

# Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



## In sintesi

Ad un anno dall'inizio "formale" della crisi facciamo il punto sulla percezione dei rischi economici, politici e finanziari nelle singole aree.

**America Latina:** l'impatto della crisi sull'America Latina ha determinato un diffuso peggioramento dei rischi economici che tuttavia non dovrebbe durare a lungo. In qualche caso restano elevati i rischi politici, in particolare nei paesi guidati da governi radicali.

**Europa emergente e CSI:** l'area dell'Europa emergente e CSI è la regione più colpita dalla crisi tra i paesi emergenti e probabilmente sarà l'ultima ad uscirne. Soffrono in particolare i conti pubblici ed i settori bancari dei paesi.

**Asia:** nonostante il rallentamento economico complessivamente l'area ha reagito bene alla crisi. Occhi puntati su Cina e India per le prospettive di ripresa.

**Africa Sub sahariana:** in Africa Sub sahariana la ripresa sarà lenta e segnata da vulnerabilità e instabilità legate al deterioramento degli asset bancari, al persistere delle spinte inflazionistiche e ad un possibile peggioramento dei conti con l'estero.

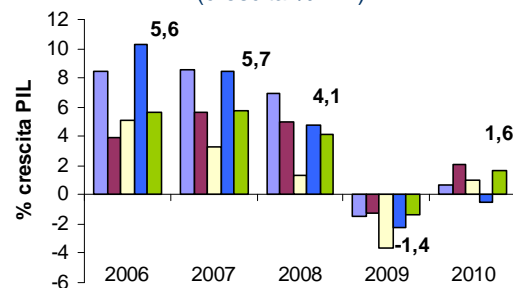
**Medio Oriente e Nord Africa:** recessione economica, pressione sui bilanci e turbolenze sui mercati finanziari sono le principali vulnerabilità registrate dai paesi dell'area mediorientale e del Nord Africa. Tuttavia grazie all'intervento dei governi si attende una ripresa nel breve termine.

## Global outlook: i rischi dopo l'estate

### America Latina: una crisi lampo?

**Economie in rallentamento in America Latina, ma tecnicamente la recessione non durerà più di un anno.** A partire dal 2008 le principali economie dell'area hanno iniziato a mostrare i primi segni di sofferenza e, per la prima volta dopo un quinquennio di boom, i tassi di crescita dei paesi sono risultati in calo. Un ulteriore peggioramento si è registrato nei primi mesi del 2009, con tassi di crescita negativi ed un valore medio regionale pari a -1,4%. A partire dal 2010 tuttavia è atteso un generale recupero dell'attività economica di diversi paesi, in particolare grazie alla ripresa degli Stati Uniti, principale partner commerciale dell'area. Da segnalare il caso del Venezuela, paese per cui la ripresa sarà più lenta a causa del peggioramento della situazione politica e della performance economica.

**Crescita in calo nella regione**  
(crescita % PIL)



■ Argentina ■ Brasile □ Messico ■ Venezuela ■ Media regione

Fonte: FMI, 2009

**Interscambio commerciale in declino, riduzione delle rimesse e calo degli investimenti sono i principali canali di trasmissione della crisi.** La flessione della domanda globale di beni energetici, agroalimentari e manifatturieri ha inflitto una battuta d'arresto



all'export della regione (-4% il valore regionale nel 2009 rispetto all'anno precedente). In particolare il rallentamento degli Stati Uniti ha inciso fortemente sui flussi di investimenti (in gran parte americani, in calo del 64% nel 2009 rispetto al biennio precedente) e sulle rimesse degli immigrati (-12% il valore regionale 2009/2008).

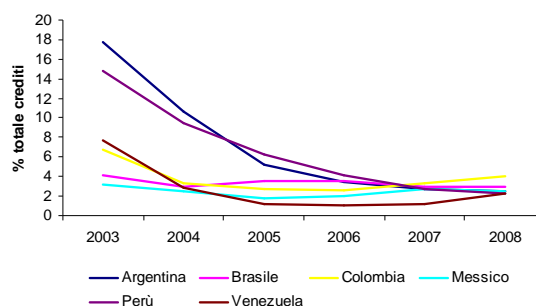
**Grazie ai progressi compiuti nella stabilizzazione macroeconomica quasi tutti i paesi hanno spazio di manovra per contrastare la crisi.** Diversi paesi infatti hanno adottato misure per contrastare gli effetti della crisi, in particolare misure di politica fiscale (sostegno ai consumi, investimenti pubblici, ecc.) e monetaria (diminuzione tassi di interesse, facilitazione dell'accesso al credito per le imprese).

**Rischi politici: instabilità e nazionalismo.** I paesi più rapidi nell'adozione di misure anti-crisi sono quelli che godono di una maggiore stabilità politica, come Cile, Brasile e Repubblica Dominicana. Più difficile invece la gestione della crisi in paesi come l'Argentina, il Perù, l'Honduras dove l'instabilità politica unita alla precarietà economica rischia di acuire i conflitti sociali. Decisamente più grave la situazione dei paesi con governi radicali (Venezuela, Bolivia, Ecuador) in cui l'adozione di politiche populiste (nazionalizzazioni ed espropri) sta mettendo a rischio la presenza degli investitori esteri.

**Rischi economici: vittime illustri.** Il peggioramento dei rischi economici nell'area è stato diffuso, ma a soffrire di più sono i paesi con forti legami economici con gli Stati Uniti e quelli con strutture produttive poco diversificate. I primi, come già detto, hanno subito la flessione della domanda statunitense (tra questi spicca il Messico, in forte crisi e "declassato" in terza categoria OCSE quest'anno), gli altri risentono del calo della domanda e dei prezzi a livello globale di settori "primari" come quello agricolo, turistico e degli idrocarburi.

**Rischi finanziari: segnali di miglioramento.** La *performance* dei mercati finanziari resta un elemento positivo nonostante il contesto di crisi. Lo sforzo di miglior regolamentazione del settore, compiuto da molti paesi nell'ultimo decennio, sta dando i suoi frutti e i settori finanziari dell'area sono rimasti sostanzialmente indenni alla crisi, anche grazie alla loro scarsa integrazione con i mercati finanziari dei paesi avanzati. I principali indicatori di "salute" dei settori bancari evidenziano un miglioramento qualitativo considerevole.

**Migliorano i settori finanziari dei paesi**  
(% non performing loans sul totale dei crediti)



Fonte: IIF, 2009

**Quali prospettive per le imprese italiane.** Nonostante il momento di difficoltà attraversato dall'economia globale, la regione latinoamericana presenta ottime opportunità per i settori classici dell'export italiano come la meccanica strumentale e il settore automobilistico. Le prospettive di una rapida ripresa offrono ottime prospettive a settori minori del *Made in Italy*, in particolare quelli legati alla produzione di beni di consumo.

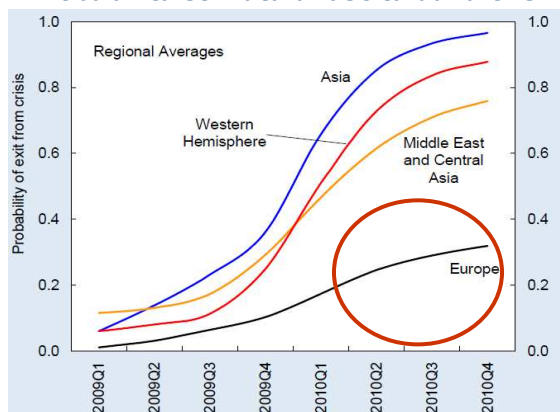
**Europa Emergente e CSI: un'area ancora in affanno**

**La regione è stata la più colpita dalla crisi tra gli emergenti e probabilmente sarà l'ultima ad uscirne.** Gli effetti della crisi - la contrazione del credito, lo scoppio della bolla immobiliare e il crollo della domanda globale - hanno avuto un forte impatto sulle variabili ma-



creonomiche dei paesi dell'area. Le banche hanno subito le ripercussioni peggiori, il clima di sfiducia e il blocco dei prestiti interbancari ha costretto i governi ad intervenire nel salvataggio delle banche strategiche per la stabilità dei sistemi bancari nazionali. Il FMI stima che la probabilità che la regione dell'Europa emergente possa uscire dalla crisi entro la fine del 2010 è pari al 30%.

### Mercanti emergenti: Probabilità stimata di uscita dalla crisi



Fonte: *Regional Economic Outlook – Europe*, Maggio 2009 (FMI)

### Nell'ultimo anno non si è registrato un aumento della rischiosità politica.

Le ultime elezioni in Moldavia hanno generato proteste di piazza contro il vecchio *establishment*. La nuova classe politica però potrebbe non essere in grado di durare nel breve termine. L'Ucraina rimane il paese politicamente più instabile della regione e attende lo svolgersi delle elezioni presidenziali nel gennaio 2010. In Kazakhstan per fronteggiare la crisi è stata approvata, prima dell'estate, una nuova legge che attribuisce al Presidente il potere di limitare, se necessario, il trasferimento di capitali fuori dal paese. Aumenta la rischiosità geopolitica dell'area del Mar Nero Allargato<sup>1</sup>. L'incremento non è dato dal peggioramento dei conflitti/tensioni presenti

<sup>1</sup> Include i paesi che si affacciano sul Mar Nero (Bulgaria, Romania, Ucraina, Russia, Georgia e Turchia) più i paesi del Caspio (Kazakhstan, Turkmenistan, Iran e Azerbaijan).

nell'area<sup>2</sup> ma dal crescente interesse dell'area come zona di transito del gas (Nabucco e *North Stream*) soprattutto a causa della conferma delle ingenti riserve presenti nell'area del Caspio meridionale.

**Aumentano i rischi fiscali nell'Europa centro-orientale.** Il debito pubblico e il deficit di bilancio sono cresciuti in tutta l'area. Alcuni paesi (Romania, Ungheria e Lettonia) devono cercare di bilanciare il sostegno pubblico all'economia e rispettare le condizionalità imposte dal FMI. Inoltre, l'ancoraggio all'euro rende impraticabili le misure di politica monetaria. La svalutazione, per esempio, potrebbe restituire competitività alle esportazioni ma renderebbe più difficile il servizio del debito. Alcuni membri della CSI, al contrario, hanno beneficiato recentemente della parziale ripresa dei prezzi di alcune *commodity*. Tuttavia le vulnerabilità strutturali sono ancora notevoli in tutta la regione.

**I sistemi bancari ora non soffrono una crisi di liquidità ma il deterioramento degli asset.** Il supporto dato dai governi e dalle banche centrali alle banche della regione ha permesso di contenere i problemi legati al *funding* (costi e disponibilità). Tuttavia l'aumento dei *default corporate* e dei mutui sta avendo ripercussioni dirette sui livelli di crediti non esigibili (*non performing loans*). Il rischio principale è che le banche centrali sottostimino l'entità del problema non mettendo a disposizione dei soggetti in difficoltà le risorse necessarie a fronteggiare la crisi. Per esempio in Russia. Invece, in Ucraina, Kazakhstan e Lettonia sarà cruciale capire a quanto ammonterà il costo per la ricapitalizzazione delle banche strategiche in crisi e come si concluderà il processo di ristrutturazione del debito. Sanare le banche sarà il pri-

<sup>2</sup> Turchia, Iraq, Iran, Nagorno-Karabakh, Abkhazia-Ossezia meridionale, Daghestan, Inguscezia e Cecenia, Crimea e Transnistria.



mo passo per portare queste economie fuori dalla crisi.

## Asia: coltivando i germogli della ripresa

**Il rallentamento si è verificato, ma in modo differenziato a seconda che si tratti delle economie avanzate o emergenti dell'area.** Le *Newly Industrialized Asian Economies*<sup>3</sup>, con una struttura economica simile a quella delle economie avanzate, hanno subito una decrescita più marcata. Non si tratta tuttavia di un rallentamento strutturale, bensì ciclico, in linea con la fase economica discendente, quindi la ripresa dovrebbe avvenire parallelamente a quella delle altre economie avanzate. Diverso il discorso per le economie emergenti che, grazie al rafforzamento dei fondamentali macroeconomici portato avanti negli anni passati, hanno resistito relativamente bene alla crisi e, nonostante una decelerazione ci sia stata, non si è mai tratto di crescita negativa. Il PIL reale per l'aggregato è stato di oltre il 5% nel 2009 ed è previsto al 7% nel 2010.

### Asia avanzata ed emergente: crescita del PIL reale ed export (var.%)

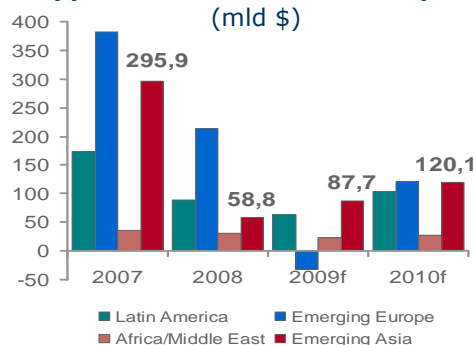


Fonte: *World Economic Outlook - July 2009*, IMF

**I principali canali di trasmissione della crisi sono stati quello commerciale e degli investimenti.** Tutta l'area, infatti, ha risentito della contrazione della domanda internazionale, dal momento che le esportazioni costituiscono una dei principali motori di sviluppo per questi

paesi. Inoltre, a incidere negativamente sulla crescita, è stata la riduzione degli afflussi di capitale, di cui i paesi asiatici hanno beneficiato largamente in questi anni, e che continuano ad essere un elemento fondamentale per il loro sviluppo. Nonostante il deflusso degli investimenti, piuttosto marcato soprattutto tra il 2007 e il 2008 quando si sono manifestati i primi effetti della crisi a partire dal settore finanziario, l'interesse degli investitori stranieri per l'area non si è placato, e per il 2010 si prevede un afflusso di investimenti di oltre i 10 mld \$.

### Investimenti privati: l'appetito si riduce ma non si placa (mld \$)



Fonte: IIF 2009

**Occhi puntati su Cina e India per la ripresa economica, non solo asiatica ma anche mondiale.** Con una crescita prevista per il 2010 rispettivamente dell'8,5% e del 6,5%, la Cina e l'India continuano a presentare molte opportunità. Eccellenza in Cina nel settore dell'acciaio, che mostra una crescita del 10% y/y a luglio 2009, e nelle infrastrutture, cui sono destinati una grossa parte dei 580 mld \$ stanziati dal governo in risposta alla crisi. Quello infrastrutturale è un settore in crescita anche in India (7,2% 1QFY09/10) dove si raggiungono buoni risultati anche nei servizi, specialmente quelli legati all'ITC (+8% 1QFY09/20). Problemi invece nel settore agricolo, che patisce la stagione secca dei monsoni. Il rallentamento della produzione agricola, oltre ad avere un impatto sulla crescita del paese, rischia di gravare sui prezzi delle materie prime,

<sup>3</sup> Hong Kong, Corea del Sud, Singapore, Taiwan.



alimentando la già sostenuta pressione inflazionistica (CPI 8,3% nel 2008) con conseguenze negative, di rimando, sulle opportunità per la meccanica strumentale italiana.

### Disordini civili e episodi di violenza politica affliggono ancora alcuni paesi.

Dall'inizio dell'anno infatti, si sono verificati alcuni avvenimenti che destano preoccupazione nella valutazione del rischio politico nell'area. Dalla minaccia terroristica in Pakistan dove, nonostante gli interventi militari nella valle di *Swat* per contenere la situazione, dall'inizio dell'anno si è raggiunto oltre un milione di sfollati; ai disordini civili, in Thailandia, tra la popolazione rurale sostenitrice dell'ex-premier e l'élite urbana a supporto dell'attuale governo, che hanno portato, ad aprile, alla dichiarazione dello stato d'emergenza. Nel segno della continuità invece le elezioni in India, dove la conferma dell'*United Progressive Alliance* apporta una certa stabilità alle sfide di crescita economica e sviluppo sociale ma non affievolisce i rischi nella zona del Kashmir.

### Politiche monetarie troppo espansive rischiano di minare la qualità degli attivi bancari.

Se infatti negli scorsi mesi le autorità monetarie sono prontamente intervenute per facilitare l'accesso al credito, è ora necessario ripensare a tali interventi in termini più restrittivi, per non correre il rischio di accumulare credito in eccesso e di "cattiva" qualità, che porti allo scoppio di una bolla nel mercato dei capitali asiatico. Un esempio è quello del Vietnam che, dopo ripetuti tagli nei tassi di interessi, necessita ora di politiche monetarie più stringenti per assicurare stabilità nei conti con l'estero.

### Africa Subsahariana: segni di un'instabile ripresa

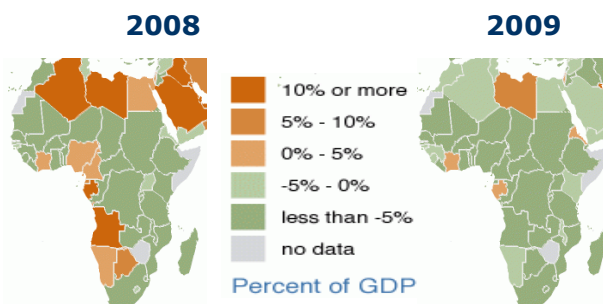
**Le principali economie dell'area mostrano segni di una lenta ripresa nel 2010, nonostante permangano anco-**

### ra vulnerabilità e instabilità e siano necessarie riforme strutturali.

Il biennio 2009-2010 vedrà un peggioramento del commercio con l'estero, determinato dal calo del prezzo delle *commodities* e dal rallentamento della domanda dei paesi industrializzati. Inoltre una diminuzione delle rimesse, degli scambi finanziari e degli IDE potrebbero aggravare i conti con l'estero. Tuttavia, grazie all'intensificazione del commercio con le potenze emergenti quali Cina, India e Brasile, l'Africa Sub sahariana ha oggi maggiori possibilità di superare la crisi. In termini macroeconomici tale situazione si traduce in una previsione di crescita per il 2009 del 2,8%, in calo rispetto al 5,7% del 2008, per poi registrare una ripresa a 4,5% nel 2010.

### Peggiorano i conti con l'estero

Tassi di crescita PIL 2008-2009



Fonte: *Africa Regional Economic Outlook-2009*, IMF

### Rimangono tuttavia pressioni inflazionistiche legate al deprezzamento delle valute e dall'incompleto effetto di *pass-through* della diminuzione del prezzo dell'energia e dei beni alimentari.

E' il caso dell'Angola dove le riserve in rapido declino rendono instabile la valuta con previsioni di ulteriori svalutazioni dello Kwanza (da 75 AOA:1 USD nel 2009 a 86,5 AOA: 1 USD nel 2010). Si tratta di un'economia la cui ripresa dipenderà dal controllo dell'OPEC dei livelli di produzione del petrolio. Infatti, il settore rappresenta il 98% delle entrate da export del paese. La produzione di greggio è scesa dai 1,91M di barili al giorno nel 2008 a 1,78 M nel 2009,



e si stima aumenteranno a 1,9 M nel 2010. Pertanto si prevede una contrazione del PIL del -2,3% nel 2009 e una ripresa a 6,4% nel 2010 in linea con l'aumento della produzione, petrolifera, espansione del settore agricolo, manifatturiero e costruzione, e una ripresa degli investimenti pubblici e diretti esteri, l'organizzazione della 2010 *Africa Cup of Nations*. Permangono vulnerabilità geopolitiche legate alla partecipazione al conflitto civile in Congo.

**Dal punto di vista finanziario le banche della regione sono meno esposte direttamente alla crisi globale, tuttavia la qualità degli asset è minacciato dagli effetti indiretti della fiacca crescita economica e il rimpatrio dei flussi di capitali da parte delle banche straniere.** In Nigeria lo scorso 14 agosto la banca centrale è intervenuta attraverso un'iniezione di capitale di USD 2,5M a sostenere 5 banche locali (Afribank, Finbank, Intercontinentale Bank, Oceanic Bank, Union Bank). Tali banche, che detengono nel paese il 40% dei prestiti del sistema bancario e il 30% dei depositi, presentavano portafogli sovraesposti e concentrati nel settore Oil&Gas con una percentuale di *non performing loan* intorno al 40% e indici di liquidità inferiori al 25%. La conferma del cattivo stato di salute del sistema bancario locale unito al peggioramento delle entrate dello stato ha portato al downgrade del rating sovrano da parte di S&P's a B+. Pertanto le prospettive di crescita del paese dipenderanno nei prossimi mesi non solo dalle condizioni del mercato globale del greggio, dalla stabilità politica e dalle riforme economiche, ma dal conferimento di maggior chiarezza e stabilità al sistema bancario.

**Un'altra importante economia dell'area il Sudafrica sarà, per la prima volta dal 1992, in recessione (-2,2% atteso nel 2009).** Una ripresa è prevista nel 2010 (+3,1%) trainata dall'adozione sia di politiche monetarie espansive che di sostegno pubblico al

settore infrastrutturale in vista dei campionati mondiali di calcio del 2010. In controtendenza con gli altri paesi dell'area, le ingenti riserve in valuta forte hanno contribuito al rafforzamento del Rand - che ha sfiorato 8 R:1 USD in luglio, con un apprezzamento del 15% nei primi 9 mesi del 2009 - che tuttavia rimane vulnerabile all'andamento del commercio e alla politica macroeconomica del governo.

### **Medio Oriente e Nord Africa: non è tutto oro quello che luccica**

**Gli effetti della crisi raggiungono i paesi MENA.** Anche i paesi dell'area mediorientale e del Nord Africa sono stati colpiti dalle turbolenze economiche, nonostante le risorse petrolifere di cui la maggior parte di questi paesi dispone e nonostante i fondamentali macroeconomici solidi che hanno complessivamente caratterizzato queste economie negli ultimi anni. Per il 2009 sono attesi tassi di crescita dimezzati ed alcune economie entreranno in recessione, come nel caso dell'Arabia Saudita e degli Emirati Arabi Uniti. I tagli alla produzione petrolifera decisi in sede OPEC hanno contribuito a stabilizzare il prezzo del greggio intorno ai 60\$ al barile, lontano dalla media di 98\$/b che nel 2008 aveva consentito di avviare importanti progetti di diversificazione industriale e investimenti infrastrutturali.

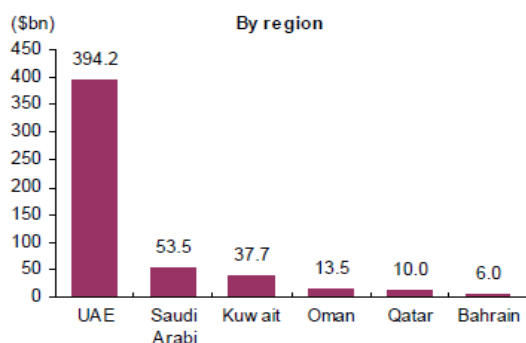
**Scelte di politica fiscale espansiva per contrastare il rallentamento dell'attività economica.** Nonostante la caduta dei prezzi petroliferi rispetto al 2008, e conseguentemente dei relativi introiti nelle casse dei paesi esportatori di petrolio dell'area,<sup>4</sup> i governi locali hanno avviato politiche fiscali espansive al fine di mitigare gli effetti della crisi, sostenere gli investimenti e proseguire sulla strada della diversificazione econo-

<sup>4</sup> Sono inclusi i paesi della cooperazione del Golfo (GCC: Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman, Qatar), Algeria, Iran, Libia, Yemen.



mica, anche in risposta all'elevato tasso di disoccupazione. Sebbene in seguito alla crisi i piani di investimento siano stati riconsiderati alla luce delle nuove priorità, nei paesi GCC solo il 19% dei progetti di diversificazione industriale, potenziamento infrastrutturale e sviluppo urbano sono stato rinviato o cancellato (principalmente negli EAU, dove i progetti nel settore immobiliare di Dubai hanno registrato un marcato rallentamento).

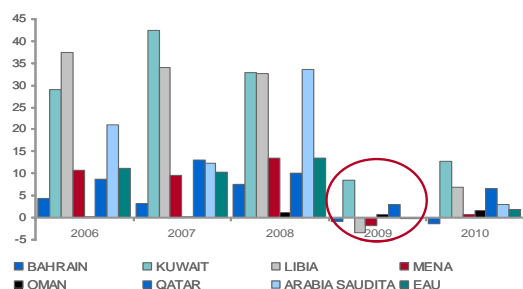
### GCC - Progetti cancellati o rinviati (fine giugno 2009)



Fonte: Nomura, settembre 2009

**Crescenti pressioni sui bilanci pubblici e deterioramento delle posizioni con l'estero.** Politiche fiscali espansive hanno comportato la marcata contrazione dei surplus di bilancio, che negli anni passati avevano contraddistinto i paesi dell'area. Tuttavia tali politiche costituiscono un importante sostegno alla domanda interna. Inoltre i budget di bilancio approvati dai governi dell'area per il 2009 sono complessivamente basati su un prezzo del petrolio di 35-45\$ al barile, inferiore rispetto ai livelli correnti.

### Si riducono i surplus fiscali (Bilancio fiscale, % PIL)



Fonte: Bureau Van Dijk, EIU 2009

**Le turbolenze dei mercati finanziari hanno colpito tutta l'area mediorientale e del Nord Africa**, anche se gli effetti della crisi hanno colpito particolarmente quei paesi i cui sistemi finanziari ed economici erano maggiormente integrati con le economie globali. I paesi del golfo hanno sofferto in maggior misura dell'irrigidimento delle condizioni del credito. Le autorità locali, tuttavia, hanno agito prontamente in supporto dei sistemi finanziari locali, attraverso la concessione di garanzie sui depositi, acquisto di quote nelle banche locali e iniezioni di liquidità. Le performance del settore bancario riflettono complessivamente la solidità dei fondamentali macroeconomici dei rispettivi paesi. In alcuni paesi sono tuttavia emersi dubbi legati alla trasparenza della gestione del credito verso i gruppi legati alle grandi famiglie locali, spesso basato sulla reputazione più che sulla salute finanziaria delle società.

**Il rallentamento è in corso ma le prospettive di ripresa sono vicine.** Fondamentali macroeconomici solidi, consistenti riserve valutarie accantonate negli anni e risorse petrolifere, congiuntamente al forte sostegno dello stato, permettono a queste economie di affrontare con maggiore forza gli effetti della crisi.

Hanno collaborato a questo numero:

**Valentina Cariani**  
**Clementina Colucci**  
**Marco Minoretti**  
**Eleonora Padoan**  
**Federica Pocek**

per maggiori informazioni:  
 ufficio.studi@sace.it  
 tel: +39.06.6736871