

# LE PUBBLICAZIONI ECONOMICHE DI COFACE

**BAROMETRO**  
RISCHIO  
PAESE E  
SETTORIALE  
2° trimestre  
2017



A cura degli  
economisti  
di Coface

## Una ventata di ottimismo per l'economia mondiale

**2**  
STATI UNITI: calo dei consumi, poco chiaro il piano di incentivi fiscali

**3**  
ZONA EURO: allentamento delle condizioni del credito (finalmente) favorevoli agli investimenti

**4**  
MERCATI OBBLIGAZIONARI, la ripresa è davvero in atto?

**6**  
RUSSIA: timida ripresa di cui beneficeranno i Paesi della CSI (Comunità degli Stati Indipendenti)

**7**  
CINA: fine delle buone notizie

**7**  
L'industria in generale e l'auto in particolare, beneficiano della RIPRESA DELLA CRESCITA

**9**  
PETROLIO: crescente scetticismo sui mercati dopo sei mesi di sforzi vani

**10**  
Revisione delle valutazioni rischio paese

**12**  
Revisione delle valutazioni rischio settoriale

**A**lla fine del primo trimestre 2017, ci si chiedeva se la timida ripresa economica mondiale fosse stata o meno un fuoco di paglia. Tre mesi più tardi, la ripresa sembra durare, soprattutto per numerosi settori industriali e in Europa, malgrado qualche nuvola all'orizzonte negli Stati Uniti e in Cina oscuri lo scenario.

In questo barometro, si osserva come la diminuzione dei consumi negli Stati Uniti, i termini ancora poco chiari dello stimolo fiscale e del programma di investimenti annunciati dalla Casa Bianca e l'aumento dei tassi di interesse siano tutti elementi da tenere sotto controllo. Nella Zona euro, si evidenziano buone notizie: l'allentamento delle condizioni del credito favorisce gli investimenti delle imprese; la crescita supera le attese; la fiducia delle imprese è ai massimi livelli storici da sei anni; la fiducia dei consumatori è in aumento. Con la significativa eccezione del Regno Unito, si stima che in Europa le insolvenze d'impresa diminuiranno: la Spagna è riclassificata da A3 ad A2 e il Portogallo da A4 ad A3.

In Russia (riclassificata da C a B), si intravede la ripresa, soprattutto nel settore auto (la cui valutazione è rivista al rialzo). Ci sono buone notizie per i vicini della Comunità di Stati Indipendenti (CSI). Anche l'Uzbekistan assiste al miglioramento della valutazione da D a C. In alcuni paesi della CSI rimangono però delle zone d'ombra: il rischio politico è notevole e

la fragilità dei settori bancari, come quello del Kazakhstan e dell'Azerbaijan, è ancora preoccupante.

Il secondo trimestre segna la fine delle buone notizie per la Cina. In aprile e maggio, le spie dell'economia sono tutte arancioni, o addirittura rosse, compresa la fiducia di alcuni attori economici. In queste condizioni, il rischio di insolvenze delle imprese è in aumento. E' opportuno essere prudenti e monitorare nei prossimi mesi l'evoluzione della seconda potenza economica mondiale.

Altri esempi della fragilità di questa ripresa della crescita mondiale: numerosi paesi emergenti assistono al declassamento della propria valutazione, soprattutto l'Africa (Namibia, isole Mauritius) e il Medio Oriente (Qatar, Bahrein).



**Continuano le buone notizie per la Zona euro: la facilità d'accesso al credito favorisce finalmente gli investimenti delle imprese**



**TROVATE TUTTI GLI ALTRI PANORAMA DEL GRUPPO:**

<http://www.coface.it/News-Pubblicazioni>

07/2017

**coface**  
FOR SAFER TRADE

## Una ventata di ottimismo per l'economia mondiale

### 1 STATI UNITI: CALO DEI CONSUMI, POCO CHIARO IL PIANO DI INCENTIVI FISCALI

L'economia americana continua a inviare segnali contrastanti. Da una parte, l'ottimismo delle imprese e delle famiglie rimane a un livello elevato, inoltre nell'ultimo trimestre 2016, sono stati creati mediamente 175.000 impieghi non agricoli al mese. Il tasso di disoccupazione è crollato al 4,3% a maggio 2017, il livello più basso da circa 16 anni. Dall'altra parte, i consumi delle famiglie sono diminuiti, malgrado il tasso di disoccupazione ridotto.

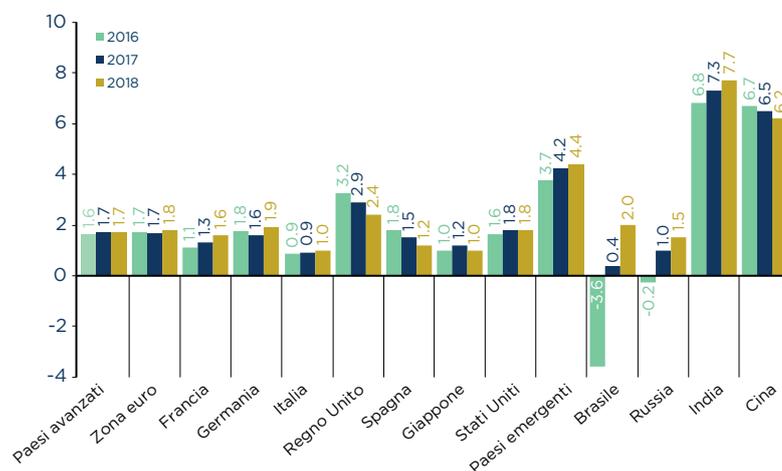
Nonostante l'aumento del PIL americano da 0,7% a 1,2% nel 1° trimestre 2017, grazie soprattutto ai dati definitivi delle vendite al dettaglio del mese di marzo, i dati recenti sono piuttosto deludenti. Sebbene in aprile le vendite al dettaglio siano aumentate ancora dello 0,4%, sono rimaste al di sotto delle aspettative del mercato (0,6%). Le vendite di autoveicoli nuovi sono diminuite del 4,3% a maggio rispetto al mese precedente e dell'11,8% su base annuale, il livello più basso dal 2011. I mancati pagamenti sui prestiti auto continuano ad aumentare, secondo i dati sul credito pubblicati ad aprile dalla Federal Reserve di New York. Le spese nel settore edilizio hanno subito un calo dell'1,4% rispetto al mese precedente. L'aumento dell'inflazione e l'incremento del tasso di interesse atteso nei prossimi mesi potrebbero ostacolare

l'evoluzione del credito e ridurre il potere d'acquisto dei consumatori. Di fronte a questo aumento anticipato dei costi del credito, le famiglie americane risparmiano di più: il tasso di risparmio è passato dal 5,0% a gennaio al 5,3% ad aprile 2017.

Sul piano politico, la messa in atto della riforma fiscale proposta dalla Casa Bianca (che prevede in particolare una diminuzione dell'imposta sulle imprese) resta soggetta all'approvazione del Congresso. La questione legata al finanziamento di queste riduzioni di imposta sarà senza dubbio oggetto di lunghi dibattiti, soprattutto da parte della maggioranza repubblicana, ostile al crescente deficit pubblico. Inoltre, i dettagli del programma di investimenti massivi per rinnovare le vecchie infrastrutture del paese e che secondo le previsioni raddoppierebbe il ritmo della crescita americana, non sono stati ancora diffusi.

In questo contesto difficile, Coface prevede ancora che la crescita americana sarà prossima all'1,8% nel 2017 e nel 2018 (grafico n°1). Malgrado le previsioni al di sotto dello scenario di consenso (rispettivamente 2,2% e 2,4% nel 2017 e nel 2018), le insolvenze d'impresa dovrebbero continuare a diminuire (-4% quest'anno).

**Grafico 1**  
Previsioni Coface della crescita per paese



## 2 ZONA EURO: ALLENTAMENTO DELLE CONDIZIONI DEL CREDITO (FINALMENTE) FAVOREVOLI AGLI INVESTIMENTI

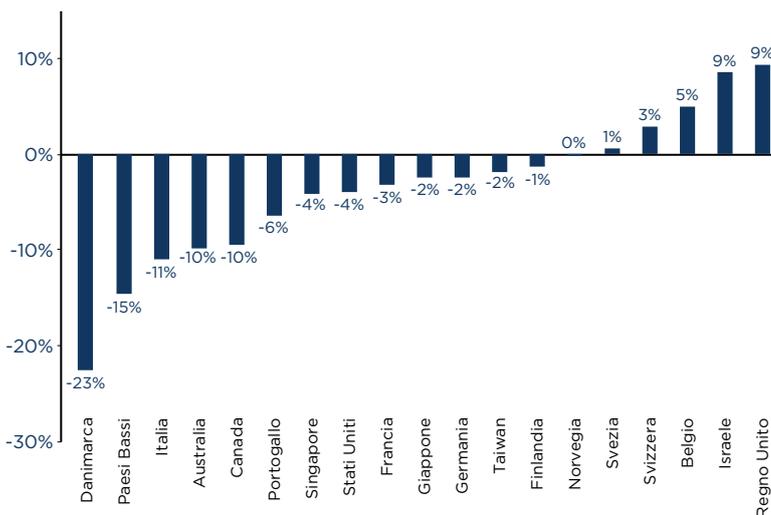
Continuano le buone notizie per La Zona euro. Oltre alla fine di numerose incertezze politiche (come le elezioni in Francia e nei Paesi Bassi), la congiuntura è ben orientata e sorprende positivamente. Nel primo trimestre 2017, la crescita ha superato le aspettative registrando uno 0,6% (+1,9% in un anno), soprattutto grazie agli investimenti. Le imprese hanno ripreso fiducia (per esempio, l'indice di fiducia IFO è ai massimi livelli in Germania dal 2011) e le condizioni di finanziamento particolarmente allettanti le spingono ad investire ancora di più.

Secondo l'ultimo studio trimestrale della Banca centrale europea (BCE) sulle condizioni del credito nella Zona euro, pubblicato a fine aprile 2017, questa ventata di ottimismo dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi. La BCE ha registrato infatti un aumento delle domande di credito da parte delle imprese per gli investimenti, da parte delle famiglie per i consumi e i mutui. Secondo l'analisi, la domanda di prestiti alle imprese nel 1° trimestre 2017 è aumentata soprattutto in Spagna e in misura minore in Germania; ha subito un rallentamento in Italia e nei Paesi Bassi ed è stabile in Francia. Quanto all'offerta, secondo le 140 banche intervistate<sup>1</sup>, anche le condizioni del credito nel complesso si sono allentate per tutte le tipologie di prestiti, principalmente in ragione della pressione concorrenziale. Anche gli investimenti immobiliari beneficiano dell'allentamento delle condizioni del credito bancario e di una maggiore fiducia delle famiglie. È proprio il caso della Germania, dove gli investimenti nelle costruzioni hanno beneficiato degli effetti favorevoli temporanei (es. le condizioni meteorologiche), ma anche in Francia o ancora in Spagna. Nei prossimi trimestri, il progressivo inasprimento della politica monetaria della BCE sarà sicuramente da monitorare, anche se il suo impatto sulle imprese europee non mette a rischio la ripresa (grafico 1 - pagina seguente).

In questo contesto economico di calma, anche le dinamiche microeconomiche migliorano: quest'anno le insolvenze d'impresa dovrebbero continuare a diminuire in quasi tutti i paesi dell'Unione monetaria (grafico 2). Al contrario, nel 2017, Coface prevede nel Regno Unito<sup>2</sup> un aumento delle insolvenze pari al 9%, a perimetro costante<sup>3</sup>. Nel Paese, il rallentamento dei consumi delle famiglie accentuerà la pressione sui settori come la distribuzione e il tessile/abbigliamento, e in misura minore l'auto e le TIC (entrambi i settori beneficiano anche di effetti positivi del calo della sterlina sulle esportazioni). Alcune economie molto aperte e dipendenti dal Regno Unito come il Belgio (il Regno Unito è il quarto partner commerciale del Belgio e rappresenta il 9% delle sue esportazioni) risentiranno di questi effetti.

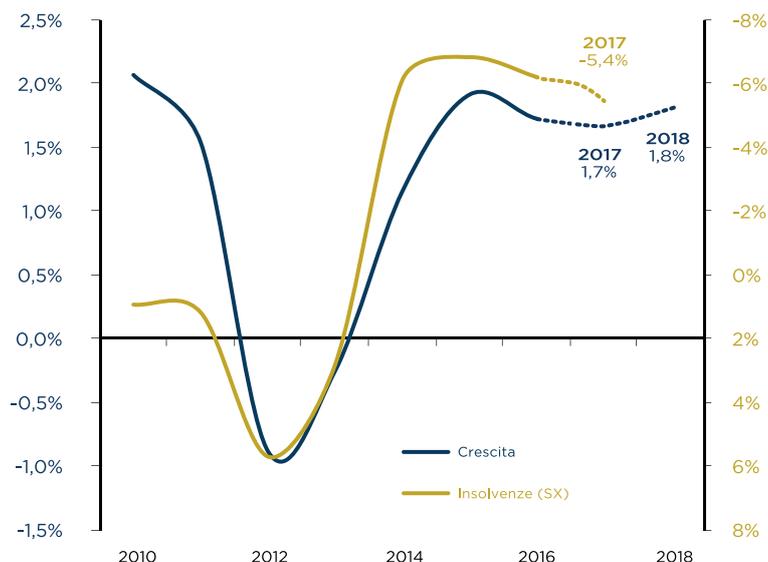


**Grafico 2**  
Previsione di crescita delle insolvenze d'impresa nel 2017



Fonte: Coface

**Grafico 3**  
Crescita del PIL e delle insolvenze d'impresa nella Zona euro (previsioni Coface)



Fonte: Statistiche Nazionali, Coface

1/ [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey\\_201704.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201704.pdf)

2/ "Come se la caveranno le imprese britanniche di fronte alla Brexit?", Panorama Coface, maggio 2017

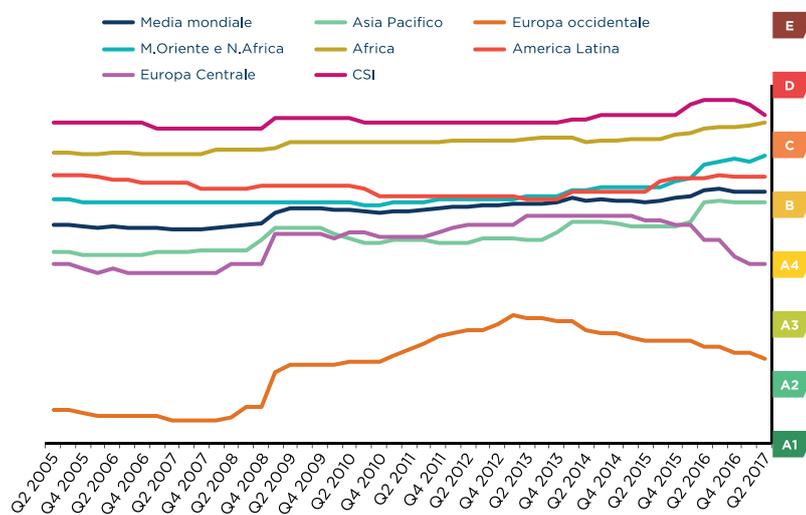
3/ Stime realizzate escludendo l'evento eccezionale dell'ultimo trimestre 2016: insolvenze di 1.796 imprese individuali in ragione di un cambiamento normativo. Tenendo conto dei dati ufficiali senza revisione, le insolvenze dovrebbero diminuire del 2,7% nel 2017.



Nel primo trimestre 2017, Coface ha riclassificato le valutazioni paese della Spagna (da A3 ad A2), dove la crescita ha sorprendentemente ancora una volta registrato un aumento grazie a un commercio estero dinamico (+0,8% anno su anno, vedere la revisione delle valutazioni rischio a pag.10), e quella del Portogallo (da A4 ad A3), uscito dalla procedura per deficit eccessivo della Commissione Europea. Il grafico n°4 mostra come l'Europa occidentale sia la regione che ha beneficiato di più della revisione delle valutazioni rischio paese in questi ultimi trimestri (con Europa centrale e orientale). Al contrario, le valutazioni dei paesi del Medio Oriente e del Nord Africa sono stati recentemente declassati a causa dei disordini politici (la Primavera Araba e, soprattutto, il crollo dei prezzi del petrolio e delle materie prime in generale).

Le valutazioni del Nord America (Canada e Stati Uniti) sono risultate relativamente stabili dal 2005 ad oggi, malgrado si siano deteriorate a giugno 2016. La valutazione degli Stati Uniti è stata declassata ad A2, in seguito al rallentamento dei consumi domestici e alla diminuzione della redditività delle imprese, e quella del Canada ad A3, a causa del peso del debito delle famiglie, soprattutto immobiliare (165% del reddito disponibile), un freno per la crescita.

**Grafico 4**  
Valutazione paese Coface per regione  
(A1 = rischio molto basso e E = rischio estremo)



Fonte: Coface

## RIQUADRO 1

### Mercati obbligazionari, la ripresa è davvero in atto?

Il ciclo di restrizione monetaria, in corso negli Stati Uniti e probabilmente in futuro anche nella Zona euro, potrebbe essere sinonimo di una crescita durevole dei tassi di interesse delle obbligazioni emesse dagli stati e dalle imprese. Le conseguenze del rincaro dei prestiti obbligazionari devono essere affrontate alla luce degli effetti di isteresi del contesto economico particolare, che ha caratterizzato il periodo appena concluso. Man mano che i tassi obbligazionari si sono allontanati dal loro livello strutturale per raggiungere livelli storicamente bassi, le esigenze e i costi di finanziamento degli emittenti di obbligazioni sono crollati in un contesto di crescita lenta e austerità di bilancio.

#### Come spiegare la recente evoluzione dei tassi obbligazionari?

Il recente periodo è stato segnato da tassi obbligazionari straordinariamente bassi, come testimonia l'erosione dei rendimenti sovrani tedeschi rispetto al tasso privo di rischio della Zona euro, l'overnight index swap<sup>4</sup>(OIS) (grafico 5). Questa situazione eccezionale si spiega con un'offerta di attività relativamente inelastica nel breve periodo a fronte di una domanda temporaneamente elevata, principalmente dovuta alla fuga verso la qualità e alla politica monetaria fortemente espansiva. L'attenuazione più o meno progressiva di questi due fattori rappresenterebbe una variabile

chiave per determinare il momento e l'entità di un aumento dei tassi obbligazionari. La fuga verso la qualità è stata la conseguenza di un rischio politico elevato nel periodo di ciclo elettorale, dalle sfaccettature multiple (aumento dell'incertezza, rischio di insolvenza, rischio di ridenominazione del debito) e con un impatto eterogeneo sui mercati obbligazionari. Infatti, l'aumento degli spread si è verificato a beneficio degli asset considerati più sicuri e a scapito delle obbligazioni dello Stato francese per esempio, il cui spread con l'OIS (overnight indexed swap) ha ritrovato il livello 2014 nel primo trimestre 2017 (grafico 1), ossia nel momento in cui le chance del Fronte Nazionale (partito politico francese di estrema destra) di vincere le elezioni presidenziali erano ai massimi livelli. Anche il contesto finanziario è stato un fattore determinante nella recente evoluzione dei tassi obbligazionari. Oltre all'inflazione debole e ai tassi di riferimento bassi, il quantitative easing (QE) negli Stati Uniti così come nella Zona euro<sup>5</sup>, ha influito sul rendimento di tutte le categorie di obbligazioni, tenuto conto dell'"habitat preferito" di alcuni investitori in termini di rischio e rendimento. Da una parte, il prezzo delle obbligazioni è aumentato (e, meccanicamente, il loro rendimento è diminuito) per gli asset direttamente interessati dai programmi di acquisto

delle banche centrali e per i quali gli investitori più avversi al rischio hanno mantenuto una domanda importante (safety premium channel). Dall'altra parte, il QE ha influito sulle classi di asset non interessati dagli acquisti e che hanno beneficiato di un rinvio degli investitori in cerca di un rendimento più elevato (portafoglio - rebalancing channel) e delle anticipazioni sulla condotta della politica monetaria (signalling effect channel).

#### Qual è l'impatto di un aumento dei tassi obbligazionari?

Se è evidente che l'aumento prematuro dei tassi influirà negativamente sulle condizioni di finanziamento degli Stati e delle imprese, la distorsione tra bisogni e costi di finanziamento ha permesso agli emittenti di ridurre il rischio di esposizione all'aumento dei tassi, ma potrebbe pesare sulla loro capacità futura di finanziamento nel ciclo. Si evidenzia che, malgrado il calo del tasso privo di rischio dopo la crisi finanziaria, il costo di capitale (equity e debito) per le imprese non finanziarie si è mantenuto a un livello relativamente stabile in ragione di un rischio di mercato più elevato in un periodo di crescita debole e incertezza elevata.

Con un andamento di questo tipo, l'aumento dei tassi non dovrebbe provocare un aumento drastico del





**RIQUADRO 1**

**Mercati obbligazionari, si sta davvero serrando la presa?**

costo del capitale dal momento che l'incremento del tasso privo rischio sarebbe compensato dalla diminuzione del rischio di mercato, legato al miglioramento delle condizioni economiche. Per gli Stati e le imprese, il calo dei tassi obbligazionari ha permesso il prolungamento della maturità del debito, riducendo così la loro esposizione a un aumento a breve termine. Nella Zona euro, la maturità residua media del debito sovrano è aumentato da 6,3 anni nel 2012 a circa sette anni nel 2016. Negli Stati Uniti, la maturità media delle obbligazioni di impresa è aumentata da 13 anni nel 2011 a 16 anni nel 2016 (grafico 6). Malgrado la diminuzione del costo del debito, le imprese hanno potuto investire poco dal momento che i determinanti finanziari ed economici degli investimenti sono stati sfavorevoli. In effetti, la distorsione fra esigenze e costi di finanziamento può essere rappresentata con il doppio divario tra il costo del debito e il costo del capitale netto e tra il costo del debito e le opportunità di investimento a fronte di una domanda stagnante. Di conseguenza, negli Stati Uniti in particolare, l'indebitamento delle imprese è aumentato, attraverso soprattutto un incremento delle emissioni obbligazionarie il cui ammontare annuo è passato da 1000 miliardi di dollari nel 2011 a oltre 1500 miliardi nel 2016 (grafico 6), favorendo dividendi e riacquisto di azioni a scapito delle spese per investimenti<sup>6</sup>. La diminuzione del costo del debito al minimo del ciclo potrebbe perciò pesare sulla capacità di finanziare gli investimenti nelle fasi più avanzate del ciclo. Alla stesso modo in cui il mantenimento di un indebitamento elevato per gli stati potrebbe aumentare il loro costo marginale di finanziamento nel punto di minimo del ciclo, ossia quando il loro bisogno di finanziamento sarà massimo<sup>7</sup>.

- 4/ Benoît Coeuré, "Bond scarcity and the European Central Bank's asset purchase programme", discorso al Club, Financière d'Associés en Finance, Parigi, 3 aprile 2017.
- 5/ Through the asset purchase programme (APP), which includes a public sector purchase programme component (PSPP) and a corporate sector purchase programme component (CSPP).
- 6/ Adrian Blundell-Wignall and Caroline Roulet, "Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle", OECD Journal: Financial Market Trends, 2013.
- 7/ Benoît Coeuré, "Sovereign debt in the euro area: too safe or too risky?", speech at Harvard, 3 November 2016.

**Grafico 5**

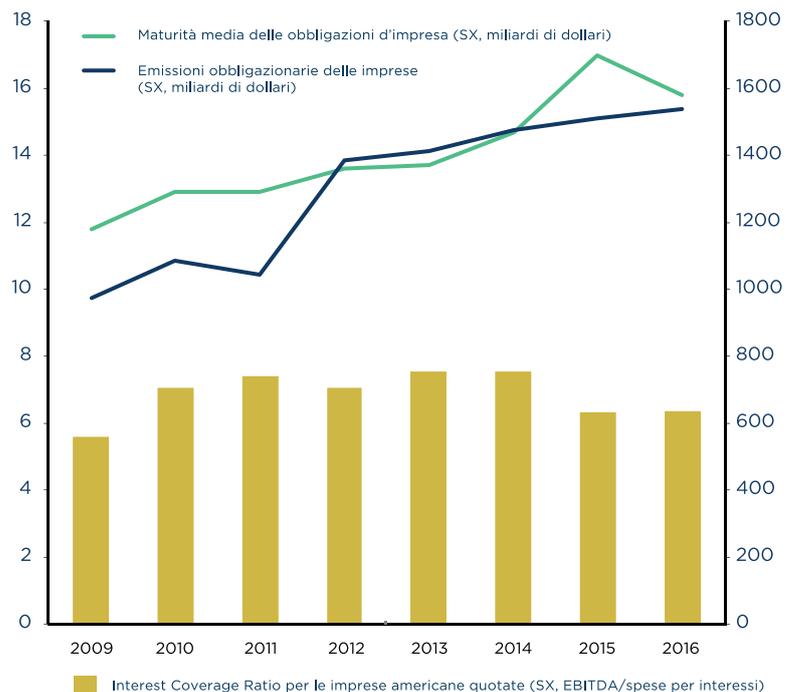
Spread con l'Overnight Index Swap (sulle obbligazioni a 10 anni)



Fonte: Datastream, Reuters, Ultimi dati disponibili: 16 giugno 2017

**Grafico 6**

Diminuzione dei tassi obbligazionari negli Stati Uniti: per le imprese, aumento degli importi emessi, prolungamento della maturità e mantenimento del debito conseguente



Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association, Datastream, calcoli Coface. Ultimi dati disponibili: 2016

### 3 RUSSIA: TIMIDA RIPRESA DI CUI BENEFICERANNO GLI ALTRI PAESI DELLA CSI

Dall'inizio del 2017, Coface ha riclassificato numerosi paesi della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI): Armenia a D a marzo, Russia a B e Uzbekistan a C a giugno. Nel 2015 e nel 2016, la maggior parte delle economie dei paesi di questa zona<sup>8</sup> ha risentito dell'effetto congiunto della recessione russa e dell'evoluzione sfavorevole dei prezzi delle materie prime. Fortemente dipendenti dalla Russia per le rimesse degli espatriati e gli scambi commerciali, Bielorussia e Armenia ne risentono in maniera particolare. Kazakistan, Azerbaijan, Turkmenistan e in misura minore l'Uzbekistan hanno subito le conseguenze del calo dei prezzi del gas e del petrolio. Con l'economia russa che mostra segnali di ripresa, sicuramente timidi ma reali, e i prezzi di numerose materie prime che non dovrebbero diminuire di molto nel 2017 (riquadro 2 a pag.9, sui prezzi del petrolio), le prospettive di crescita della zona della CSI sembrano migliorate. Di conseguenza, Coface ha aumentato le valutazioni di numerosi paesi della CSI (grafico 4); comprese quelle della Russia e dell'Uzbekistan questo trimestre e quella dell'Armenia il primo trimestre 2017.

Alcuni paesi della zona potrebbero beneficiare della ripresa dell'attività in Russia grazie al commercio e alle rimesse dei lavoratori espatriati. L'uscita dalla recessione dell'economia russa dovrebbe tradursi in un aumento dell'occupazione ma soprattutto dei salari, perlomeno in alcuni settori, generando un incremento delle rimesse degli espatriati verso il loro paese d'origine. Questo invio di fondi verso i paesi della CSI ha già subito un incremento nel 4° trimestre 2016 in maniera moderata (meno dell'1%), ma per la prima volta dopo più di due anni. Tale aumento potrebbe avere un effetto positivo sui consumi dei paesi con un'economia dipendente dalle rimesse, e in una quota significativa di lavoratori è emigrata in Russia (soprattutto nel settore delle costruzioni e del commercio al dettaglio). È il caso dell'Armenia o

dell'Uzbekistan, prima destinazione delle rimesse private dalla Russia verso la CSI. Le esportazioni di numerose economie della CSI, fortemente dipendenti dalla Russia in termini di scambi commerciali (Bielorussia, Armenia, Tajikistan, le cui esportazioni sono destinate rispettivamente al 46%, 20% e 22% al mercato russo) dovrebbero beneficiare di una domanda russa più dinamica. La diminuzione delle pressioni inflazioniste attese nella maggior parte delle economie (soprattutto in Azerbaijan, Kazakistan, Bielorussia e Moldavia) potrebbe trainare i consumi delle famiglie. L'allentamento progressivo delle politiche monetarie, iniziato nel 2016 da numerose banche centrali, dovrebbe proseguire nel 2017, favorendo anche gli investimenti.

I prezzi di numerose materie prime, per senza aumentare di molto, non dovrebbero essere orientati al ribasso; dovrebbero quindi sostenere l'economia dei paesi della zona esportatori di idrocarburi (Azerbaijan, Turkmenistan, Kazakistan, le cui entrate da esportazione provengono rispettivamente dal 90%, 75% e 70% dagli idrocarburi e in misura minore l'Uzbekistan - 15%) o di cotone (il 10% circa delle esportazioni dell'Uzbekistan e del Tajikistan).

Rimangono due fonti di incertezza: il rischio politico e la fragilità dei settori bancari di alcuni paesi. Secondo l'indice di rischio politico Coface<sup>9</sup>, i paesi della CSI registrano un 47% in media nel 2016: la Georgia ha il livello di rischio più basso della zona (28%) e l'Ucraina quello più elevato (70,8%). Nel complesso, il risultato della CSI è aumentato del 5% dal 2007. In Uzbekistan, il livello di rischio politico (46%, un rischio mediamente elevato), paragonabile a quello della Repubblica Democratica del Congo o del Laos, è relativamente stabile dal 2012. La situazione politica, ancora instabile, potrebbe tuttavia migliorare con l'elezione a dicembre 2016 di Shavkat Mirziyoyev, dopo il decesso di Islam Karimov, che ha guidato il paese dopo l'indipendenza.

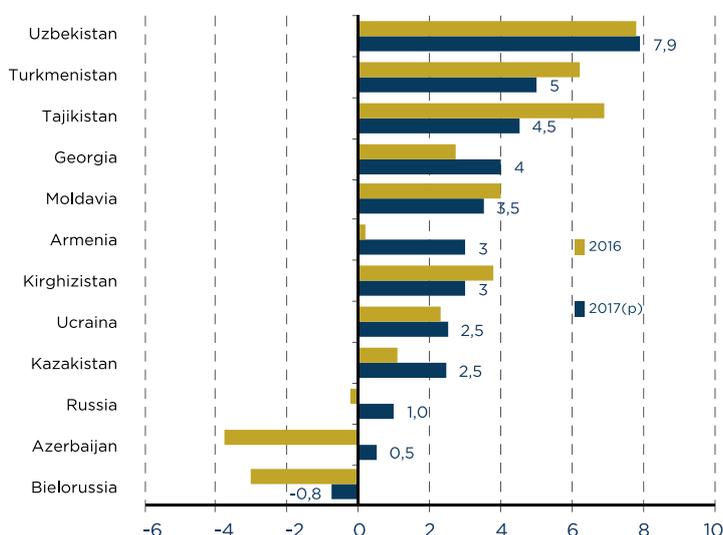
Il settore bancario è da tenere sotto controllo, in particolare in Kazakistan e Azerbaijan. Il deprezzamento delle valute di questi due paesi, rispettivamente nel 2014 e nel 2015, ha colpito fortemente le istituzioni bancarie, tenendo conto dell'elevata dollarizzazione del settore. Malgrado l'adozione di diverse misure per evitare il peggioramento della loro situazione, entrambi gli stati hanno dovuto intervenire per prevenire il fallimento dei grandi istituti. Il governo kazako ha creato un istituto dedicato a cui sono stati trasferiti i crediti in sofferenza della Kazkommertsbank (la prima banca del paese che raccoglie il 37% degli attivi), nel cui capitale è entrata una banca privata (Halyk Bank). L'International Bank dell'Azerbaijan (IBA, 40% degli attivi) ha beneficiato di un supporto finanziario pubblico, attraverso il fondo sovrano SOFAZ. Il rischio di una crisi sistemica non è lo scenario più probabile in questi due paesi, ma il settore è fragile e le difficoltà di questi due grandi istituti potrebbero pesare sulla ripresa della crescita.

8/ Including Georgia and Ukraine, which are no longer members of the CIS

9/ See Panorama "The rise and rise of political risks" published in March 2017. <http://www.coface.com/News-Publications/News/New-Coface-Political-Risk-Index-in-159-countries>

#### Grafico 7

Previsione di crescita nei paesi della CSI



Fonte: Coface

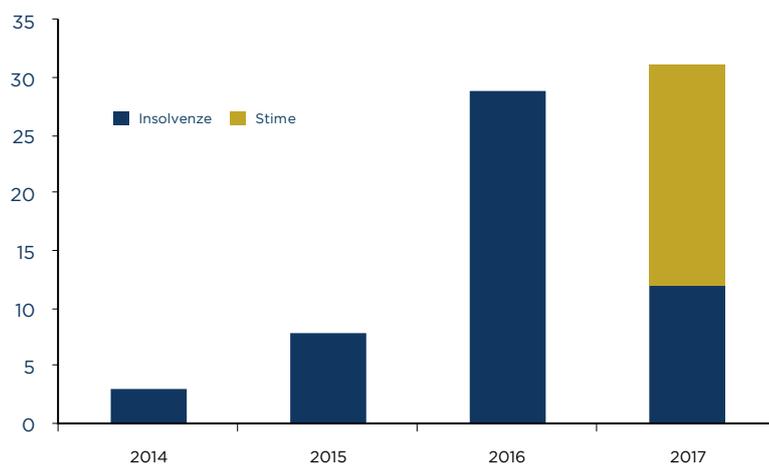
## 4 CINA: FINE DELLE BUONE NOTIZIE

Dopo l'inizio del 2° trimestre, i segnali di rallentamento dell'attività economica in Cina si sono moltiplicati. I barometri mensili normali (produzione industriale, investimenti in capitale fisso o vendite al dettaglio) sono tutti orientati al ribasso in aprile e maggio. Per la prima volta da giugno 2016, l'indice PMI di fiducia delle imprese del settore manifatturiero è sceso sotto la soglia di 50, che rappresenta il limite tra espansione e recessione.

I prezzi dell'immobiliare seguono la medesima tendenza: la loro crescita è ai minimi livelli da agosto 2016 (+10,7% in un anno ad aprile 2017 per il prezzo di un'abitazione media in 70 grandi città, contro l'11,3% a marzo). Dalla metà del 2016, la crescita cinese è stata fortemente trainata dal settore delle costruzioni (che conta direttamente e indirettamente per circa un terzo del PIL). Ma di fronte al rischio di sopravvalutazione dei prezzi e di speculazione nelle grandi città, le autorità hanno cambiato strategia e instaurato misure più restrittive in termini di proprietà (come la durata minima di detenzione delle nuove abitazioni prima della vendita) e accesso al credito: la banca centrale ha inasprito a due riprese la politica monetaria a febbraio e marzo.

In questo contesto, con condizioni del credito meno favorevoli, il rischio di insolvenza d'impresa aumenta: dodici imprese sono già in default su almeno una delle loro obbligazioni dall'inizio del 2017. Se questo ritmo proseguirà fino a dicembre, il numero record di

**Grafico 8**  
Numero di insolvenze sul mercato obbligazionario delle imprese in Cina



Fonte: Bloomberg

insolvenze obbligazionarie raggiunto nel 2016 verrà superato (grafico 8). Questa tendenza è in linea con i risultati dello studio annuale sui ritardi di pagamento realizzato da Coface su circa 1000 imprese cinesi, che ha rivelato un incremento dei ritardi di pagamento di durata superiore ai 150 giorni a fine 2016 (15% del totale, contro meno del 10% nel 2015 e 5% nel 2014)<sup>10</sup>.

## 5 L'INDUSTRIA IN GENERALE E L'AUTO IN PARTICOLARE BENEFICIANO DELLA RIPRESA DELLA CRESCITA

Se dopo una recessione non tutti i paesi beneficiano della ripresa della crescita a livello globale, lo stesso vale per le attività. Il National Bureau of Economic Research (NBER), che svolge un ruolo di riferimento nella datazione dei cicli economici negli Stati Uniti, definisce la recessione come "un calo significativo della produzione della durata di almeno qualche mese e con effetti visibili su PIL, redditi reali, occupazione, produzione industriale e vendite al dettaglio"<sup>11</sup>. Oltre al periodo di recessione, si identificano altre tre fasi del ciclo:

- **La ripresa:** gli indicatori di attività appena citati migliorano, la crescita del credito e quella degli utili delle imprese sono positivi, i tassi di interesse restano bassi dal momento che la politica monetaria è ancora espansiva;

- **L'espansione:** la crescita degli indicatori di attività raggiunge il livello massimo, così come la crescita del credito. I tassi di interesse aumentano poiché la politica monetaria è meno espansiva;

- **Il rallentamento:** la crescita diminuisce, le condizioni del credito sono più restrittive, i ricavi delle imprese si riducono e le scorte aumentano.

Al fine di identificare i settori di attività che sembrano beneficiare dell'attuale ripresa dell'attività mondiale, abbiamo misurato il coefficiente di correlazione tra la crescita del valore aggiunto in volume di 12 settori di attività e quella del PIL tra il 1985 e il 2016 in 15 paesi<sup>12</sup>. Come previsto, la correlazione tra la crescita dell'attività del settore farmaceutico e quella del PIL del paese è in media quasi nulla per il nostro panel di 15 paesi.

<sup>10/</sup> Panorama Coface "Studio sul comportamento di pagamento delle imprese in Cina: il problema sta nel dettaglio" <http://www.coface.it/News-Pubblicazioni/Pubblicazioni/Studio-sul-comportamento-di-pagamento-delle-imprese-in-Cina-il-problema-sta-nel-dettaglio>

<sup>11/</sup> [http://www.nber.org/cycles/jan08bcdc\\_memo.html](http://www.nber.org/cycles/jan08bcdc_memo.html)

<sup>12/</sup> Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Italia, Portogallo, Cina, Indonesia, India, Brasile, Messico, Turchia, Sudafrica.



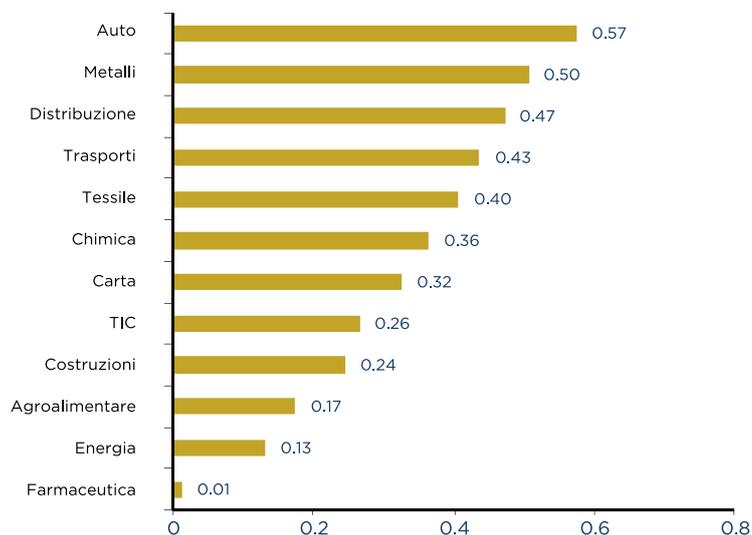
Il panel gode di un aumento delle spese sociali in periodo di recessione (soprattutto nel caso in cui il governo lascia agire gli stabilizzatori automatici e/o mette in atto una politica finanziaria anticiclica). La correlazione è positiva ma comunque bassa per l'agroalimentare e l'energia; la domanda è rivolta a quei settori che variano relativamente poco in funzione del reddito e quindi della crescita. Molti dei beni prodotti dalle imprese di questi settori come i

prodotti alimentari rispondono infatti a bisogni primari.

Le costruzioni, la carta-legno, le tecnologie dell'informazione e della comunicazione o ancora la chimica si collocano in una posizione intermedia. Il livello del coefficiente è in media relativamente elevato nella distribuzione, trasporti e tessile-abbigliamento, beni che rispondono innanzitutto a bisogni secondari e la cui domanda oscilla quindi in funzione del reddito. Due settori sembrano fortemente dipendenti dal PIL: i metalli (la cui valutazione settoriale è stata rivista al rialzo in Cina e Brasile nel primo trimestre<sup>13</sup>) e soprattutto l'auto. Nella maggior parte dei casi (grafico 9), l'auto è il settore la cui variazione di valore aggiunto è correlata alla crescita del PIL. Il coefficiente è superiore a 0,5 nella maggior parte dei paesi del campione.

### Grafico 9

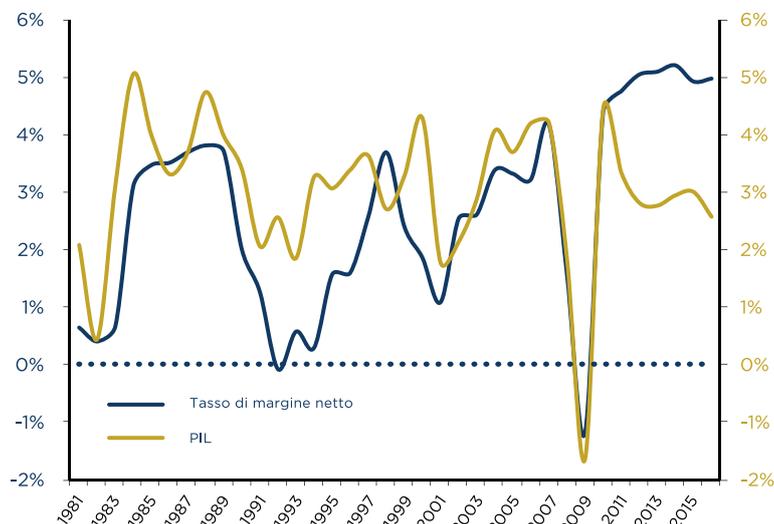
Coefficiente di correlazione tra la crescita del PIL e quella del valore aggiunto di 12 settori di attività tra il 1985 e il 2016 (media di 15 paesi)



Fonte: Coface

### Grafico 10

Crescita del PIL mondiale e tasso di margine netto delle imprese quotate del settore auto



Fonte: Thomson Worldscope, Coface

Una ripresa dell'attività economica cambia le percezioni delle famiglie e delle imprese, in particolare quando è globale. Il tasso di disoccupazione si riduce, i consumatori sono più fiduciosi e consumano di più, in particolare beni durevoli come le auto. In periodi di ripresa, i tassi di interesse restano bassi facilitando la capacità delle famiglie di indebitarsi per finanziare l'acquisto di autoveicoli. Nelle economie avanzate, i veicoli sono sempre più finanziati da contratti di leasing con opzione di acquisto. È il caso del Regno Unito e degli Stati Uniti, due paesi in anticipo sul ciclo delle vendite auto rispetto alla Zona euro.

Il grafico 10 mette in luce una divergenza tra il tasso di crescita del PIL e quello del margine netto degli attori del settore dal 2011 (rapporto tra il margine netto e il fatturato). Il rallentamento della crescita mondiale non ha impedito a costruttori e fornitori di componenti di registrare tassi di redditività storicamente elevati, e quindi un tasso di indebitamento netto in diminuzione (20,8% a fine 2016). Grazie al supporto anticiclico di numerosi stati alla propria industria automobilistica (attraverso programmi di incentivi alla rottamazione negli Stati Uniti e in Europa occidentale, così come le agevolazioni fiscali in Cina), i costruttori hanno potuto vendere i propri autoveicoli durante i periodi di recessione. Inoltre, l'inserimento continuo di elementi tecnologici nei veicoli, soprattutto per rispondere alle esigenze ambientali e al desiderio dei consumatori di beneficiare di aiuti alla guida, favorisce una maggiore redditività. I fornitori di primo livello non sono da meno, dal momento che ricoprono sempre di più il ruolo di fornitori di innovazioni (e non più solamente di beni materiali).

In questo contesto, malgrado sia necessario distinguere tra prospettive di crescita e rischio di credito, non sorprende che il settore auto sia in media il meno a rischio nel mondo, secondo le valutazioni Coface (vedere la sezione relativa alle revisione delle valutazioni rischio paese e settoriali) dopo il settore farmaceutico. Dopo il Brasile nel primo trimestre, oggi riclassifichiamo l'auto in Russia e in Italia (nonostante il settore auto in Cina sia declassato).

13/ <http://www.coface.com/News-Publications/Publications/Recovery-in-global-growth-more-than-a-flash-in-the-pan>

## RIQUADRO 2

**Petrolio: lo scetticismo prevale sul mercato dopo sei mesi di sforzi vani**

Il 30 novembre 2016, all'indomani di un accordo storico di limitazione della produzione tra i membri dell'OPEC (l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio) e i suoi partner (tra cui la Russia), un cauto ottimismo si è impossessato degli attori del mercato dell'oro nero, spingendo i prezzi del Brent e del West Texas Intermediate (WTI) al di sotto della soglia simbolica di 50 dollari. Sei mesi dopo l'inizio dell'attuazione effettiva dell'accordo, il 1° gennaio 2017, il cauto ottimismo ha lasciato spazio allo scetticismo.

**L'OPEC gioca alle proroghe**

Questo dubbio trova origine nell'ammissione di fallimento da parte dell'OPEC e dei suoi partner di fronte all'obiettivo annunciato di riequilibrare il mercato per mettere fine a un eccesso di offerta persistente che ha provocato il crollo dei prezzi del petrolio a partire dall'estate 2014. Infatti, durante il meeting a Vienna, il 25 maggio scorso, per valutare l'efficacia di una diminuzione volontaria della produzione globale di 1,8 milioni di barili al giorno, i rappresentanti dell'OPEC e dei paesi che hanno preso parte all'accordo hanno dovuto constatare, malgrado il rispetto degli impegni presi a novembre, che lo scarto tra offerta e domanda tardava a colmarsi, e soprattutto, che gli stock mondiali erano ancora a un livello più elevato rispetto alla creazione delle quote stabilite.

Inoltre, a fine maggio 2017, le riserve dell'OPEC superavano di oltre 250 milioni di barili al giorno la loro media a cinque anni, mettendo in pericolo la credibilità dell'accordo del cartello. Nell'accordo sottoscritto lo scorso novembre, i ministri dell'OPEC e non OPEC convenivano sulla possibilità di una proroga, diventata una necessità durante i due vertici. Tuttavia, al contrario di quanto stabilito a novembre 2016 dai ministri, i mesi di prolungamento della riduzione volontaria non sono sei ma nove, ossia fino alla fine del primo trimestre 2018. L'estensione di tre mesi, ampiamente prevista, ha però deluso gli investitori. Da quel momento, i prezzi hanno subito un ulteriore crollo al di sotto dei 50 dollari.

**L'offerta americana in aumento**

Sebbene l'influenza dell'OPEC sulla produzione mondiale abbia modellato per molto tempo la curva dei prezzi dell'oro nero, il cartello, che attualmente conta solo per un terzo della produzione

mondiale, non può che constatare l'inefficacia della sua impresa di riequilibrio del mercato. Infatti, mentre l'OPEC ha diminuito la sua produzione, questa scelta ha alimentato il dinamismo della produzione negli Stati Uniti, al rialzo nel secondo semestre 2016. Da 8,4 milioni di barili al giorno a luglio 2016, il volume del greggio prodotto è passato a 9,3 milioni di barili al giorno in 12 mesi, sostenuto soprattutto dall'industria del petrolio grezzo (di cui fa parte il petrolio proveniente dal gas di scisto). L'aumento costante dei dati di Baker Hughes sulle piattaforme di trivellazione in attività, suggerisce che l'incremento osservato della produzione americana nel primo semestre 2017 dovrebbe proseguire. Così, sulla scia della produzione americana, i rapporti di giugno dell'International Energy Agency (IEA) e dell'OPEC hanno rivisto le loro previsioni di crescita dell'offerta di petrolio al rialzo per il 2017 e 2018. L'incremento della produzione non è comunque interamente imputabile agli Stati Uniti.

**L'OPEC è ostacolato da due suoi membri**

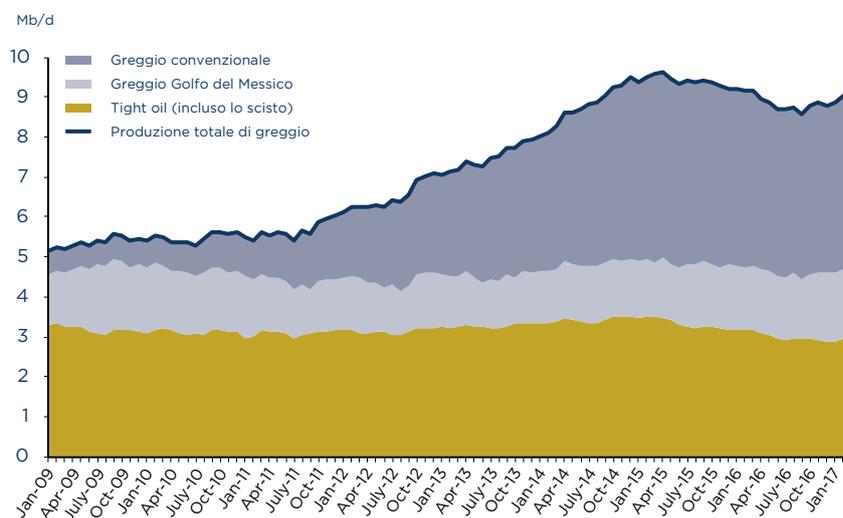
La Libia e la Nigeria, membri dell'OPEC esenti dalle limitazioni di produzione a causa dei forti disordini che hanno colpito gli impianti di produzione in questi due paesi, contribuiscono a ridurre l'efficacia dell'azione dei colleghi del cartello. La ripresa dell'attività di numerosi impianti di

produzione, confermata nelle ultime settimane del secondo trimestre 2017, potrebbe consentire alla produzione di raggiungere gli 1,3 milioni di barili al giorno in Libia e i 2,2 milioni di barili al giorno in Nigeria entro la fine dell'anno, contro rispettivamente 528.000 barili al giorno e 1,6 milioni di barili al giorno nel mese di ottobre 2016 (che è servita come base di riferimento per le riduzioni di produzione dell'OPEC). Anche se raggiungessero solo la metà di questi obiettivi, l'aumento della produzione pregiudicherebbe di quasi un terzo gli sforzi fatti dagli altri membri dell'OPEC e i loro partner.

**L'incremento della domanda è più lento del previsto**

I fattori di aumento della produzione globale si accumulano e, allo stesso tempo, i segnali che il consumo mondiale cresce a un ritmo meno sostenuto del previsto si sono moltiplicati. I dati del primo semestre 2017 rivelano, infatti, una certa debolezza della domanda asiatica, in India soprattutto, ed Europea. Le prospettive di ripresa per il 2018 non sono più positive. L'International Energy Agency (IEA) indica nel suo ultimo rapporto che l'anno prossimo la crescita della produzione supererà quella della domanda. Alla luce del livello attuale degli stock, della produzione e della domanda ma anche delle prospettive di evoluzione di questi diversi indicatori, gli investitori dichiarano un forte pessimismo.

**Grafico 11**  
Produzione del greggio negli Stati Uniti



Fonte: Energy Information Administration

# Revisione delle valutazioni rischio paese

PAESE		Valutazione prec.		Nuova valutazione
GIAMAICA		C	↗	B
PORTOGALLO		A4	↗	A3
RUSSIA		C	↗	B
SPAGNA		A3	↗	A2
UZBEKISTAN		D	↗	C

PAESE		Valutazione prec.		Nuova valutazione
BAHREIN		B	↘	C
BURUNDI		D	↘	E
EL SALVADOR		B	↘	C
ISOLE MAURITIUS		A3	↘	A4
NAMIBIA		A4	↘	B
QATAR		A3	↘	A4

## RISCHIO DI INSOLVENZA DELLE IMPRESE

<b>A1</b>	Molto basso
<b>A2</b>	Basso
<b>A3</b>	Abbastanza moderato
<b>A4</b>	Moderato
<b>B</b>	Poco elevato
<b>C</b>	Elevato
<b>D</b>	Molto elevato
<b>E</b>	Estremo
	Riclassificazione
	Declassamento

### Spagna ↗ (riclassificazione da A3 ad A2)

L'economia dovrebbe crescere più rapidamente del previsto nel 2017, con un tasso di crescita prossimo al 2,9%. La ripresa economica registrata nel corso dei primi tre mesi dell'anno è in parte legata a un forte contributo da parte delle esportazioni. Queste sono aumentate del 14,1% su base annuale nel primo trimestre 2017, sostenute da un aumento della domanda dei mercati emergenti e da una tendenza economica europea positiva. I consumi dovrebbero rimanere solidi, grazie a un mercato del lavoro dinamico che crea occupazione e a un calo del tasso di disoccupazione.

### Giamaica ↗ (riclassificazione da C a B)

Il paese ha concluso la prima revisione di un accordo di stand-by del FMI in aprile, dopo aver raggiunto l'obiettivo di saldo di bilancio primario attivo e completato le prime riforme. Il debito pubblico globale dovrebbe attestarsi al 109% del PIL nel 2017, contro il 115% nel 2016 e il 145% nel 2012. La crescita del PIL reale è stata positiva per sette trimestri consecutivi, l'economia dovrebbe crescere del 2% nel corso dell'anno 2017-2018, trainata dal settore agricolo, dalle costruzioni e dal turismo. L'inflazione ha raggiunto un minimo storico nel 2016 e dovrebbe attestarsi al 5% nel 2017. La fiducia degli investitori è ai massimi livelli.

### Uzbekistan ↗ (riclassificazione da D a C)

La crescita economica è dinamica e sarà sostenuta dalla realizzazione di progetti di infrastrutture grazie ai finanziamenti ottenuti dalla Banca Mondiale e dalla Banca Europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERD). L'aumento dei prezzi di alcune materie prime (cotone; oro) è favorevole per le esportazioni del paese. L'orientamento del nuovo Presidente Mirziyoyev, più propenso alle riforme economiche, dovrebbe rivelarsi positiva per il clima degli affari e degli investimenti.

**Portogallo ↗**  
(riclassificazione da A4 ad A3)

Dopo essere aumentato dell'1,4% nel 2016, il PIL del Portogallo subirà un incremento del 2% nel 2017 e dell'1,7% nel 2018. Il contributo dell'edilizia rimarrà significativo, la domanda estera e l'effetto del deprezzamento reale dell'euro dovrebbero più che compensare l'effetto negativo associato all'aumento del prezzo del petrolio. La crescita dei consumi sarà dinamica, ma crescerà a un ritmo più lento rispetto al 2016 a causa di un'inflazione più elevata. Infine, la decisione della Commissione Europea di stabilire un termine alla procedura di deficit eccessivo del Portogallo segna un punto di svolta e rivela una fiducia crescente nell'economia. Nel 2016 il deficit pubblico rappresentava solo il 2,0% del PIL, in calo rispetto al 2015 (4,4%). Tuttavia, il debito pubblico rimane elevato e il paese è ancora classificato nella categoria speculativa da parte delle agenzie di rating.

**Russia ↗**  
(riclassificazione da C a B)

L'economia sta ripartendo. Gli investimenti sono aumentati del 2,3% su base annua nel 1° trimestre 2017. La produzione industriale è in aumento (+2,3% su base annua in aprile); le vendite al dettaglio non sono diminuite (0% in aprile), sostenute da un livello di inflazione meno elevato, che raggiunge l'obiettivo fissato dalla Banca Centrale (4%). I profitti delle imprese aumentano (+5% su base annua nel 1° trimestre 2017), soprattutto nei settori estrattivi, nella produzione di elettricità e gas e nell'immobiliare. La ripresa è lenta e limitata, in particolare nel settore manifatturiero, dove i redditi netti delle imprese continuano a diminuire.

**Bahrein ↘**  
(declassamento da B a C)

Gli indicatori del debito interno ed estero del Bahrein restano deboli. Le riserve ufficiali coprono meno di un mese di conto corrente, il deficit finanziario ha raggiunto il 13,5% del PIL nel 2016 e il rapporto debito / PIL il 60%, il più elevato tra i paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo - CCG - (che potrebbe raggiungere il 90% del PIL entro il 2021). Per la riduzione del deficit occorrerà del tempo, dipenderà dal prezzo del petrolio e dal consolidamento finanziario. Nel 2018, l'attività economica rallenterà (dal 2,3% nel 2017 al 2% nel 2018), dal momento che il rallentamento dell'Arabia Saudita, suo vicino, pesa sull'attività commerciale e turistica. L'apprezzamento del dollaro americano potrebbe causare un deterioramento della competitività internazionale (essendo il dinar legato al dollaro), rischiando di attenuare la crescita del PIL non petrolifero.

**Burundi ↘**  
(declassamento da D a E)

I disordini interni continuano, innescati dall'elezione per il terzo mandato di Pierre Nkurunziza a metà del 2015. La crisi politica pesa fortemente sull'economia e dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi. Inoltre, è poco probabile che le sanzioni dell'Unione Europea vengano cancellate, in quanto nessun progresso significativo è stato realizzato. Le riserve di cambio sono ormai spaventosamente basse. Di conseguenza, il paese sta conoscendo una carenza di carburante, compromettendo ulteriormente le prospettive economiche già poco positive. L'inflazione è pari al 20% circa; il rischio di disordini quindi aumenta fortemente.

**Isole Mauritius ↘**  
(declassamento da A3 a A4)

Mauritius è caratterizzata da un contesto degli affari particolarmente poco favorevole, negli ultimi anni nessuna riforma importante è stata messa in atto da parte delle autorità. Di conseguenza, il paese è stato declassato nelle classifiche internazionali e dalla Banca Mondiale. A gennaio, le dimissioni del primo ministro Anerood Jugnauth, per cause di salute, e il passaggio al potere del figlio, Pravind Jugnauth, ha risvegliato le tensioni e aumentato il rischio di instabilità politica in un contesto economico che rimane relativamente stabile.

**Namibia ↘**  
(declassamento da A4 a B)

Nell'ultimo trimestre 2016, il paese è entrato in recessione tecnica, registrando un aumento del PIL dello 0,2% per l'intero anno. Le prospettive 2017 sono modeste, malgrado una ripresa nel settore minerario. La spesa pubblica più ridotta e una politica monetaria più restrittiva che limita i consumi, pesano sulla crescita. La debolezza dell'attività in Sudafrica, principale partner commerciale della Namibia, rischia di avere un impatto negativo sul paese. Infine, il sostegno di Hage Geingob per il nuovo quadro di emancipazione economica potrebbe danneggiare un'economia già in crisi.

**Qatar ↘**  
(declassamento da A3 a A4)

I Paesi del Golfo hanno preso misure nei confronti del Qatar: blocco dell'accesso via terra, marittimo e aereo ed espulsione dei funzionari, dei residenti e dei visitatori del Qatar dall'Arabia Saudita e dagli Emirati Arabi. Tali misure potrebbero aggravare le vulnerabilità esterne del paese e mettere sotto pressione la crescita economica (riduzione del commercio regionale, minore redditività delle imprese) così come i conti correnti e pubblici. Il peggioramento della situazione, potrebbe destabilizzare i depositi dei non residenti (17% del PIL nel 2016) e potrebbe essere necessario un supporto da parte del governo per compensare le fuoriuscite di capitali (risorse del Qatar Investment Authority). Il calo degli investimenti diretti esteri e del flusso di portafoglio aggiungerebbe pressione sul sistema di ancoraggio monetario del paese.

**El Salvador ↘**  
(declassamento da B a C)

Le prospettive di crescita si sono rapidamente deteriorate in seguito al peggioramento della situazione politica. Il governo di sinistra, guidato da Salvador Sanchez Ceren, deve far fronte a una debolezza legislativa. Ad aprile 2017, le tensioni politiche sono aumentate quando il Congresso, guidato dall'opposizione, si è rifiutato di sostenere l'aumento del budget necessario a coprire il rimborso di capitale e degli interessi ai fondi pensione locali pari a 57 milioni di dollari, portando al primo default del paese in più di vent'anni. Il pagamento è stato finalmente effettuato; tuttavia la crescente tensione tra le due forze politiche aumenta i rischi legati al pagamento del debito pubblico.

# Revisione delle valutazioni del rischio settoriale

## VALUTAZIONE SETTORIALE DELLE REGIONI

	America Latina	Nord America	Europa centrale e orientale	Europa occidentale	Asia emergente	Medio Oriente e Turchia
Auto	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲
Agroalimentare	▲	▲	▲	▲↑	▲	▲
Chimica	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Costruzioni	▲	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Energia	▲	▲↑	▲↑	▲	▲	▲
Metalli	▲	▲	▲↑	▲	▲	▲
Carta	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Legno	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Farmaceutica	▲	▲	▲↑	▲	▲	▲↓
Distribuzione	▲	▲	▲	▲	▲↑	▲
Tessile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Trasporti	▲	▲	▲	▲	▲	▲

\* Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

RISCHIO DI MANCATO PAGAMENTO DELLE IMPRESE



▲  
Riclassificazione

▲  
Declassamento

## REGIONE AMERICA LATINA

	America Latina	Messico	Argentina	Cile	Brasile
Auto	▲	▲	▲	▲	▲
Agroalimentare	▲	▲	▲	▲	▲
Chimica	▲	▲	▲	▲	▲
Costruzioni	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲
Energia	▲	▲	▲	▲	▲
Metalli	▲	▲	▲	▲	▲
Carta	▲	▲	▲	▲	▲
Legno	▲	▲	▲	▲	▲
Farmaceutica	▲	▲	▲	▲	▲
Distribuzione	▲	▲	▲	▲	▲
Tessile	▲	▲	▲	▲	▲
Trasporti	▲	▲↓	▲	▲	▲

\* Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

### MESSICO

**Trasporti** ▲  
(da rischio moderato a rischio elevato)

Le infrastrutture, sottosviluppate, non dovrebbero conoscere grandi miglioramenti a causa della contrazione delle risorse pubbliche. Secondo i

dati forniti dal Ministero delle Comunicazioni e dei Trasporti (SCT), l'80% delle merci è trasportato in Messico via terra. Quest'anno con la fine delle sovvenzioni, l'aumento dei prezzi del diesel colpirà fortemente il settore dei trasporti. Le spese in carburante contano tra il 35% e il 40% del costo totale dei trasportatori.

NORD AMERICA

	Nord America	Canada	Stati Uniti
Auto			
Agroalimentare			
Chimica			
Costruzioni			
TIC*			
Energia			
Metalli			
Carta			
Legno			
Farmaceutica			
Distribuzione			
Tessile			
Trasporti			

\*Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

STATI UNITI

**Energia**

(da rischio molto elevato a rischio elevato)

La nuova amministrazione americana consoliderà la ripresa del settore petrolifero e del gas del paese. L'allentamento della regolamentazione incoraggerà una maggior attività a monte della filiera. Il prezzo del barile, intorno ai 50 dollari, rivela una sovrabbondanza di greggio persistente malgrado i segnali di rallentamento della domanda energetica da parte dei principali paesi consumatori come la Cina, e gli accordi di riduzione della produzione di petrolio dei paesi membri dell'OPEC e non. Negli Stati Uniti, la produzione di greggio continua a crescere rapidamente con l'aumento del numero di piattaforme di estrazione del petrolio di scisto. L'industria dei servizi petroliferi, incentrata sullo sfruttamento del petrolio e del gas on shore negli Stati Uniti, continua a crescere sebbene lo sfruttamento off shore sia ancora in recessione e numerosi progetti in sospeso.

ASIA EMERGENTE

	Asia emergente	India	Cina
Auto			
Agroalimentare			
Chimica			
Costruzioni			
TIC*			
Energia			
Metalli			
Carta			
Legno			
Farmaceutica			
Distribuzione			
Tessile			
Trasporti			

\*Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

INDIA

**Agroalimentare**

(da rischio elevato a rischio moderato)

Dopo due anni di siccità (2014 e 2015), l'India dovrebbe conoscere nel 2017 una seconda stagione di piogge normali. Nel 2016, le piogge hanno portato a una produzione record di cereali (stimata dal governo a 272 milioni di tonnellate), e a una ripresa della crescita agricola (4,6% per l'esercizio 2016-2017); in linea con la crescita debole dell'economia nel complesso (+0,8% per l'esercizio 2015-2016), e con la contrazione dello 0,3% per l'esercizio 2013-2014.

CINA

**Auto**

(da rischio moderato a rischio elevato)

Il governo cinese ha messo in atto delle misure per limitare le vendite di auto, e ridurre la vendite di veicoli elettrici e le sovvenzioni.

**Distribuzione**

(da rischio moderato a rischio basso)

I ritardi medi di pagamento aumentano malgrado il calo di redditività e la crescita del debito per gli "altri servizi". Le vendite al dettaglio hanno subito un calo in aprile, ma questo può essere attribuito alla forte contrazione delle vendite di auto. La domanda negli altri segmenti rimane stabile.

## EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

	Europa centrale e orientale	Romania	Rep. Ceca	Polonia
Auto	■	■	■	■
Agroalimentare	■	■	■	■
Chimica	■	■	■	■
Costruzioni	■	■	■	■
TIC*	■	■	■	■
Energia	■	■	■	■
Metalli	■	■	■	■
Carta	■	■	■	■
Legno	■	■	■	■
Farmaceutica	■	■	■	■
Distribuzione	■	■	■	■
Tessile	■	■	■	■
Trasporti	■	■	■	■

\*Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

## RISCHIO DI MANCATO PAGAMENTO DELLE IMPRESE

- Rischio basso
- Rischio moderato
- Rischio elevato
- Rischio molto elevato
- ↗ Riclassificazione
- ↘ Declassamento

**POLONIA****Energia ↗****(da rischio elevato a rischio moderato)**

L'elevata redditività delle imprese di raffinazione del petrolio sostiene il settore.

**Metalli ↗****(da rischio elevato a rischio moderato)**

Il settore sarà trainato dai nuovi investimenti in infrastrutture e dalla buona dinamica del settore automobilistico.

**Costruzioni ↗****(da rischio molto elevato a rischio elevato)**

Il nuovo bilancio dell'Unione Europea dovrebbe permettere di ristabilire il livello di investimenti in infrastrutture, diminuito nel 2016. Il settore edilizio è tradizionalmente rischioso, tenendo conto tra le altre cose di numerosi ritardi di pagamento, accentuati dall'auto-liquidazione dell'IVA per le attività di costruzione (aumentando così i problemi di liquidità delle imprese subappaltatrici).

## MEDIO ORIENTE E TURCHIA

	Medio Oriente e Turchia	Turchia	Emirati Arabi	Arabia Saudita
Auto	■	■	■	■
Agroalimentare	■	■	■	■
Chimica	■	■	■	■
Costruzioni	■	■	■	■
TIC*	■	■	■	■
Energia	■	■	■	■
Metalli	■	■	■	■
Carta	■	■	■	■
Legno	■	■	■	■
Farmaceutica	■	■	■	■
Distribuzione	■	■	■	■
Tessile	■	■	■	■
Trasporti	■	■	■	■

\*Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

## EMIRATI ARABI

### Metalli ↗

(da rischio molto elevato a rischio elevato)

Le difficili condizioni del settore delle costruzioni nella regione del Consiglio di Cooperazione del Golfo (CCG) potrebbero pesare sulla domanda di metalli. Il prezzo dei metalli dovrebbe rimanere instabile nel 2017, riducendo i margini di profitto. In Cina, le previsioni di una crescita più lenta della domanda in seguito alla restrizione delle condizioni del credito nel paese, hanno provocato una diminuzione dei prezzi dei minerali di ferro del 15,6% tra gennaio e maggio 2017 rispetto all'anno precedente. Il calo dei prezzi ha cominciato a compromettere i prezzi delle azioni delle principali società minerarie e potrebbero anche colpire i produttori degli Emirati Arabi. Tuttavia, per quanto riguarda i fondamentali domestici, gli Emirati Arabi continueranno a rappresentare un attore chiave della domanda di metalli, sebbene debbano sostenere alcune spese in infrastrutture.

L'organizzazione dell'Esposizione Universale 2020 e una crescita economica più elevata prevista per il 2018 aiuteranno l'aumento dei consumi di acciaio e di alluminio raggiungendo valori a due cifre. La produzione aumenterà tenendo conto dei piani Emirates Global Aluminium e Emirates Steel, facendo del paese il primo esportatore di metallo del Golfo nel prossimo decennio.

### Farmaceutica ↘

(da rischio basso a rischio moderato)

Possibili ritardi di pagamento ad Abu Dhabi a causa della riduzione delle spese da parte del governo per la sanità, generando problemi di liquidità.

## ARABIA SAUDITA

### Farmaceutica ↘

(da rischio basso a rischio moderato)

Fortemente dipendente dalle spese pubbliche, il settore farmaceutico registra le condizioni di pagamento più lunghe.

## EUROPA OCCIDENTALE

	Europa occidentale	Austria	Svizzera	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Spagna
Auto	■	■	■	■	■	■	■ ↗ ■	■
Agroalimentare	■ ↗ ■	■	■	■	■ ↗ ■	■ ↘ ■	■	■ ↗ ■
Chimica	■	■	■	■	■	■	■	■
Costruzioni	■	■	■	■	■	■	■ ↘ ■	■
TIC*	■	■	■	■	■	■	■	■
Energia	■	■	■	■	■	■	■	■
Metalli	■	■	■	■ ↗ ■	■	■	■	■ ↗ ■
Carta	■	■	■	■	■	■	■	■
Legno	■	■	■	■	■	■	■	■
Farmaceutica	■	■	■	■	■	■	■	■
Distribuzione	■	■	■	■	■	■	■	■ ↗ ■
Tessile	■	■	■	■	■	■	■	■
Trasporti	■	■	■	■	■	■	■	■

\*Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

## GERMANIA

### Metalli ↗

(da rischio elevato a rischio moderato)

Le prospettive per il settore dei metalli sono positive, grazie alla stabilizzazione dei prezzi dei metalli e alla dinamica positiva dei settori dei metalli di consumo e dell'auto, delle costruzioni e dell'ingegneria.

## FRANCIA

### Agroalimentare ↗

(da rischio elevato a rischio moderato)

La produzione francese di cereali va meglio nel 2017, dopo i cattivi raccolti del 2016.

**REGNO UNITO****Agroalimentare** ↘**(da rischio elevato a rischio molto elevato)**

L'aumento del costo dei fattori produttivi, dovuto al deprezzamento della sterlina, comincia a pesare sui margini delle imprese in questo settore, fortemente concorrenziale. L'inflazione dei prezzi alimentari è evidente nell'aumento dei prezzi al consumo da parte dei venditori al dettaglio. L'agroalimentare è uno dei settori più esposti alle conseguenze della Brexit, a causa della diminuzione dei finanziamenti pubblici provenienti dalla Politica agricola comune (PAC), della debolezza degli investimenti e dell'aumento dei costi della manodopera.

**ITALIA****Auto** ↗**(da rischio moderato a rischio basso)**

Il settore automobilistico è stato molto dinamico nel 2016, con volumi in aumento (oltre il 15%) grazie soprattutto alla crescita della fiducia dei consumatori, al calo dei prezzi del petrolio, alle campagne promozionali dei costruttori di auto e all'aumento del car sharing. È prevista una dinamica positiva per il 2017.

**Costruzioni** ↘**(da rischio elevato a rischio molto elevato)**

La performance debole del settore edilizio nell'ultimo trimestre 2016 dovrebbe influire sulla redditività delle imprese nel 2017.

**SPAGNA****Agroalimentare** ↗**(da rischio moderato a rischio debole)**

Il settore agroalimentare spagnolo dovrebbe continuare a beneficiare dell'aumento della domanda sia domestica che estera. La sua produzione è cresciuta del 2,1% nel primo trimestre rispetto al trimestre precedente e del 4% su base annua. Per quanto riguarda la domanda estera, le esportazioni agroalimentari rappresentano il 16,7% del totale e sono aumentate del 15,6% all'anno secondo i dati del mese di marzo 2017. Hanno contribuito all'aumento delle esportazioni nazionali (16,9%) per 2,6 punti, il secondo contributo dopo quello dei beni strumentali. Le indagini congiunturali del Ministero del Commercio mostrano che le imprese esportatrici del settore prevedono un incremento della produzione nei prossimi due mesi.

**Metalli** ↗**(da rischio elevato a rischio moderato)**

Secondo i dati della produzione industriale, l'attività siderurgica è aumentata del 4% a dicembre 2016 e dell'1,8% rispetto al 2015, confermando la ripresa lenta del settore che si avvicina al livello del 2011. La produzione di attrezzature nel settore dei metalli è aumentata del 3,3% a dicembre e del 2,3% per l'intero anno. L'attività del ramo delle strutture metalliche continua a registrare un calo di anno in anno, sebbene si percepisca già un miglioramento a breve termine.

**Distribuzione** ↗**(da rischio moderato a rischio basso)**

La dinamica positiva della domanda domestica, trainata dai consumi dinamici delle famiglie, sosterrà il settore distributivo. Le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,6% ad aprile 2017 rispetto al mese precedente e del 2% dall'inizio dell'anno. I canali della grande distribuzione hanno registrato l'aumento più elevato (1,1%) in variazione mensile per il mese di aprile, come anche il piccolo commercio, le cui vendite sono aumentate dello 0,9%. Eccetto le stazioni di servizio, le vendite al dettaglio in tutti i canali di distribuzione sono aumentate del 2,4%.

RISCHIO DI  
MANCATO  
PAGAMENTO  
DELLE IMPRESE

## ALTRI PAESI

	Sudafrica	Russia	Giappone
Auto	■	■ ↗ ■	■
Agroalimentare	■ ↗ ■	■	■
Chimica	■	■	■
Costruzioni	■	■	■
TIC*	■	■ ↗ ■	■
Energia	■	■	■
Metalli	■ ↗ ■	■	■
Carta	■	■	■
Legno	■	■	■
Farmaceutica	■	■	■ ↗ ■
Distribuzione	■ ↘ ■	■	■ ↗ ■
Tessile	■	■	■
Trasporti	■	■	■

\* Tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Fonte: Coface

**RUSSIA****TIC ↗****(da rischio elevato a rischio moderato)**

Il calo dell'inflazione, l'aumento progressivo della domanda e l'aumento della redditività delle imprese private nell'economia russa dovrebbero rafforzare la fiducia delle imprese e sostenere gli investimenti. L'ammmodernamento delle capacità di produzione sosterrà il settore delle tecnologie della comunicazione e dell'informazione.

**Auto ↗****(da rischio molto elevato a rischio elevato)**

Dopo due anni consecutivi di calo, le vendite di veicoli nuovi (veicoli particolari e VLC) sono aumentate del 9,4% a marzo 2017, compensando le diminuzioni dei mesi di gennaio e febbraio precedenti, e permettendo un lieve aumento nel primo trimestre 2017 (il primo dopo più di quattro anni). Questa tendenza dovrebbe proseguire lentamente, favorendo una lieve ripresa del mercato dell'auto nel 2017 (+11% secondo le previsioni di Oxford Economics), in particolare per i veicoli commerciali leggeri.

La produzioni di veicoli nuovi crescerà nel 2017, sostenuta dall'aumento della domanda interna.

**GIAPPONE****Farmaceutica ↗****(da rischio moderato a rischio basso)**

La redditività del settore peggiora.

**Distribuzione ↗****(da rischio elevato a rischio moderato)**

La domanda interna non ha ancora ritrovato il livello registrato prima dell'aumento dell'IVA, ma nel 2016 e all'inizio del 2017 le vendite al dettaglio sono cresciute (3,2% in aprile, contro il 2,1% a marzo), grazie a salari più elevati. Il premier Shinzo Abe dovrebbe rinviare al 2019 il nuovo aumento dell'IVA. Il deprezzamento dello yen ha favorito le esportazioni e le entrate del turismo. Questa tendenza potrebbe diminuire se lo yen subisse un ulteriore apprezzamento, anche se l'aumento del divario con i tassi di interesse americani dovrebbe, almeno in teoria, continuare ad esercitare pressioni al deprezzamento.

**SUDAFRICA****Distribuzione ↘****(da rischio moderato a rischio elevato)**

L'elevata disoccupazione (27,7% nel primo trimestre 2017), l'inflazione (5,3%) e le incertezze politiche pesano sul settore sudafricano della distribuzione. Tutti questi fattori dovrebbero continuare ad influire negativamente per i prossimi mesi. Dopo un lieve aumento nel 2016 (+1,9%), le vendite al dettaglio si sono contratte su base trimestrale per la prima volta dal 2009 (-1,0% nel primo trimestre 2017).

**Agroalimentare ↗****(da rischio elevato a rischio moderato)**

Il sotto-indice generale delle condizioni agricole è migliorato di quattro punti nel primo trimestre 2017, attestandosi a 69. Questi dati aprono prospettive favorevoli per la produzione 2016-2017. Le prime stime del Comitato Nazionale delle Colture sono pari a 16,21 milioni di tonnellate per l'estate 2017 (+72% rispetto alla stagione precedente, eccezionalmente debole). Questa potrebbe essere il migliore raccolto dal 2013-2014, complice un clima più clemente.

**Metalli ↗****(da rischio molto elevato a rischio elevato)**

Il 2015 è considerato un annus horribilis per l'industria siderurgica mondiale. Il prezzo della lega è sceso al livello più basso dal 2001, numerosi produttori di acciaio sono stati costretti a ridurre le proprie capacità produttive o chiudere le attività. Ma nel 2017 l'industria sembra ripartire. La produzione mineraria globale è aumentata del 7,2% nel primo trimestre 2017, in particolare la produzione di platino.

**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.

