

EMIRATI ARABI UNITI

La crisi di *Dubai World* ha posto l'accento su due aspetti sottostimati dal mercato: la valutazione del rischio delle società *quasi-sovereign* (*Governamental Related Entities, GREs*) e la trasparenza dei dati finanziari e dei bilanci dei *corporate*. Sebbene le prospettive di crescita per la federazione siano positive, grazie alle politiche fiscali espansive sostenute dall'aumento del prezzo del greggio, l'attività di *lending* sarà ridotta e l'avversione al rischio rimarrà alta. Le possibilità di accesso al credito saranno necessariamente legate ad un miglioramento nella *corporate governance* e alla maggiore trasparenza nella qualità e frequenza dei *reporting* finanziari.

COUNTRY RISK MAP 2010

SACE pubblica la nuova edizione della mappa dei rischi, evidenziando un aumento del rischio del 2,8% rispetto ai valori di fine 2008. Europa Emergente e CSI sono i paesi più colpiti, a causa dell'aumento del rischio economico-finanziario e del deterioramento del merito di credito. Segnali positivi provengono dai paesi MENA che registrano miglioramenti in termini di rischio politico. Asia e America Latina offrono uno scenario eterogeneo: l'aumento del livello di rischio registrato complessivamente in entrambe le aree è bilanciato dalla presenza di paesi capaci di contrastare gli effetti della crisi da una posizione privilegiata.

Clementina Colucci
c.colucci@sace.it

EAU: “RICOSTRUIRE”, MA DA DOVE?

La crisi di Dubai è il risultato di vulnerabilità già presenti nel sistema che la congiuntura internazionale ha esacerbato

Dubai contribuisce per il 30% al PIL EAU, e per ben il 50% al debito estero dell'intera federazione

Nel 2009 la recessione, la contrazione del mercato dei capitali e la fine della bolla immobiliare hanno colpito i tre principali motori della crescita degli Emirati: i ricavi petroliferi, il commercio e il mercato del *real estate*. La situazione si è aggravata lo scorso 25 novembre con la richiesta di *Dubai World (DW)*, società dell'omonimo emirato, di una moratoria nei pagamenti su circa US\$ 26 miliardi di debito delle sue controllate, *Nakheel* e *Limitless*.

La crisi di Dubai è la conseguenza, inoltre, dell'alta esposizione debitoria di *Dubai Inc.* (a cui fa capo *DW*) accumulata tra il 2004-2008 al fine di finanziare lo sviluppo residenziale e commerciale dell'emirato. Il già esistente *rischio di maturity mismatch*, ossia la mancata coincidenza tra la durata del debito contratto (a breve) e la durata dei crediti derivanti dalle proprietà immobiliari (il cui orizzonte è a medio termine), è stato accelerato dal crollo del mercato del *real estate* e dalla crisi globale.

LA LEZIONE DI DW

Che cosa ha evidenziato la vicenda *DW*? In primo luogo **l'incapacità del mercato nel distinguere la natura delle entità quasi-sovrane rispetto al governo**. *DW* è infatti presieduta dal sovrano di Dubai, che peraltro è anche primo ministro degli Emirati: questa circostanza ha implicitamente portato a considerare *DW* come entità sovrana, o in qualche modo beneficiaria di una garanzia implicita del governo.

In secondo luogo **la mancanza di trasparenza nei bilanci delle società** non ha consentito di quantificare e valutare il livello di indebitamento dei *corporate*. Gran parte dello sviluppo di Dubai tra il 2003-2008 è stato finanziato attraverso debito che ha raggiunto gli US\$ 80 miliardi, equivalente al 123% del suo PIL. Ma se da un lato il debito estero di Dubai rappresenta il 50% del debito degli Emirati, dall'altro il contributo al PIL dell'intera federazione si limita al 30%. Solo nel 2009 il servizio del debito rappresentava il 29% del PIL, uno dei più alti tra le economie emergenti.

Le agenzie di rating iniziano a valutare il merito di credito delle GREs su base stand alone

Tali fattori hanno portato **le agenzie di rating ad assumere un atteggiamento più restrittivo nei confronti delle *Governmental Related Entities (GREs)*** che non siano direttamente parte o formalmente garantite dall'esecutivo. Dal dicembre 2009 hanno subito un *downgrade* non solo le società collegate a *DW*, ma anche recentemente società di Abu Dhabi, tra cui *Mubadala Development Company* (da Aa2 a Aa3), *Abu Dhabi National Energy Company* (da Aa2 a A3) e *Dolphin Energy* (da Aa3 a A1). Il processo di *review* delle agenzie di rating ha l'obiettivo di definire il merito di credito di tali società sulla base di un profilo di rischio *stand alone*; e se da un lato ha reso più caro il ricorso al *funding internazionale*, dall'altro nel medio-lungo termine contribuirà ad una più chiara percezione del rischio.

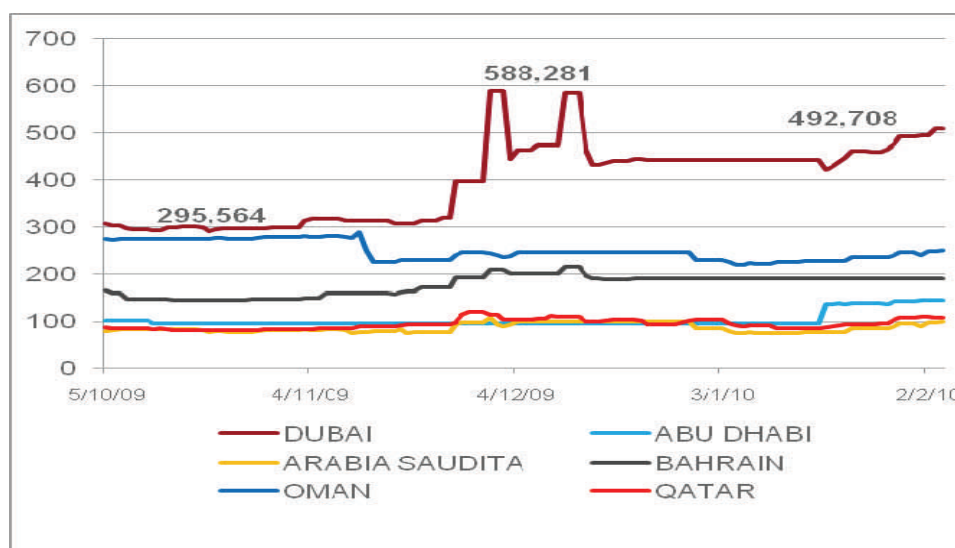
IL CONTAGIO REGIONALE E INTERNAZIONALE

La crisi di *DW* ha senz'altro avuto ripercussioni sul resto dei paesi del *Gulf Cooperation Council (GCC)*, ma brevi e circoscritti. In termini finanziari **l'esposizione dei bilanci di banche e istituzioni finanziarie è stata contenuta**; infatti i CDS sovrani a 5 anni dei principali paesi dell'area, come l'Arabia Saudita, il Qatar, l'Oman e il Bahrain a dicembre, dopo il *bail out* di Abu Dhabi, si sono riassetati sui livelli pre-crisi.

Anche **in termini economici si prevede che l'impatto sarà gestibile**, considerando che l'economia di Dubai contribuisce per il 10% a quella dei paesi GCC e che anche il flusso commerciale intra-regionale si attesta su livelli a una cifra. L'impatto più significativo sarà evidente nel declino delle attività correlate alle costruzioni e al *real estate* di tutta la regione.

L'impatto sui CDS della ristrutturazione del debito di Dubai nella regione è contenuto

IMPATTO NEI PAESI GCC DELLA CRISI DI DW SUI CDS SOVRANI A 5 ANNI



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Bloomberg

Interessante invece **l'impatto che il crollo del settore immobiliare avrà su alcune economie** fuori dalla regione, soprattutto in Bangladesh, Egitto e India, le cui rimesse dei migranti ammontavano insieme a quelle dei pakistani e indiani nel 2008 a US\$10 miliardi.

Anche sul lato delle economie avanzate, in base alle informazioni disponibili si prevede che l'esposizione diretta delle banche internazionali agli Emirati non abbia un significato sistemico.

I governi hanno messo in atto con vigore politiche monetarie e fiscali

Ancora deficit di bilancio per Dubai, mentre Abu Dhabi cresce grazie all'oil

Si prevede un aumento degli IPO e dei processi di privatizzazione

GLI INTERVENTI A SOSTEGNO DEL SISTEMA FINANZIARIO ED ECONOMICO

Rassicurazioni agli investitori internazionali sono provenute sia dal **bail out di Abu Dhabi**, che ha impedito il *default* di *Nakheel* evidenziando la solidità dell'economia degli Emirati, che dall'introduzione a Dubai di **un nuovo regime fallimentare (*Insolvency Law*)** per agevolare la riorganizzazione e ristrutturazione di *DW* e delle sue controllate, nonché il riconoscimento dei diritti dei creditori.

Già nel 2009 gli EAU avevano adottato misure per rilanciare l'economia e il sistema finanziario, quali l'adozione di una politica fiscale espansiva, ricapitalizzazioni di banche, nonché l'annuncio di un programma di U\$ 20 miliardi a supporto delle società pubbliche di Dubai (finanziato dalla banca centrale EAU e da Abu Dhabi) attraverso il *Dubai Financial Support Fund (DFSF)*. A queste si sono aggiunte recentemente il taglio dei tassi interbancari e della spesa pubblica (-15% nel 2010) al fine di ridurre il deficit di bilancio di U\$ 1 miliardo (il budget sarà in deficit per il secondo anno consecutivo, -1,1 nel 2009 e -1,6 nel 2010).

LE PROSPETTIVE NEL 2010

Nonostante le prospettive di ripresa del commercio mondiale nel 2010 per Dubai sarà un anno difficile, segnato dalla gestione e risoluzione della vicenda di *DW*. La **mancanza di risorse del governo dell'emirato** per stimolare la crescita, nonché l'evidente difficoltà di accesso al credito lasciano l'economia in stagnazione.

Diverse invece le prospettive di Abu Dhabi che può contare su un **aumento dei ricavi** legati al rialzo del prezzo del petrolio (stime per il 2010 a circa U\$75 al barile) al fine di finanziare la spesa in infrastrutture e di diversificare l'economia (PIL stimato del 2%). La posizione fiscale degli Emirati rimane solida con un surplus che raggiungerà il 10% del PIL nel 2010. Anche i conti con l'estero si rafforzano con un surplus delle partite correnti che si attesterà al 7%.

Tuttavia per gli EAU la propensione al rischio del sistema bancario rimane complessivamente alta. In questo scenario, nella seconda parte dell'anno aumentano le IPO e i processi di privatizzazione delle GREs.

LE "RISTRUTTURAZIONI" DEGLI EAU

Quali le sfide per gli EAU? Prioritaria sarà una **risoluzione equa e rapida del debito di DW**.

Ma tale processo dovrà essere accompagnato da una "ristrutturazione qualitativa" con interventi strutturali sul modello di sviluppo degli Emirati. In particolare si tratta di adottare misure finalizzate a: una **maggiore trasparenza delle istituzioni e dei loro reporting finanziari**, una **riorganizzazione operativa delle GREs** sulla base di criteri commerciali, un **piano di intervento nel settore bancario** per far fronte al deterioramento degli *assets* e all'aumento dei *NPLs* e infine una **semplificazione delle attività e istituzioni a livello federale e nazionale**.

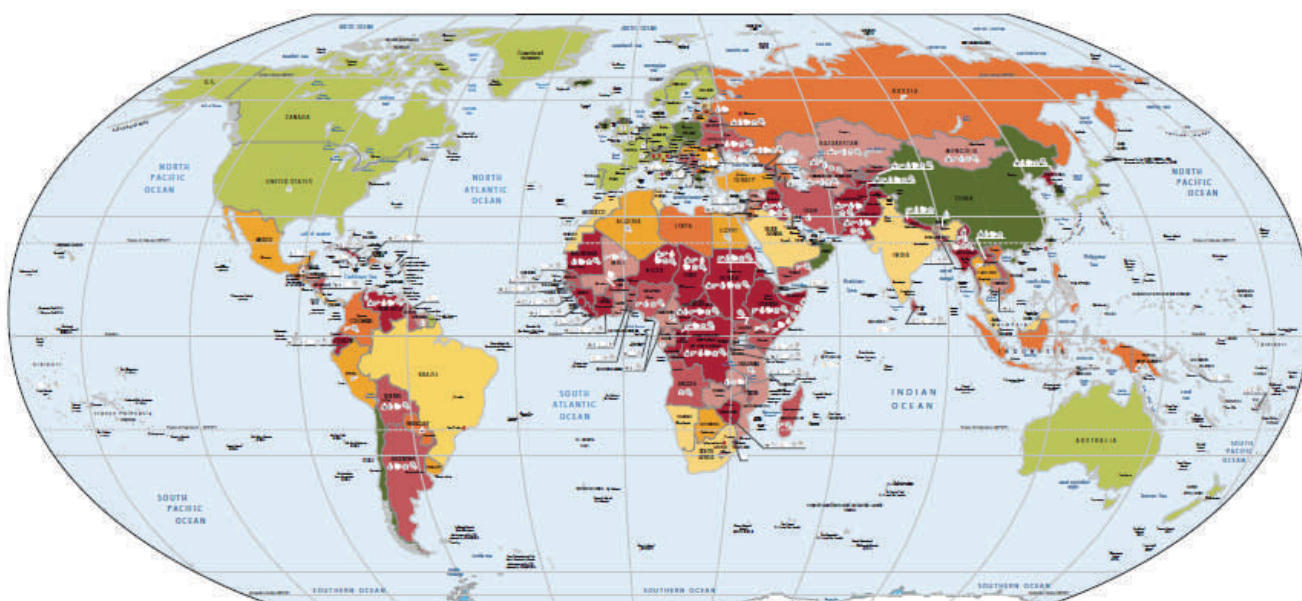
Federica Pocek
f.poccek@sace.it

**Country Risk
Map:
una visione
globale del
rischio paese**

UNA MAPPA PER ORIENTARSI TRA I RISCHI

Affacciarsi al 2010, in particolare per le imprese italiane che guardano ai mercati esteri, significa anche tenere in considerazione i significativi cambiamenti che hanno recentemente caratterizzato le economie avanzate, ma anche i paesi emergenti. **Una fotografia del rischio paese** offre un utile strumento con cui analizzare tali cambiamenti avvenuti nei singoli paesi, mantenendo **una visione d'insieme, dopo un anno complesso in cui la crisi internazionale ha messo duramente alla prova tutte le economie** e i sistemi finanziari, scoprendo le fragilità politico-istituzionali e accentuando le criticità a livello operativo. Con questo obiettivo SACE pubblica la nuova mappa dei rischi,² illustrando graficamente lo scenario globale come si presenta agli inizi del 2010.

SACE COUNTRY RISK MAP 2010



Fonte SACE

L'indice di rischio globale cresce del 2,8% da fine 2008

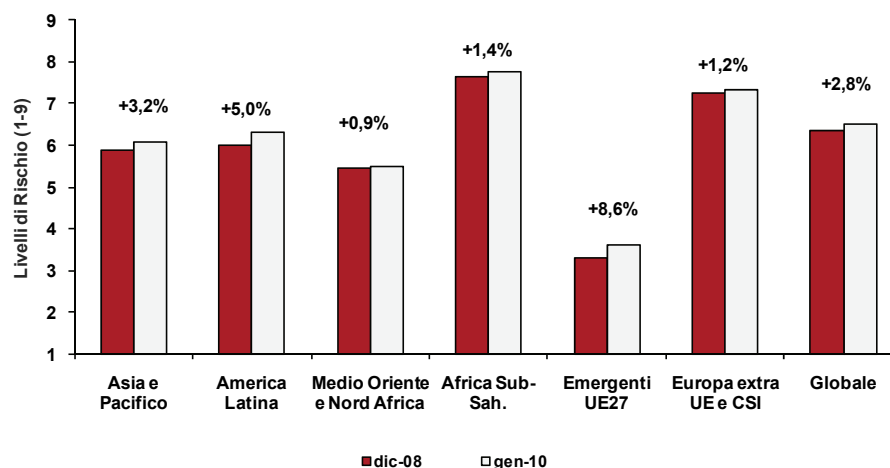
Continua a crescere il livello del rischio a livello globale. Secondo quanto rilevato dall'indice di rischio SACE (Global Market Risk Index), che analizza e misura i rischi politici, economici, finanziari ed operativi di oltre 180 paesi, il peggioramento appare diffuso. **Sebbene l'aggravamento sia di differente intensità a seconda dei casi, nessuna delle aree geografiche è riuscita infatti a registrare variazioni positive.** All'inizio del 2010 livello di rischio globale ha raggiunto il livello di 6,5 in una scala da 1 a 9 (dove 9 è il rischio più elevato), **crescendo del 2,8% rispetto al livello di 6,3 registrato a fine 2008.**

¹ Con il termine Rischio Paese si intende l'insieme dei rischi connessi alle attività di *business* in un paese estero, dove possono verificarsi rischi aggiuntivi non presenti nel paese di origine dell'investimento. Tali rischi possono principalmente emergere dalle differenze di natura politica, economica, sociale o geografica esistenti tra il paese originario dell'investitore ed il paese in cui viene effettuato l'investimento (Meldrum D.H. (2000), *Country risk and foreign direct investment**, in *Business Economics*, July).

² http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/DMG/countryrisk/mappa_rischi_it.pdf

CRESCE IL RISCHIO IN TUTTE LE GEOGRAFIE

(Variazione dei livelli di rischio per area)



Fonte: SACE, gennaio 2010

Gli effetti della crisi contribuiscono alla crescita del rischio di credito

Si aggrava il rischio in Europa emergente, in particolare sotto il profilo del merito di credito. Nel 2009 a causa degli effetti della crisi e del minore accesso al credito è **umentato il rischio di credito a livello globale**. Alcuni paesi hanno sperimentato un incremento particolarmente significativo in tale ambito, come quelli appartenenti all'area dell'Europa Emergente (16,9%) e, in misura minore, i paesi CSI e quelli europei non appartenenti all'UE (4,8%), rispetto ad una media mondiale dell'1,5%. Nella metodologia adottata da SACE, la categoria OCSE, con cui si esprime il rischio di credito, è uno degli aspetti inclusi nella valutazione del rischio complessivo. In particolare, l'indice ha registrato il deterioramento del merito di credito di Estonia, Lettonia, Lituania e Ucraina, segnate da due variazioni in termini negativi nell'arco temporale di un anno.

In controtendenza l'Africa Sub-Sahariana dove, nonostante le difficoltà derivanti dalla crisi internazionale si registrano gli **upgrade della categoria OCSE** di alcuni paesi. Tra questi Camerun e Capo Verde hanno visto riconoscersi in sede internazionale un miglioramento del proprio merito di credito, grazie al miglioramento della *performance* economica a fronte di una situazione politica stabile.

Segnali eterogenei emergono dal continente latino-americano. Anche l'America Latina, a livello regionale, sperimenta nel corso di questo anno un peggioramento complessivo del rischio (+5,0), guidato in misura maggiore all'aumento rischio economico ed operativo. Tuttavia questo dato, analizzato a livello delle singole economie, rivela che **l'aggravamento del rischio deriva principalmente dal rallentamento di paesi fortemente legati alle esportazioni** e quindi colpiti dall'indebolimento della domanda estera, come Messico e le cosiddette "economie minori", tra cui Giamaica, Uruguay, Paraguay. Sono emerse **difficoltà anche per i paesi maggiormente dipendenti dal settore degli idrocarburi**, che nel 2009 hanno dovuto affrontare la riduzione dei prezzi internazionali delle *commodity* energetiche. In altri casi le politiche introdotte dai governi locali hanno permesso di **contenere gli effetti delle crisi, supportare le economie e mantenere la propria stabilità**, come il Cile, o persino a rafforzare la propria posizione, come il caso del Brasile.

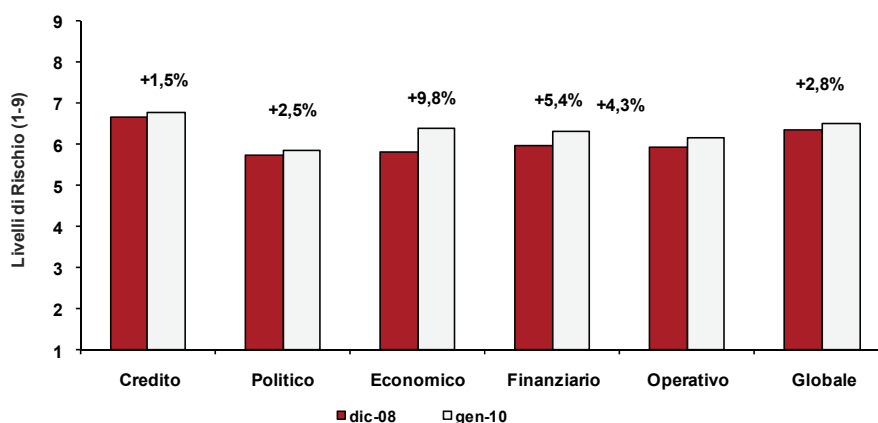
3 Per maggiori approfondimenti sulla metodologia adottata da SACE e sul Global Market Index confronta: http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/DMG/Metodologia_Rischio_Paese.pdf

Decresce il rischio politico nei MENA grazie a riforme istituzionali e miglioramento dei rapporti internazionali

L'Asia emergente traina l'Asia avanzata. L'aumento del rischio, registrato in particolare nella prima metà del 2009, è connesso alle **difficoltà dei paesi asiatici avanzati** (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan, dove il rischio economico è aumentato del 70% da fine 2008), caratterizzati da una struttura economica simile a quella dei paesi avanzati occidentali. Al contrario, le economie asiatiche emergenti, colpite nel passato dalle precedenti turbolenze economico-finanziarie, hanno saputo intraprendere quelle riforme che permettono loro di affrontare da una posizione privilegiata la crisi attuale.

Rischio politico: risultati incoraggianti dai paesi MENA hanno registrato un **minore incremento dei livelli di rischio complessivo**, pari allo 0,9% rispetto a fine 2008 un risultato complessivamente positivo considerando il difficile contesto internazionale. Medio Oriente e Nord Africa hanno infatti subito le pressioni derivanti dai ribassi dei prezzi delle *commodity* energetiche. Altri, maggiormente orientati verso il manifatturiero, hanno sofferto il rallentamento dei principali *partner* commerciali, *in primis* l'UE. Infine, le economie maggiormente integrate a livello internazionale, come Israele e Emirati Arabi Uniti, hanno risentito della crisi in termini di crescita e di ripercussioni sui settori finanziari. In un quadro di difficoltà internazionale, i paesi di questa regione hanno mantenuto un profilo di merito di credito invariato e, nel caso della Siria, si è anche registrato un miglioramento in tale ambito. Inoltre, **grazie ad un progressivo consolidamento delle proprie istituzioni, un percorso di distensione dei rapporti internazionali ed una graduale implementazioni di riforme, hanno ridotto significativamente il proprio livello di rischio politico (-4,1%)**: Siria, Arabia Saudita e Libano sono alcuni dei paesi dell'area che hanno registrati simili miglioramenti.

CRESCIE IL RISCHIO ECONOMICO-FINANZIARIO
(indice di rischio, livelli)



Fonte: SACE.

Difficili pronostici per il futuro. Le previsioni riguardo alle prossime rilevazioni dell'indice di rischio sono principalmente legate alla capacità dei paesi di contrastare gli effetti della crisi. Nell'ipotesi di una ricaduta dell'economia globale le variazioni potrebbero tuttavia essere nuovamente sfavorevoli. **Prospettive di miglioramento non sono tuttavia da escludere, non solo riguardo ai fattori economico-finanziari, ma anche a livello di rischio politico**, dove sono già stati intrapresi cauti miglioramenti.