

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



contents:

La nuova legge sugli investimenti esteri approvata in Russia ha individuato 42 settori strategici in cui verrà limitata la presenza straniera. Se da una parte le restrizioni imposte sono particolarmente severe, dall'altra l'approvazione della legge dà qualche certezza in più all'operatore interessato ad investire nel paese. Rimangono da approvare numerose norme accessorie che daranno piena esecuzione alla legge.

La crisi dei mercati finanziari internazionali ha condotto gli investitori a ricercare nuove vie di impiego per i propri capitali. Tra le mete acquista ora importanza l'Africa subsahariana, regione interessata da notevoli miglioramenti in termini macroeconomici e politici, con opportunità di profitto al di là del mero sfruttamento delle materie prime. La struttura finanziaria non è priva di rischi, sebbene rappresenti una innovativa occasione di crescita per l'Africa rispetto all'aiuto allo sviluppo.

Le costruzioni sono entrate in una fase congiunturale difficile nei paesi avanzati. Nonostante la forte frammentazione del settore, le imprese italiane medio-grandi hanno aumentato negli ultimi anni il loro grado di internazionalizzazione. Questo aiuta a diversificare i rischi ma richiede adeguati *partner* finanziari e coperture assicurative, specie attraverso le cauzioni. Le opportunità nei mercati emergenti, specie dell'Europa dell'Est, sono notevoli, per le nostre imprese ma anche per lo stesso segmento cauzioni.

Russia, nuova legge su investimenti in settori strategici

La nuova legge sugli investimenti stranieri nei settori strategici è stata approvata. Il governo russo ha individuato circa 42 settori, strategicamente rilevanti, a cui dovranno essere imposte delle restrizioni per l'attività di investimento di operatori stranieri. Tra questi: l'energia, la difesa, l'aviazione e la comunicazione. Il settore dell'estrazione è certamente uno dei più interessati da tale legge: vengono considerati strategici i giacimenti di petrolio superiori a 70 milioni di tonnellate e di gas naturale superiori a 50 miliardi di metri cubi.

Fino al 2007, il mercato russo ha attratto crescenti flussi di investimenti. Nel 2007, gli investimenti sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente. Nel 2006 erano pari a 55 miliardi di dollari, l'anno successivo hanno raggiunto i 121 miliardi dollari. Alla fine dell'anno scorso lo *stock* cumulato ammontava a 220,6 miliardi di dollari di cui 103 miliardi di investimenti diretti esteri (IDE) e 109 di crediti.

Investimenti esteri in entrata per tipo (milioni di dollari, 2004-2007)

	2004		2005		2006		2007	
	USD m	%	USD m	%	USD m	%	USD m	%
Total	40,509	100	53,651	100	55,109	100	120,941	100
--Direct	9,420	23.3	13,072	24.4	13,678	24.8	27,797	23.0
--Portfolio	333	0.8	453	0.8	3,182	5.8	4,194	3.5
--Other	30,756	75.9	40,126	74.8	38,249	69.4	88,950	73.5
--Of which credits	30,264	74.7	39,770	74.1	37,716	68.4	87,777	72.5

Fonte: Oxford Analytica.

Nel primo trimestre del 2008 gli afflussi di investimenti sono invece diminuiti del 30%. Gli IDE si sono ridotti in maniera ancora più decisiva, cir-

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



ca del 43%, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale diminuzione è principalmente riconducibile alla crisi internazionale nei mercati internazionali e alla crescente incertezza. A ciò si aggiunge la mancanza di chiarezza nella legislazione russa in alcuni settori. I recenti casi di *creeping expropriation* e il crescente ruolo giocato dallo stato nell'economia hanno aumentato la preoccupazione dei grandi investitori.

La Russia vorrebbe aumentare l'afflusso di investimenti nel settore manifatturiero. Nel 2007 gli afflussi più elevati, circa il 40% degli investimenti totali, sono stati indirizzati verso il settore della vendita all'ingrosso e al dettaglio. Il settore manifatturiero ha attratto circa il 26% del totale. Ampliare tale quota è cruciale per riuscire a modernizzare l'economia e ridurre la dipendenza dal settore estrattivo. La nuova legge potrebbe costituire un passo verso questa direzione.

Investimenti esteri in entrata per settore (milioni di dollari, 2004-2007)

	2004		2005		2006		2007	
	USD m	%	USD m	%	USD m	%	USD m	%
Total	40,509	100	53,651	100	55,109	100	120,941	100
--Agriculture and forestry	121	0.3	156	0.2	325	0.6	468	0.4
--Resource extraction	9,934	24.5	6,003	11.2	9,152	16.6	17,393	14.4
--Manufacturing	10,236	25.3	17,987	33.5	15,148	27.5	31,948	26.4
--Construction	234	0.6	228	0.4	713	1.3	2,911	2.4
--Wholesale and retail trade and repair services	13,037	32.2	20,461	38.2	13,089	23.7	47,310	39.1
--Transport and communications	2,033	5.0	3,840	7.2	5,297	9.6	6,703	5.5
--Finance	1,001	2.5	1,813	3.4	4,698	8.5	4,450	3.7
--Real estate	2,572	6.3	2,602	4.9	5,998	10.9	8,414	7.0

Fonte: Oxford Analytica.

I limiti imposti dalla legge sono abbastanza restrittivi. Vengono fissate delle soglie massime alla partecipazione di investitori stranieri nelle imprese di 42 settori, superate le quali è necessario richiedere e ottenere l'autorizzazione da un ente specifico per procedere all'acquisizione:

- Se l'investitore è privato il limite è fissato al 50% delle azioni di una impresa

russa che opera in un settore strategico, al 10% se è un'impresa che opera nel settore estrattivo.

- Se l'investitore è statale (governi stranieri o imprese possedute dallo stato) il limite è fissato al 25% per un'impresa "strategica" o al 5% se opera nel settore estrattivo.
- La legge non dovrebbe avere effetti sugli accordi presi prima della sua adozione. Tuttavia gli investitori stranieri devono comunque informare le autorità se posseggono più del 5% di qualsiasi impresa "strategica".

Freno o incentivo per gli investimenti? Sebbene la lista dei settori sia ampia e i limiti imposti restrittivi, oggi grazie a tale legge viene colmato un vuoto nella legislazione russa che, in passato, aveva preoccupato gli investitori internazionali. L'approvazione della norma dà qualche certezza in più all'operatore interessato ad investire in Russia. Inoltre, tali restrizioni potrebbero costituire un incentivo per interessarsi a tutti i settori non menzionati dalla legge facilitando la diversificazione auspicata dalle autorità.

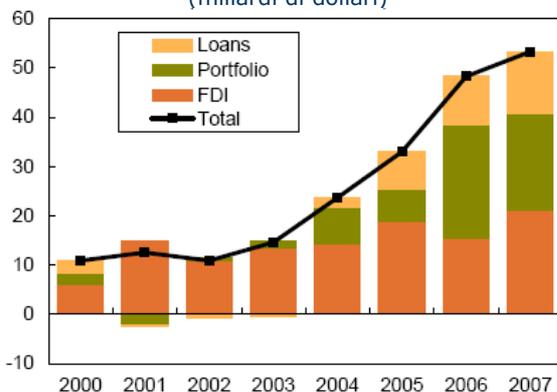
Per valutarne però gli effetti bisognerà osservare la fase di attuazione. La legge, votata dal parlamento e firmata dal presidente, non è ancora stata implementata. Rimane infatti una serie di norme secondarie da approvare per rendere efficace la legge. Il governo, per esempio, dovrà designare o creare *ex novo* un organo responsabile della concessione delle autorizzazioni e dell'accertamento delle violazioni. Soltanto con l'effettivo *enforcing* della legge sarà possibile valutare il suo ruolo sugli afflussi di investimenti esteri nel paese.



La via africana per i capitali internazionali

Cresce l'attenzione degli investitori nell'area subsahariana. Nel 2007 l'ammontare dei flussi di capitali privati destinati ai paesi dell'Africa Subsahariana ha raggiunto i 53 miliardi di dollari, consolidando lo scarto nei confronti degli aiuti ufficiali allo sviluppo conquistato nel 2006. Pur trattandosi di cifre ancora ridotte se rapportate al flusso mondiale di capitali privati circolanti (nel 2006 pari a circa 6.400 miliardi di dollari), tale fenomeno evidenzia nondimeno l'interesse crescente degli investitori internazionali verso i paesi africani e conferma l'importanza di queste fonti di finanziamento per lo sviluppo socio-economico dell'intera regione subsahariana.

I flussi di capitali verso l'Africa (miliardi di dollari)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, 2008.

Fattori endogeni e dinamiche esogene stimolano l'appetito degli investitori.

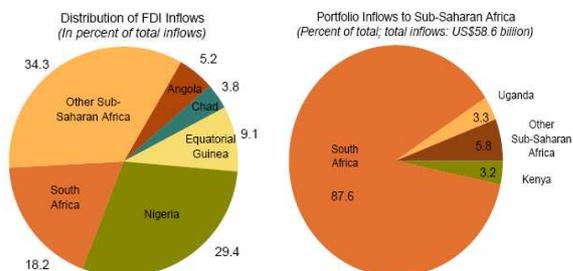
Sul fronte interno, è la sinergia tra costante crescita economica, migliorata situazione debitoria e consolidamento della *governance* a costituire il fulcro di attrazione dell'interesse estero. Non da ultimo, la graduale liberalizzazione del conto capitale e le minori restrizioni sui flussi finanziari – come ad esempio in Ghana, Nigeria e Zambia – migliorano la percezione del rischio dall'esterno. L'effetto di attrazione esercitato da questi elementi è completato dalla congiuntura dei mercati internaziona-

li: i prezzi elevati del greggio e delle altre *commodity*, nonché l'abbondante liquidità a disposizione di nuovi attori, statali e non, dirottano le scelte di investimento dalla crisi nei principali mercati avanzati ed emergenti verso nuove opportunità nel subcontinente africano, sfruttando il (momentaneo) *decoupling*. Per quanto riguarda le economie del Golfo, è la necessità di allocare gli ingenti surplus petroliferi a spingere i capitali nella realtà finanziaria africana, spesso veicolati attraverso *sovereign wealth fund*; diversamente, paesi come Cina, India, Malesia e Russia sono attratti dalla sete di materie prime e da altre motivazioni geoeconomiche.

I soliti paesi e settori? Ancora sì, ma... Sudafrica e Nigeria si confermano i principali destinatari di investimenti diretti e di portafoglio, in virtù della ricchezza di materie prime e della presenza di mercati dei capitali e finanziari più evoluti. I processi di liberalizzazione e privatizzazione messi in atto in diversi paesi quali Botswana, Gabon, Ghana, Kenya, Malawi, Mozambico, Togo, Uganda e Zambia, hanno incentivato l'ingresso in queste realtà di crescenti investimenti privati esteri che, seppur contenuti in valore assoluto, rappresentano una quota importante in termini di PIL e base monetaria. Le opportunità di profitto scaturiscono dall'acquisto di azioni o titoli di debito di imprese private o para-statali, spesso operanti nei settori dell'energia, dei trasporti, delle *utility* e delle infrastrutture, in cerca di finanziamenti per sostenere il proprio sviluppo nazionale e regionale. Parallelamente, la privatizzazione di banche statali, i cambiamenti normativi sul capitale minimo e l'aumentata competizione interna hanno spinto i grandi istituti bancari internazionali a penetrare i mercati africani, come testimoniano ad esempio gli investimenti nelle sudafricane *ABSA South Africa* e *South Africa Standard Bank* effettuati rispettivamente da *Barclays Bank* e da *Industrial and Commercial Bank of China*.



La distribuzione dei capitali in Africa

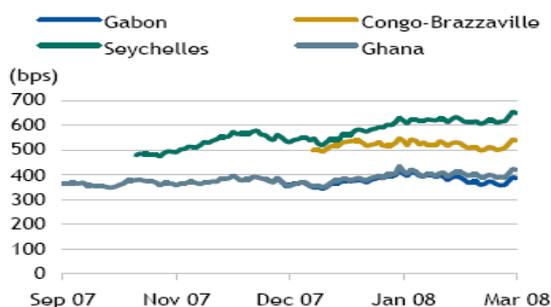


Fonte: Fondo Monetario Internazionale, 2008.

Anche il mercato obbligazionario è in evoluzione.

In diversi paesi dell'area, l'emissione di obbligazioni sovrane a breve e medio-lungo termine costituisce uno strumento alternativo di finanziamento: gli investitori stranieri finanziano il 20% del debito pubblico totale della Nigeria, il 17% del Malawi, il 14% dello Zambia e l'11% del Ghana. Quest'ultimo è stato il primo paese HIPC ad approdare ai mercati internazionali, con l'emissione nel settembre 2007 di un'obbligazione decennale da 750 milioni di dollari per il proprio sviluppo infrastrutturale. Il suo esempio è stato seguito dal Gabon, il mese successivo, con un titolo decennale da 1 miliardo di dollari per ripagare il Club di Parigi. In dicembre 2007, è stata la volta della Repubblica del Congo, mediante un collocamento privato da 478 milioni come *swap* del suo debito verso il Club di Londra. In settembre 2006 le Seychelles avevano emesso una obbligazione quinquennale da 200 milioni di dollari per ripagare i creditori multilaterali. Nuove emissioni internazionali sono attese nel 2009 da parte di Kenia e Nigeria.

Obbligazioni africane sul mercato (spread su 10yr. US Treasuries)



Fonte: Bloomberg (cit. Fitch).

Un sistema ancora non consolidato né privo di rischi.

Le positività finora registrate si scontrano con le difficoltà strutturali ancora presenti nei sistemi economico-finanziari della maggior parte dei paesi africani, caratterizzati da una generale carenza di mercati finanziari, scarsa liquidità e profondità laddove presenti, nonché inadeguati regimi normativi e meccanismi di controllo. Per realtà non del tutto consolidate, inoltre, non sono da trascurare i pericoli correlati ai movimenti finanziari: la fuoriuscita dei capitali nell'eventualità di tensioni socio-politiche nell'area; un rallentamento dei flussi dovuto al protrarsi della crisi finanziaria nelle economie avanzate; l'eccessivo apprezzamento del tasso di cambio reale e il conseguente peggioramento delle ragioni di scambio, soprattutto qualora risultino complessi, costosi o inefficaci gli interventi di sterilizzazione; infine, le pressioni sui conti con l'estero verso una condizione di difficoltà o insostenibilità del servizio del debito nel medio-lungo termine.

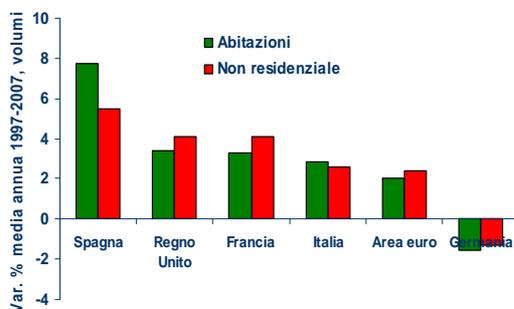
"Nuova frontiera" o "ultima spiaggia" della finanza internazionale?

L'interesse degli investitori verso i mercati e la finanza dell'Africa Sub-sahariana è un fenomeno recente, nonché contingente alla crisi che i mercati più consolidati e alcuni emergenti stanno attraversando. La regione ha ancora penalizzanti limiti operativi da ovviare prima di essere etichettata come un nuovo mercato emergente a tutti gli effetti. Certo è che l'interesse degli investitori internazionali cambia l'ottica assistenzialista in cui l'Africa è stata fino ad oggi considerata e riconosce al continente la dignità economica di *partner* al di là del mero sfruttamento delle materie prime.

Costruzioni: uscita ad Est dalla crisi

I mercati immobiliari delle economie avanzate stanno registrando forti correzioni. In questi paesi, nell'ultimo decennio, si sono accumulati livelli di crescita non sostenibili sia nel comparto residenziale sia, in misura minore, in quello non residenziale. Queste pressioni hanno portato dalla fine del 2006 ad una rapida inversione di tendenza del mercato con conseguenze negative per l'economia reale ed il sistema finanziario. Il fenomeno è più accentuato negli Stati Uniti, dove i prezzi medi delle case sono diminuiti di oltre il 10% annuo e le agenzie federali di garanzia dei mutui immobiliari - Freddie Mac e Fannie Mae - sono in forte difficoltà. Ma squilibri sono emersi anche nel Regno Unito, in Spagna e in Irlanda; nel secondo paese, il gruppo di costruzioni Martinsa Fedesa ha dichiarato la scorsa settimana lo stato di insolvenza. In altre parti dell'Europa, in Germania in modo particolare e in Italia, i rischi settoriali sono minori. Tuttavia, anche nel nostro paese, secondo gli ultimi dati di Nomisma, si sta verificando una riduzione degli acquisti di abitazioni e una stabilizzazione dei loro prezzi. Questo potrebbe influenzare negativamente la salute delle imprese del settore.

Forte crescita passata degli investimenti, anche in Italia



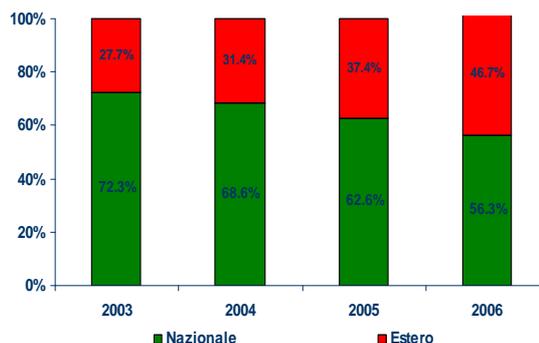
Fonte: elaborazione SACE su dati Eurostat.

In Italia il settore costruzioni è parcellizzato. C'è un numero molto elevato di imprese di dimensioni ridotte. Si registrano infatti quasi 600.000 imprese, che impie-

gano in media circa 3 addetti ciascuna. Una dimensione di impresa inferiore alla metà rispetto a Germania, Spagna e Regno Unito. Il settore è però molto importante per l'economia: esso rappresenta quasi il 6% del valore aggiunto generato nel paese. Questa incidenza è rimasta pressoché invariata nel tempo ed è in linea con quella media per i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita reale del valore aggiunto settoriale è stata inferiore a quella degli altri paesi dell'area, con tassi che non raggiungono l'1% annuo.

Sempre più imprese diversificano i rischi lavorando all'estero. Secondo uno studio dell'ANCE basato su un campione di 40 imprese di costruzioni già internazionalizzate, l'incidenza del fatturato estero su quello totale è passata dal 27,7% del 2003 al 46,7% del 2006. Un aumento rilevante, che conferma come nonostante le dimensioni medie delle nostre imprese, i mercati esteri siano un elemento importante di espansione di attività e diversificazione del rischio. Le imprese del settore sono andate oltre confine soprattutto in Sud America, nell'Africa subsahariana e in Europa dell'Est per lavori di carattere infrastrutturale. In particolare, la crescita è stata superiore per ferrovie, impianti idroelettrici, strade e ponti. Questi lavori rappresentano circa tre quarti del valore complessivo delle commesse vinte all'estero.

In crescita la propensione all'export delle imprese di costruzioni



Fonte: ANCE.



Assumono più rilievo per la competitività i servizi assicurativi come le cauzioni. In un quadro di espansione delle imprese su nuovi mercati e di rallentamento della crescita nelle economie avanzate, lo strumento delle cauzioni può essere un elemento per accrescere la competitività della propria offerta. Le cauzioni consentono una migliore gestione dei rischi tipici delle imprese di costruzioni non solo sul mercato domestico ma anche su quelli esteri. La cauzione è un contratto attraverso il quale l'impresa di costruzione acquista un'assicurazione a beneficio del suo committente contro il rischio di inadempimento di un impegno, come ad esempio l'esecuzione di lavori infrastrutturali. Nel caso si verifichi l'inadempimento da parte dell'impresa, il fideiussore (assicuratore) pagherà un indennizzo al beneficiario dei lavori. La cauzione ha il vantaggio di ridurre l'incertezza, agevolando la corretta esecuzione di lavori e innalzando il merito di credito del contraente a quello della compagnia garante. Può essere principalmente di due tipi: (i) per appalti, distinta in base alla fase del lavoro, oppure (ii) per finalità diverse, in genere imposte da normative nazionali.

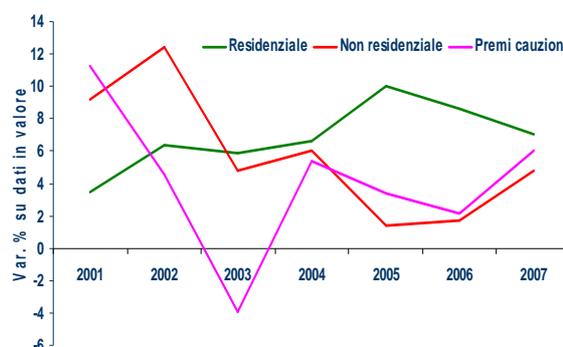
Struttura della cauzione



Il mercato italiano è rilevante a livello internazionale ma in rallentamento. A livello globale la raccolta premi è pari a oltre 8 miliardi di dollari. Il comparto è caratterizzato da un'elevata concentrazione nella distribuzione geografica. Il mercato degli Stati Uniti è *leader*, contribuendo a generare più della metà dei premi e i primi cinque paesi ne producono circa l'80%. Quello italiano è un mercato importante; copre il 7% dei premi globali, con una forte presenza di

operatori italiani e stranieri (il Gruppo SACE detiene più del 6% di questo mercato). La crescita dei premi in Italia è correlata strettamente alla dinamica degli investimenti non residenziali, che sono attesi in rallentamento nei prossimi due anni a causa del difficile momento congiunturale nei mercati avanzati.

Correlazione tra investimenti non residenziali e premi



Fonte: elaborazione SACE su dati Ania e Eurostat.

Le prospettive per la crescita nei mercati emergenti sono invece molto positive. In base a nostre previsioni su dati di fonte SwissRe, tenendo conto del previsto rallentamento dell'economia mondiale nel biennio 2008-2009 e delle difficoltà del settore costruzioni in molti mercati, la crescita dei premi sarà superiore al 3% annuo in termini reali. La crescita maggiore si avrà nei mercati emergenti. Nei mercati avanzati la crescita reale dei premi sarà di poco superiore al 2% annuo come conseguenza della crisi settoriale, delle difficoltà di finanziamento pubblico delle opere e degli effetti delle turbolenze sui mercati finanziari. Nei mercati emergenti, invece, questi fattori avranno impatti decisamente inferiori e saranno più che bilanciati dall'esigenza di rafforzare la rete infrastrutturale. Si prevedono, infatti, per i paesi dell'Europa Orientale, dell'Asia e dell'America Latina, aumenti in termini reali dei premi pari almeno al 4% annuo, con una punta del 7% circa per i mercati dell'Est Europa, dove le imprese italiane hanno conquistato im-



GRUPPO SACE

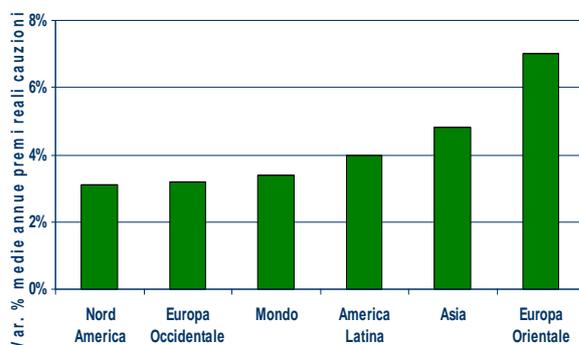
Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



portanti quote di mercato. La forte espansione di queste aree sta trainando i settori locali delle costruzioni, con notevoli opportunità nel comparto delle infrastrutture e dell'edilizia non residenziale. Considerati i bassi tassi di penetrazione delle cauzioni in questi paesi, il potenziale di crescita è molto elevato, con opportunità di crescita per le imprese operanti nel segmento, oltre che per le imprese di costruzioni italiane.

La crescita dei premi è a Est



Fonte: elaborazione SACE su dati SwissRe e Bureau Van Dijk (EIU).



Hanno collaborato a questo numero:

Ivano Gioia
Marco Minoretti
Elisa Morici
Alessandro Terzulli

per maggiori informazioni:
mailto: ufficio.studi@sace.it
tel: +39.06.6736.569
fax: +39.06.6789.835