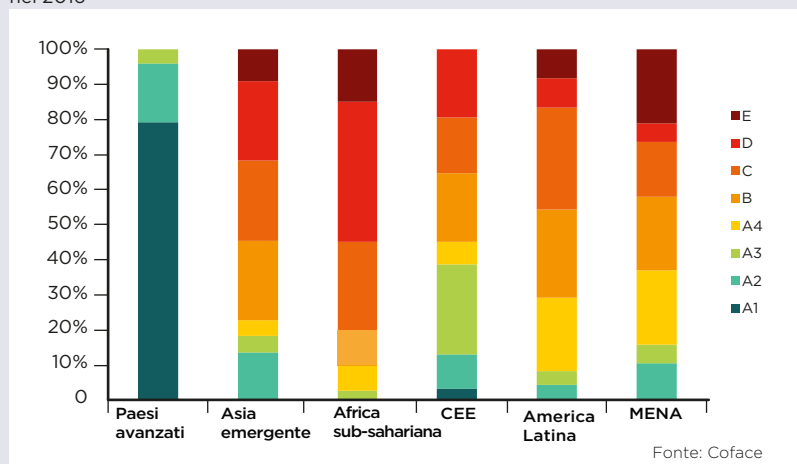
I paesi più avanzati registrano una situazione molto più invidiabile degli altri, dal momento che l'80% registra un livello A1. Il paese più in difficoltà è la Grecia, classificata ad A3.

Nei paesi emergenti e in via di sviluppo, il livello del contesto imprenditoriale è classificato, generalmente, tra B e D. Tuttavia, in Europa centrale e orientale (valutazione A4 in media), il 40% dei paesi è classificato da A1 a A3, mentre il 15% della categoria E (categoria introdotta da poco) è nell'Africa sub-sahariana (valutazione C in media) e il 21% in Medio Oriente (valutazione B in media). I paesi dell'Asia emergente sono valutati in media a B (grafico n° 7).

L'evoluzione del contesto imprenditoriale è lenta in ragione della sua natura strutturale. Tuttavia, si evidenziano alcuni cambiamenti significativi rispetto al 2015.

Tra i miglioramenti ci sono sei paesi dell'Europa centrale e orientale. Estonia (A1) e Serbia (B) sono state riclassificate, grazie ai miglioramenti degli indicatori "istituzionale" e "informazioni finanziarie". Romania (A3), Bosnia (B) e Georgia (B) sono state premiate con una classificazione più alta grazie a una migliore protezione per i creditori, e il Montenegro (B) per i progressi conseguiti in ambito istituzionale. Gli Emirati Arabi Uniti (A2) beneficiano della nuova legge sui fallimenti, Pakistan e Bangladesh (C per entrambi) di un miglioramento dell'informazione finanziaria, esattamente come il Kenya (B). Anche l'Argentina assiste alla riclassificazione della valutazione grazie a riforme favorevoli alle imprese volute dal Presidente Macri (B).

Grafico n° 7
Contesto imprenditoriale per regione nel 2016



Per i paesi con una valutazione al ribasso, si evidenzia soprattutto l'impatto delle lungaggini delle procedure giuridiche, come il caso di Singapore (A2), Slovacchia e Slovenia (A3) e Thailandia (A4). L'Ungheria (A3) ha risentito dell'interventismo dello Stato, la Repubblica Dominicana (C) delle carenze in termini di tutela dei crediti insieme a quelle giudiziarie, il Libano (C) e il Mozambico (D) del peggioramento del contesto istituzionale.

4 PAESI EMERGENTI: DA MONITORARE

Brasile e Sudafrica: stesso sintomo, stesso male

La crescita del Brasile è stata a lungo trainata dai consumi delle famiglie, che pesano per oltre il 63% del PIL. Il Sudafrica ha seguito lo stesso percorso (60% del PIL) e fa sempre più affidamento sul credito. In entrambe le economie, questo modello di crescita sta dando segni di cedimento (grafico n° 8). La domanda delle famiglie, sebbene non stia collassando, rallenta sotto l'effetto di una crescente inflazione e di un tasso elevato di disoccupazione. In Brasile per esempio, da due anni il tasso di disoccupazione è fortemente aumentato (più di 5 pp) e il potere d'acquisto è crollato del 9% circa in due anni di crisi, tornando, secondo Tendencias, al livello del 2011. In Sudafrica, da un anno il tasso di disoccupazione registra un aumento più marcato, malgrado il livello sia nettamente superiore a quello del Brasile. Il tasso di investimento, poco marcato nei due paesi (meno del 20%), è ostacolato da una domanda debole e da tassi di interesse elevati (13% in Brasile e 7% in Sudafrica).

Il trend al ribasso dei prezzi delle materie prime, principale fonte delle entrate da esportazioni e quindi di valuta estera, ha influito negativamente sul saldo corrente del Sudafrica (platino, oro) ma anche su quello del Brasile (petrolio, minerale di ferro). Nel 2016 il peggioramento dei conti correnti si è attenuato, e dovrebbe addirittura arrestarsi, in particolare in Brasile, a causa del crollo delle importazioni. Tuttavia, il deficit di conto corrente continuerà a pesare sui cambi delle valute nazionali, anche se nel 2016 i tassi di cambio del rand sudafricano e del real brasiliano erano stabili rispetto al dollaro. In Sudafrica, che beneficia di un mercato finanziario sofisticato appetibile per gli investitori, le entrate di capitali dovrebbero rimanere fortemente instabili, alimentando così la volatilità del prezzo del rand.

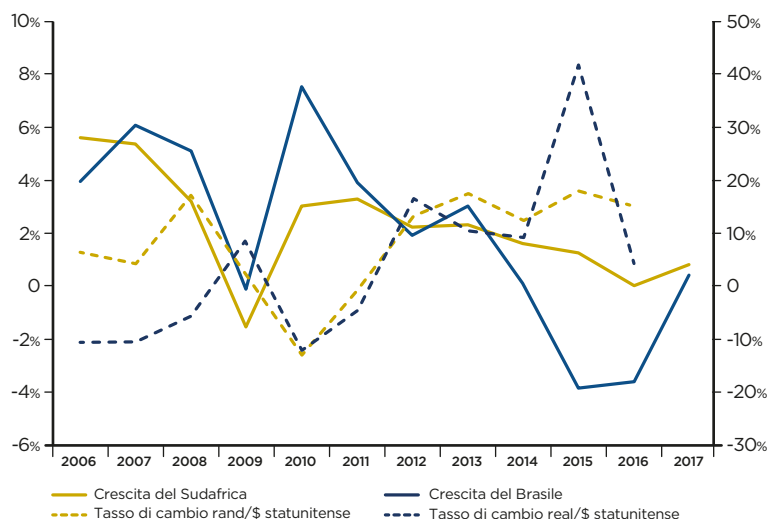
Sebbene nel 2016 le agenzie di rating abbiano mantenuto la categoria del Sudafrica a "investimento", nel 2017 il rischio di una revisione al ribasso della valutazione e la classificazione a "junk" (alto rischio) non è da escludere del tutto. Le loro decisioni dipenderanno soprattutto dal miglioramento della situazione finanziaria e in particolare dal debito pubblico che dovrebbe superare il 50% del PIL (più del 70% in Brasile). Il Sudafrica potrebbe quindi seguire la scia del Brasile, il cui rating rientra già nella categoria "speculativa" (prima classificazione in questa categoria per S&P a settembre 2015). I tassi di cambio delle valute sudafricana e brasiliana, che l'anno scorso hanno subito un forte crollo rispetto al dollaro, potrebbero risentire dell'aumento dei tassi di interesse americani, ma anche delle incertezze sull'evoluzione della situazione politica comune ai due paesi.

La Presidente Dilma Rousseff è stata destituita nel 2016, mentre l'autorità del presidente Jacob Zuma è sempre più contestata, soprattutto in seguito alle accuse di appropriazione indebita di fondi pubblici e di collusione con il mondo degli affari. Il suo futuro alla guida dell'ANC (African National Congress) è quindi incerto in vista della Convenzione del partito a fine 2017. Infine, le tensioni sociali, alimentate dalle lacune in termini di governance e dall'incremento delle disuguaglianze di reddito, sono accentuate dal peggioramento della situazione economica provocando un aumento dei prezzi e della disoccupazione. Il malcontento generale verso la corruzione si traduce nel moltiplicarsi delle manifestazioni (come nel caso del Brasile), che riflettono le forti aspettative della popolazione nei confronti del governo, chiamato nel 2017 ad affrontare una serie di sfide economiche e politiche.

La Turchia sul modello russo?

Turchia e Russia hanno un grande punto in comune: entrambi sono caratterizzati dalla presenza di forti leader alla guida del paese. Recep Tayyip Erdogan e Vladimir Putin beneficiano di un forte sostegno da parte della popolazione, sebbene a livello internazionale la loro reputazione sia bassa. In mancanza di un'alternativa politica credibile (opposizione debole), entrambi puntano al consolidamento del proprio potere. In Turchia, il referendum presidenziale che mira a concedere più potere al presidente getta un'ombra sullo stato di diritto. La debolezza dell'opposizione si spiega in parte con la repressione, come testimonia l'arresto di massa degli oppositori dopo il colpo di stato del 15 luglio 2016, o ancora con l'arresto di Navalny e l'indebolimento dei mezzi di comunicazione in Russia. Inoltre, la pressione sui media si è rafforzata. Nel 2016, Reporters Sans Frontières ha classificato la Russia al 151° posto (su 181) in termini di libertà di stampa e la Turchia al 148°.

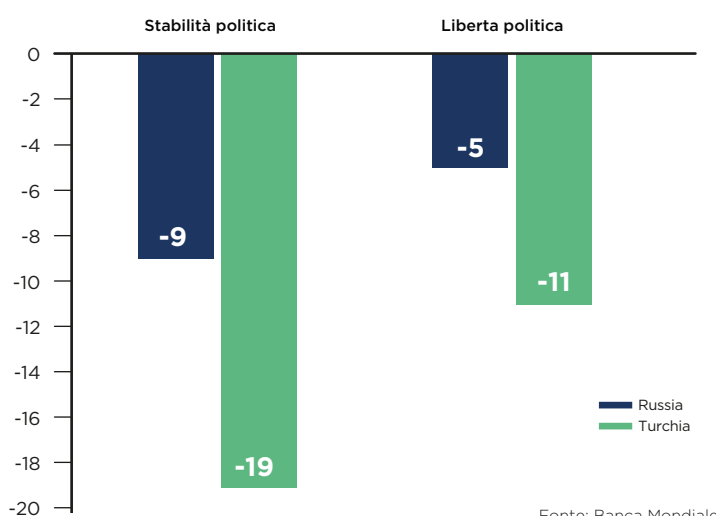
Grafico n° 8
Sudafrica/Brasile: tasso di crescita e tassi di cambio



Fonti: FMI Coface

- ■ ■ Questa classificazione è in linea con quella della governance stabilita dalla Banca Mondiale nel 2015: Turchia e Russia sono rispettivamente al 132° e al 165° posto su 215 paesi in termini di libertà politica e al 191° e 184° posto in termini di stabilità politica. Dal 2011, i due paesi hanno subito un forte declassamento (grafico n°9). Inoltre, entrambi hanno relazioni tese con l'Europa.

Grafico n° 9
Turchia/Russia: peggioramento degli indicatori di governance (numero di posizioni persi tra il 2011 e il 2015, su 209 paesi)



Fonte: Banca Mondiale

Messico e Argentina al bivio

Le traiettorie economiche di questi due paesi dell'America Latina, con una certa dipendenza dalle materie prime (soprattutto entrate fiscali), sono divergenti. Il Messico è in fase di atterraggio. In passato il paese aveva ottenuto buone performance e attuato riforme economiche in termini di tassazione, mercato del lavoro o apertura alla concorrenza nei settori dell'energia e delle telecomunicazioni (Pacto por Mexico), tutte riforme accolte positivamente dalla comunità internazionale. Ora il paese segue un percorso di crescita più lento (indebolimento degli investimenti e delle esportazioni manifatturiere, conseguenze negative dell'aumento del tasso di riferimento e del deprezzamento del tasso di cambio del 30% rispetto al dollaro in due anni, influenzando negativamente sul potere d'acquisto delle famiglie¹²).

Al contrario, l'Argentina dovrebbe ripartire grazie alle recenti riforme soprattutto del contesto imprenditoriale (da qui la riclassificazione a B delle valutazioni del contesto economico e del rischio paese) e a tutte le misure adottate (liberalizzazione del cambio, cancellazione delle limitazioni all'accesso alle valute, allentamento delle procedure amministrative per importazioni ed esportazioni, ripresa del dialogo con il ICSID¹³), in un contesto politico di normalizzazione della

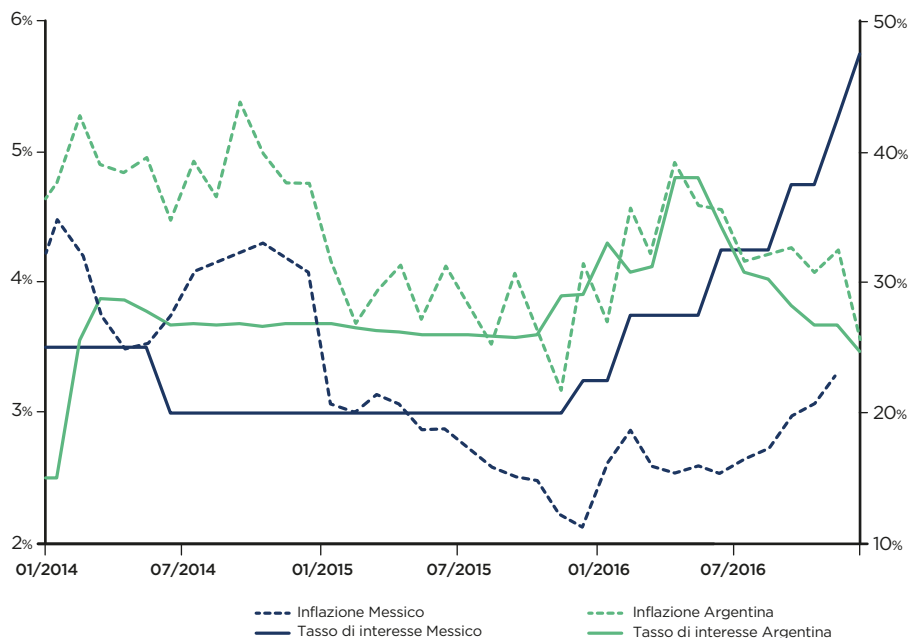
Il rischio politico ha colpito prima di tutti la Russia, a cui l'Europa nel 2014 ha imposto delle sanzioni. Questa decisione ha penalizzato i consumi e gli investimenti, in un contesto di crollo dei prezzi del barile. Anche la Turchia assiste all'aumento del rischio politico e di sicurezza. Di conseguenza, il turismo ne risente fortemente (secondo la Banca Centrale turca, il calo atteso delle entrate da turismo del 31% causerà una diminuzione della crescita di 1,1 pp), e la lira turca subisce un deprezzamento (ai minimi rispetto al dollaro). Secondo la Banca centrale, un deprezzamento del 10% aumenterà l'inflazione di 1,8 pp in due anni. Così, il deprezzamento della lira tra metà settembre 2016 e metà gennaio 2017 (21%) farà aumentare l'inflazione di 3,8 pp in due anni. Ciò rappresenta una grande fonte di preoccupazione in termini di solidità dei consumi privati, motore della crescita. Anche le fluttuazioni del tasso di cambio giocano un ruolo chiave in Russia (forte crollo del rublo), nonostante le tensioni nel paese si siano placate. Le due economie devono quindi gestire forti pressioni inflazioniste (nel 2016, inflazione compresa in media tra il 7 e l'8%). Tuttavia, questi due paesi non hanno lo stesso modello di crescita né seguono il medesimo percorso. In Russia, la crescita sta ripartendo lentamente, fortemente condizionata dalla ripresa dei prezzi del petrolio, mentre la crescita turca si è indebolita in linea con lo scarso dinamismo della domanda interna.

situazione finanziaria del paese con l'estero. Anche se nel breve periodo l'impatto è sicuramente negativo (il PIL è diminuito nuovamente del 3,8% nel terzo trimestre in media annuale), nel 2017 l'economia dovrebbe riprendersi (2% dopo un -2%) grazie soprattutto al calo dell'inflazione che dovrebbe permettere ai consumi di crescere, contrariamente al Messico (grafico n°10). La politica monetaria continuerà quindi ad allentarsi. Quella messicana, invece, dovrebbe evolversi in linea con quella statunitense, allo scopo di mantenere l'attrattività del paese, sebbene il tasso di cambio abbia subito un deprezzamento. Le incertezze che pesano sull'Argentina dovrebbero migliorare. L'Argentina beneficia del ritorno degli investitori internazionali e dell'accesso ai mercati di capitali. In Messico invece, l'elezione di Donald Trump rende gli investitori attendisti (il Paese esporta l'80% dei suoi prodotti verso gli Stati Uniti), a causa degli interventi protezionisti (proposito di aumento dei dazi doganali al 35%) e anti-immigrazione (le rimesse da parte dei lavoratori messicani che vivono negli Stati Uniti rappresentano il 2,4% del PIL del Messico). Insieme all'indebolimento dei fondamentali, queste incertezze hanno portato Coface a declassare il Messico da A4 a B.

^{12/} Sebbene l'elasticità fra tasso di cambio e inflazione sia limitata, secondo un'analisi di Banxico, una variazione dell'1% del tasso di cambio nominale porta a un aumento di 0,073 punti di inflazione. Il deprezzamento del 30% rispetto al dollaro si tradurrà quindi in un impatto di due punti sull'inflazione.

^{13/} Centro internazionale per il regolamento delle controversie relative ad investimenti.

Grafico n° 10
Messico/Argentina: inflazione e politica monetaria



Fonti: Banche Centrali e Università Torcuato di Tella
Ultimi dati disponibili: dicembre 2016 a eccezione dell'inflazione del Messico: novembre 2016

India ed Egitto: riforme volenti o nolenti

L'India ha scelto di attuare alcune riforme. A novembre, c'è stato uno "shock di demonetizzazione", con l'annuncio del Primo Ministro Modi della soppressione delle banconote da 500 e 1000 rupie (l'86% della moneta in circolazione). L'Egitto invece, non ha avuto scelta: la lira egiziana era fortemente sopravvalutata (differenza tra tasso di cambio ufficiale/non ufficiale pari a 9 lire contro 18) e necessitava di una liberalizzazione del regime di cambio, messo in atto lo scorso novembre e ben accolto dai mercati (dopo una svalutazione del 14% a marzo).

In India la decisione è stata presa al fine di: 1) limitare il mercato nero, la contraffazione di banconote, la corruzione e il terrorismo; 2) migliorare la liquidità del sistema bancario domestico soprattutto tramite l'aumento dei depositi (incoraggiare la dematerializzazione delle transazioni e l'apertura di conti, in quanto il 90% delle transazioni avviene in contanti); 3) aiutare la trasmissione della politica monetaria: tasso dei prestiti al ribasso (che rappresenterà un supporto futuro alle imprese) grazie all'aumento indotto dei depositi; 4) aumentare le entrate fiscali e limitare l'evasione fiscale; 5) passare da un'economia informale (23% del PIL) a una formale. In Egitto, la decisione di svalutare la lira è accompagnata dall'eliminazione delle restrizioni all'importazione e dall'aumento del tasso di riferimento di 300 punti base. A livello globale, questa decisione consentirà alle imprese di regolamentare, almeno in parte, i problemi in termini di pagamento e soprattutto la carenza di valuta.

In entrambi i casi, questi shock influiscono negativamente sull'attività nel breve periodo al fine di consentire una percorso di crescita più sostenibile nel lungo periodo. Il problema è che in India, la decisione, poiché inattesa, ha provocato un certo panico (chiusura delle banche, limite ai prelievi).

Questi fattori colpiranno soprattutto i settori più legati al mercato nero (vendite al dettaglio e settore edile). Malgrado questo shock negativo a breve termine, l'economia indiana rimarrà resiliente (+7,5% nel 2017 dopo un +6,9%). Al contrario, in Egitto, la situazione economica è ben lungi dall'essere brillante. L'attività è fortemente penalizzata dagli attacchi terroristici (calo dell'attività turistica), dalla diminuzione delle entrate legate al Canale di Suez e dallo scarso sostegno dei paesi del Golfo (riduzione delle rimesse dei lavoratori espatriati). Il Paese beneficerà di un prestito da parte del FMI di 12 mld di \$ e dovrebbe proseguire sulla scia delle riforme stabilite. I rischi al ribasso che pesano sull'economia sono numerosi: l'aumento dell'inflazione, che ha raggiunto il 19,4% a novembre (dopo un 13,6%) e quindi secondo le previsioni anche un incremento del tasso di riferimento, l'impatto delle misure di austerità del FMI (in particolare riduzione delle sussidi). L'aumento del rischio connesso alle tensioni sociali è da tenere monitorato, dato il declino di popolarità del Presidente Sissi. Infine, le previsioni di crescita sono moderate: +3,6% nel 2016 e +3,5% nel 2017, ben lontane dal 6% circa che il Paese registrava prima della primavera araba.

REVISIONE DELLE VALUTAZIONI RISCHIO PAESE

PAESE		PRECEDENTE	▶	NUOVA
MIGLIORAMENTI				
ESTONIA		A3	▶	A2
ISLANDA		A3	▶	A2
SPAGNA		A4	▶	A3
BULGARIA		B	▶	A4
KENYA		B	▶	A4
ARGENTINA		C	▶	B
CIPRO		C	▶	B
GHANA		C	▶	B
SERBIA		C	▶	B
BOSNIA		D	▶	C
PAKISTAN		D	▶	C
DECLASSAMENTI				
MESSICO		A4	▶	B
GIORDANIA		B	▶	C
SUDAFRICA		B	▶	C
MAURITANIA		C	▶	D

Probabilità di insolvenza delle imprese

A1	A2	A3	A4	B	C	D	E
MOLTO BASSA	BASSA	MODERATA	ACCETTABILE	ABBASTANZA ELEVATA	ELEVATA	MOLTO ELEVATA	ESTREMAMENTE ELEVATA

INFORMAZIONI

RISCHI

FINANZA

INTERNAZIONALE

ANALISI

**STRATEGIA
COMMERCIALE**

ECONOMIA

LA SCELTA MIGLIORE PRIMA DI SCEGLIERE DI VENDERE

Scegliete Coface per ottimizzare la gestione del rischio credito e sostenere lo sviluppo del fatturato.

4500 esperti vi consigliano e vi sostengono nella valutazione del mercato, del settore di attività e degli acquirenti.

Per proteggere i vostri crediti commerciali.

www.coface.it

coface
FOR SAFER TRADE

DISCLAIMER

Il presente documento riflette l'opinione della direzione alla ricerca economica di Coface, alla data della sua redazione e in funzione delle informazioni disponibili; potrà essere modificato in qualsiasi momento. Le informazioni, le analisi e le opinioni sono state scelte sulla base di molteplici fonti ritenute serie e affidabili; tuttavia Coface non garantisce in alcun caso l'esattezza, l'eshaustività o la realtà dei dati contenuti nel presente documento. Le informazioni, le analisi e le opinioni vengono comunicati a titolo di informazione e rap-presentano un completamento delle notizie di cui il lettore dispone. Coface non ha alcun obbligo di risultato ma un obbligo di mezzi e non si assumerà responsabilità alcuna per le eventuali perdite subite dal lettore derivanti dall'utilizzo delle informazioni, analisi e opinioni contenute nel presente documento. Tale documento, come le analisi e le opinioni che vi sono espresse appartengono esclusivamente a Coface; il lettore è autorizzato a consultarle o a riprodurle a fini di uso interno unicamente con riserva di menzione di Coface e senza alterare o modificarne i dati. Qualsiasi tipo di utilizzo, estrazione, riproduzione a fini di uso pubblico o commerciale è vietato senza l'accordo prestabilito di Coface. Il lettore è invitato a far riferimento alle menzioni legali presenti sul sito di Coface.

COMPAGNIE FRANCAISE D'ASSURANCE POUR LE COMMERCE EXTERIEUR S.A.
Rappresentanza Generale per l'Italia

Via Giovanni Spadolini, 4
20141 Milano
Italia
www.coface.it

coface
FOR SAFER TRADE