

FOCUS ON

Mappa dei Rischi SACE SIMEST

I 6 “PERICOLI” DEL 2019: CONOSCKERLI PER GESTIRLI

A cura dell'Ufficio Ricerca e Studi

Executive Summary

- Il bilancio del 2018 è di un anno in cui la crescita è proseguita a ritmi elevati, pur se in lieve rallentamento, e il quadro dei rischi si è intensificato a causa di tensioni di varia natura (finanziarie, valutarie e geopolitiche) che hanno investito diverse **economie emergenti**: Argentina e Turchia sono state le principali “vittime”.
- Le **economie avanzate**, pur presentando alcune criticità, non mostrano un quadro in deterioramento. Tuttavia, alcuni rischi al ribasso, quali una Brexit “disordinata” e il rallentamento di Stati Uniti e Unione Europea, vedono aumentare la loro probabilità di accadimento. Guardando ai fondamentali dell'**economia americana** crediamo che, almeno per il 2019, una recessione o un crollo del mercato azionario siano improbabili.
- La Mappa dei Rischi 2019 di SACE SIMEST offre una riproduzione coerente di questo contesto, specie in relazione all'**eterogeneità delle performance tra economie avanzate ed emergenti**. Il quadro globale che le imprese italiane si troveranno ad affrontare sarà ancora più complesso nel 2019.
- Permane il rischio di **nuove turbolenze** negli emergenti, specie in quelle economie che per caratteristiche strutturali si mostrano potenzialmente più vulnerabili. Tuttavia, da un lato i timori sono attenuati, in una certa misura, dal probabile “allentamento” della politica monetaria della Fed; dall'altro, occorre effettuare opportuni distinguo: ci sono “emergenti ed emergenti”, con differenti caratteristiche e capacità di far fronte a eventuali shock.
- Nonostante le criticità, **vi sono Paesi** (ad esempio, **Brasile, India e Indonesia**) **con fondamentali che ci fanno ritenere che non si verificheranno crisi** come quelle che hanno riguardato Argentina e Turchia nel 2018.
- Una “tregua” è invece in atto con riguardo alla “**guerra dei dazi**” tra Pechino e Washington: difficile tuttavia prevedere quanto e se durerà, o se invece, ancor peggio per le nostre imprese, dopo i beni cinesi, l'amministrazione Trump metterà nel mirino anche quelli europei (in particolare nel comparto *automotive*).

- L'**indebitamento globale** ha raggiunto i 244 mila miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2018 (pari al 318,2% del Pil mondiale e in aumento del 2,5% rispetto al quarto trimestre del 2017) e vede nell'incremento osservato nei mercati emergenti le principali criticità (+5,9%, per un totale di 68,4 mila miliardi).
- Sul versante dei **rischi politici** invece, non si sono registrate variazioni rilevanti, salvo i prevedibili peggioramenti in **Argentina** e **Turchia**. Si rileva tuttavia un aumento del **rischio di trasferimento** (un rischio politico "vestito da economico"): Argentina e Turchia figurano di nuovo nell'elenco dei *downgrade*, insieme a vari Paesi del continente africano (tra cui lo **Zambia**) e di alcuni Paesi dell'Asia centrale (**Turkmenistan**, **Azerbaijan** e **Kazakistan**).
- **La conoscenza dei rischi è imprescindibile per le imprese, ma finisce con il rivelarsi un esercizio parziale se non abbinato a un'adeguata lettura delle opportunità.** Con questa ambizione, SACE SIMEST ha effettuato un'analisi sui primi 100 mercati di sbocco dei beni italiani. Ne è emerso un quadro del nostro export piuttosto eterogeneo e ben distribuito in termini di geografie di destinazione con diversi livelli di rischiosità.
- Altrettanto ben distribuite risultano le **20 geografie prioritarie** individuate da SACE SIMEST. La **Cina** si conferma tra i migliori mercati in termini di rischio-opportunità. Gli **Stati Uniti**, nonostante l'atteso rallentamento, continueranno a rappresentare un mercato dalle potenzialità elevate (e ancora non pienamente espresse, specie negli Stati in cui le nostre imprese sono poco presenti). Paesi con vaste popolazioni come **Brasile**, **India**, **Indonesia** e **Vietnam**, dovranno essere adeguatamente presidiate; la crescita infatti non può non passare anche per le dimensioni del mercato. Tra le geografie a rischio medio-alto, non mancheranno buone occasioni per i nostri esportatori anche nel continente africano (ad esempio in **Marocco**, **Kenya** e **Senegal**).

Tra "sfide emergenti" e "pericoli avanzati"

Al giro di boa del 2018 il bilancio è di una crescita proseguita a ritmi elevati ("*adelante*"), pur se in lieve rallentamento, e di un'intensificazione del quadro dei rischi che ha reso necessario, specie per le imprese con vocazione internazionale, procedere "*con juicio*"¹. **Alcune economie emergenti**, specie quelle con maggiori squilibri macroeconomici, **sono state colpite da turbolenze di varia natura** (finanziarie, valutarie e geopolitiche) e **hanno mostrato le loro fragilità**. La politica di normalizzazione monetaria della Fed ha infatti innescato deflussi di capitali e pressioni valutarie, fenomeno che ha avuto i suoi effetti più profondi in **Argentina** e **Turchia**²; in quest'ultima geografia peraltro, il quadro è stato ulteriormente aggravato dalle tensioni di natura politica con gli Stati Uniti. Le attese per il 2019 relative alle decisioni della banca centrale americana stanno tuttavia cambiando: **si è passati da un'aspettativa di 3 rialzi del tasso di riferimento** (del settembre scorso) **a una situazione in cui alcuni analisti si aspettano addirittura un taglio nel nuovo anno**. Questa variazione nelle aspettative è associata all'incertezza che ha caratterizzato le ultime settimane dell'anno passato e l'apertura del nuovo. Aumentano lievemente, quindi, le probabilità di uno scenario del tipo "Wile E. Coyote"³, anche se non vi è convergenza tra gli analisti sul "se" e sul "quando" questo potrebbe accadere.

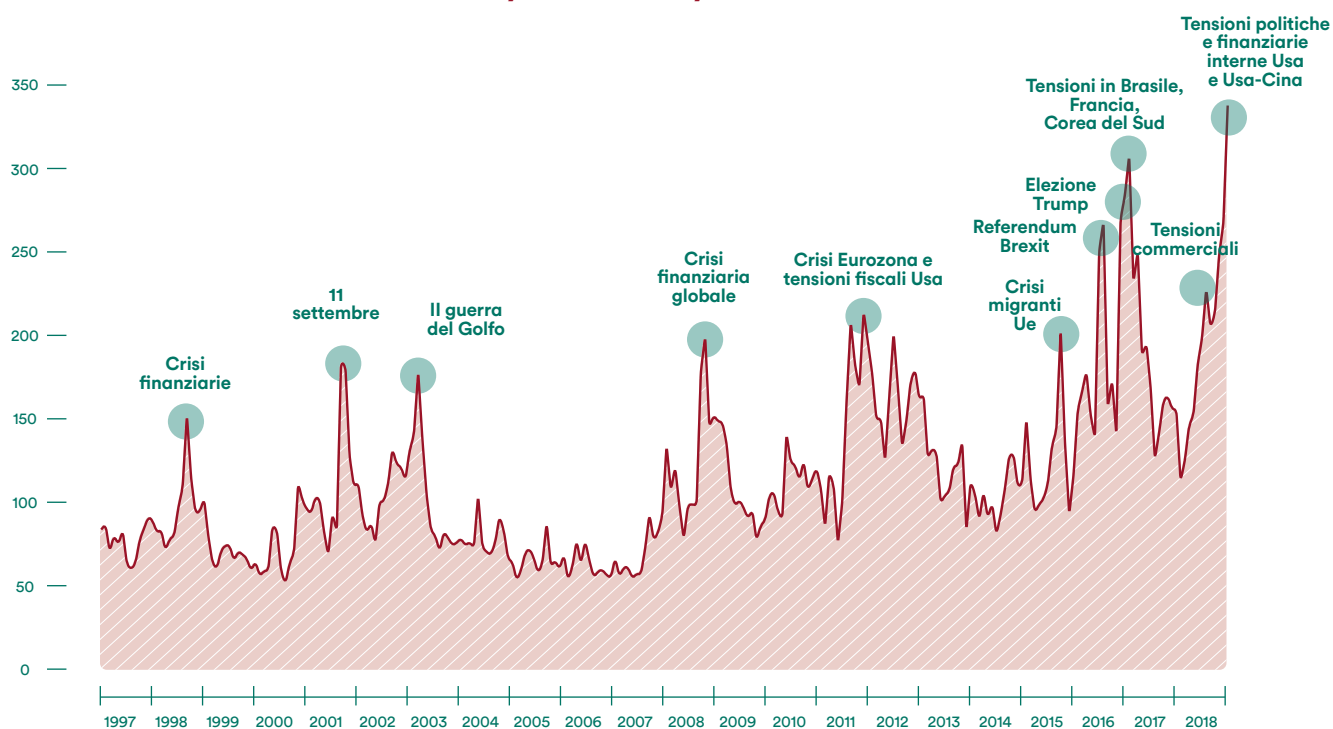
¹ Si veda SACE, "Focus On Mappa dei Rischi, *Adelante con juicio*", 2018.

² Si veda *infra* per maggiori approfondimenti.

³ Si intende la situazione in cui l'economia realizza di essere andata oltre il proprio potenziale, grazie a una forte accelerazione o spinta, ed entra in recessione. Di recente l'affermazione è stata usata dall'ex presidente della Fed Ben Bernanke per descrivere il contesto in cui si potrebbe trovare l'economia americana al termine degli stimoli fiscali introdotti dall'amministrazione americana.

Tra gli indicatori che mostrano l'aumento dell'incertezza, il *Global Economic Policy Uncertainty Index* segna un forte picco nella chiusura del 2018, superando anche i livelli osservati a inizio 2017 (Figura 1).

FIGURA 1. Global Economic Policy Uncertainty Index






Fonte: Economic Policy Uncertainty

Anche nell'anno in corso, a nostro avviso, il rischio di **ulteriori turbolenze nelle geografie emergenti** rimane uno di quelli a cui le imprese italiane internazionalizzate dovranno continuare a prestare attenzione. Tuttavia le ultime settimane del 2018 e le prime del 2019 hanno visto aumentare i rischi anche in alcuni mercati avanzati, specie negli Stati Uniti. I timori riguardano il probabile **rallentamento dell'economia americana⁴ ed eventuali ulteriori tensioni sui listini di Wall Street** (per una temuta rapida ricomposizione dei portafogli, sia dall'azionario all'obbligazionario, sia dai Paesi avanzati agli emergenti; Box 1). **Una politica "eccessivamente" restrittiva della Fed potrebbe causare effetti negativi sia sugli avanzati** (aumentando le probabilità di una recessione degli Stati Uniti nonché quelle di nuove tensioni sul mercato azionario americano), **sia sugli emergenti** (provocando deflussi di capitale da questi ultimi agli avanzati). Ad ogni modo la probabile attenuazione della politica monetaria della Fed riduce, in una certa misura, le possibilità che uno scenario di questo tipo si verifichi.

⁴ Alcuni osservatori hanno una visione ancora più pessimistica e non escludono un rischio recessione già nel 2019.

Un rallentamento è atteso anche in **Cina** (+6,2% nel 2019 contro il +6,6% del 2018) e nell'**Eurozona** (+1,6% vs +1,8%)⁵; quest'ultima risente, tra gli altri rischi, delle ripercussioni di una possibile **Brexit** "disordinata". Il voto negativo della Camera dei Comuni del 15 gennaio scorso aumenta le probabilità del **no deal** ma un'inversione di rotta (nuovo piano, nuove elezioni, nuovo referendum) non è da escludere, per quella che è stata una vicenda che ha riservato continui colpi di scena. Permangono i rischi associati all'introduzione di nuove **misure protezionistiche**⁶, specie con riguardo alle tensioni tra Cina e Stati Uniti⁷. I due Paesi hanno concordato una "tregua" di 90 giorni (a partire dal 1° dicembre), durante la quale andranno avanti i negoziati per raggiungere un accordo: difficile prevedere quale sarà l'esito ma un compromesso sembra meno irrealizzabile rispetto al passato, anche in virtù delle tensioni osservate sul mercato azionario statunitense⁸. Questi appena descritti, insieme all'annosa questione dell'**indebitamento globale**, che ha raggiunto i **244 mila miliardi di dollari** nel terzo trimestre del 2018 (in aumento del 2,5% rispetto al quarto trimestre del 2017 e **pari al 318,2% del Pil mondiale**) e che vede nell'incremento osservato nei mercati emergenti le principali criticità (+5,9%, a un totale di 68,2 mila miliardi), sono i principali rischi individuati da SACE SIMEST nell'orizzonte di breve termine (Figura 2).

FIGURA 2. I 6 principali rischi del 2019

	Rischi	Worst case scenario	View SACE
 ECONOMIA	1 Turbolenze nei Paesi emergenti	Deflussi di capitali* rischio nuove pressioni su Turchia e Argentina e su altri Paesi emergenti «fragili»	Fed verso politica monetaria meno restrittiva (fino a 2 rialzi nel 2019 vs 3 attesi in precedenza)
	2 Economia Usa	Recessione fine ciclo espansivo iniziato nel giugno 2009	Più probabile un rallentamento da -3% a -2% (non recessione), almeno nel 2019
	3 Protezionismo	Trade War Introduzione dazi Usa su ~Usd 265 mld di beni cinesi e rischio <i>retaliation</i> da Pechino	Tregua Usa-Cina; esito incerto
 FINANZA	4 Mercato azionario Usa	Crollo borsa causato da eventuale recessione Usa o da scelte Fed «eccessivamente» restrittive**	Più probabili correzioni, rispetto al crollo
	5 Indebitamento	Default sovrani e corporate specie nei mercati emergenti che presentano le maggiori criticità	Sovrano: possibili tensioni finanziarie in Paesi di dimensioni modeste (es. Mozambico, Zambia) Corporate: potenziali pressioni su settore privato (es. in Argentina e Turchia)
 POLITICA	6 <i>Disorderly Brexit</i>	No deal Effetti significativi sul Pil del Regno Unito (fino al 10,5% entro 5 anni secondo la BoE)	Voto negativo della Camera dei Comuni aumenta probabilità del no deal ma non si possono escludere altri scenari (nuovo piano, nuove elezioni, nuovo referendum)

Fonte: SACE SIMEST

* deflussi innescati (anche) da scelte Fed;
**bassa probabilità di accadimento (si veda "View Sace", rischi 1 e 2)

⁵ Fmi, Weo update, gennaio 2019.

⁶ Quasi il 50% degli intervistati dell'ultima indagine trimestrale di Oxford Economics segnala tale fattore come principale "minaccia" alla crescita globale, ma la percentuale è in diminuzione di 10 p.p. rispetto al trimestre precedente.

⁷ La "minaccia" di dazi americani riguarda anche i beni esportati dall'Unione Europea, specie nel comparto *automotive*.

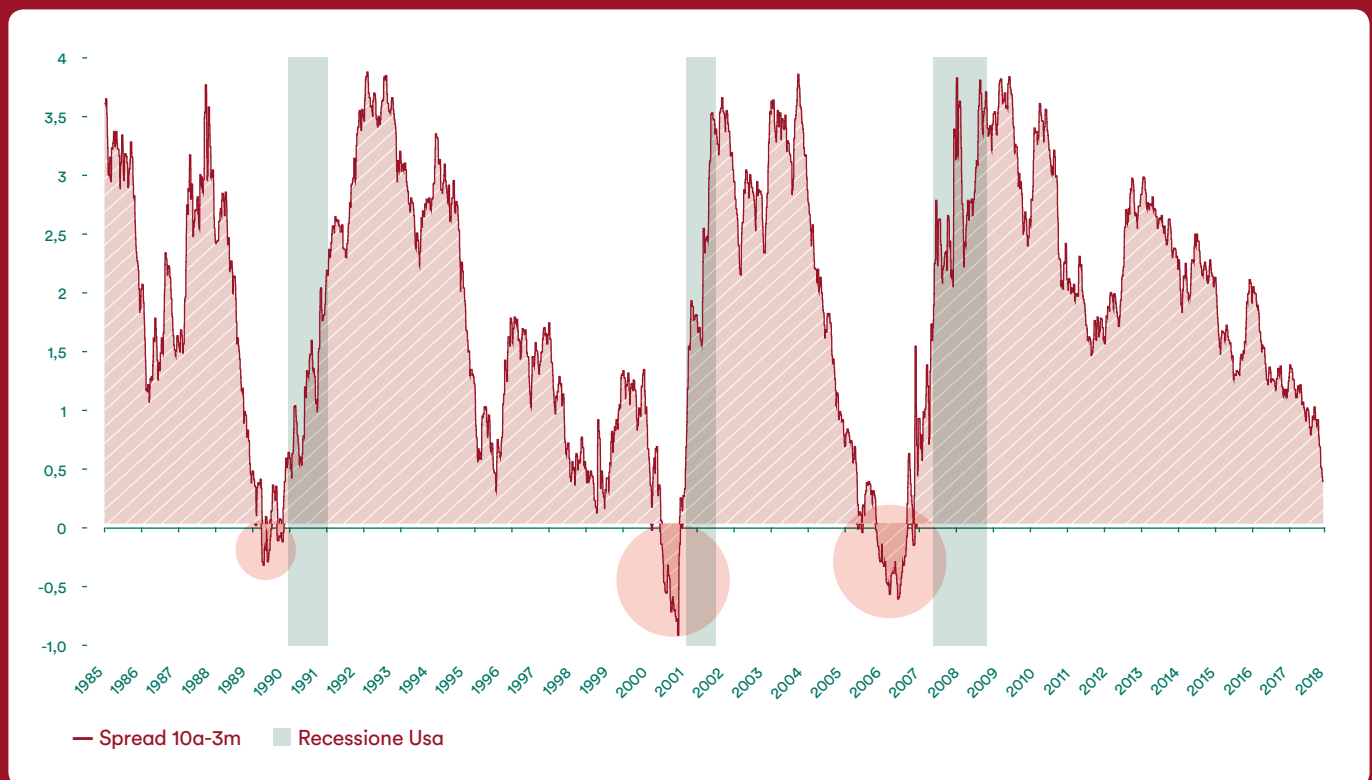
⁸ Un'*escalation* protezionistica infatti avrebbe ripercussioni anche sulla borsa americana, già sotto pressione negli ultimi mesi, e ciò potrebbe rappresentare un fattore determinante per smorzare la rigidità dell'amministrazione americana in relazione ai negoziati.



BOX 1. Stati Uniti: recessione e crollo azionario alle porte?

Andando ad analizzare l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato⁹, Continuum economics ha rilevato che tra le diverse differenze tra scadenze da tenere sotto controllo per gli Stati Uniti, quella che è stata più affidabile in termini predittivi è tra i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e a 3 mesi¹⁰. **In tre occasioni, infatti, l'inversione è avvenuta poco prima che l'economia statunitense entrasse in recessione** (Figura 3)¹¹. A inizio 2019, non si è ancora arrivati a un'inversione della curva dei rendimenti e, in ogni caso, la recessione non seguirebbe in modo istantaneo ma occorrerebbero diversi trimestri prima che questa possa avere luogo. Inoltre, guardando ai fondamentali macroeconomici americani (un ciclo maturo ma ancora solido, un mercato del lavoro che continua a vedere nuovi ingressi, un'inflazione sotto controllo), **crediamo che, almeno per il 2019, sia più probabile un rallentamento rispetto a una recessione.**

FIGURA 3. Differenza nei rendimenti a dieci anni e a tre mesi e recessioni economiche (dati mensili, differenza nei rendimenti)



Fonte: Federal Reserve

⁹ I rendimenti forniscono indicazioni di come il mercato valuta un Paese. In particolare, l'inversione dei rendimenti tra breve e lungo periodo (ovvero un tasso del primo superiore al secondo) segnala dubbi sulla tenuta a breve del Paese.

¹⁰ Continuum economics, "Signal From the U.S. Treasury Curve? Pick Your End-Points", 6 dicembre 2018.

¹¹ Questa capacità predittiva viene meno con dati a maggiore frequenza. Osservando infatti i dati giornalieri e settimanali dei titoli con queste due scadenze si osservano dati negativi nel 1998 che non sono stati seguiti da una contrazione del Pil statunitense.

Il 2018 è stato un anno negativo anche per il mercato azionario statunitense, il peggiore dal 2008. L'indice S&P 500 ha perso circa il 7%, specie a causa della performance avversa osservata nell'ultimo trimestre (soltanto tra il 30 novembre e il 24 dicembre l'indice ha perso circa il 15%). La nostra opinione è che il **sell-off** osservato negli Stati Uniti sia una significativa correzione del mercato piuttosto che l'inizio di un crollo su vasta scala. Tale correzione comporta una diversa allocazione del risparmio (che in parte è già avvenuta nell'ultimo trimestre del 2018): dall'azionario all'obbligazionario, dai Paesi avanzati ad alcuni tra gli emergenti più solidi. Vi sono una serie di fattori che crediamo rappresentino dei mitiganti al *worst case scenario* (crollo della borsa): se è vero che le nuove previsioni di gennaio circa l'aumento, in media, degli utili delle aziende dell'indice S&P 500 nel 2019 sono inferiori a quelle di settembre, il dato resta ampiamente positivo (+7,9% vs +10,4%¹²); qualora i mercati azionari dovessero trovarsi sotto pressione, la Fed, verosimilmente, risponderà abbassando le sue previsioni di crescita e rallentando il ritmo del rialzo dei tassi; i dazi e la minaccia di ulteriori controversie commerciali hanno probabilmente pesato sulla performance dei mercati nel 2018 ma, come osservato in precedenza, una risoluzione del "conflitto" tra Pechino e Washington non sembra più così improbabile come nei mesi scorsi. **Ad ogni modo, non si può escludere che in corso d'anno possano verificarsi nuovi "aggiustamenti", più o meno intensi, con potenziali ripercussioni sulle borse di altre geografie.**

La Mappa dei Rischi 2019¹³ offre una riproduzione coerente di questo contesto, specie in relazione all'**eterogeneità delle performance tra economie avanzate** (che pur presentando alcune criticità, non mostrano un quadro dei rischi in deterioramento) **ed emergenti**: il numero di miglioramenti registrati dalle prime rispetto all'anno precedente infatti (26), supera di gran lunga quello dei peggioramenti (4); caso opposto per i Paesi emergenti, dove a fronte di 42 miglioramenti si sono osservati ben 52 peggioramenti (Figura 4). La divergenza nelle performance dei due aggregati è ancor più evidente andando ad analizzare l'"intensità" media delle variazioni: dal lato dei *downgrade* infatti, si rileva che nelle economie emergenti questa è stata maggiore rispetto agli avanzati. Tuttavia, anche dal lato degli *upgrade*, l'intensità media registrata nelle prime è stata superiore, a testimonianza del fatto che, laddove si sono registrati dei miglioramenti, questi sono stati di entità più significativa. **Slovenia, Islanda, Grecia e Austria** sono tra le economie avanzate che mostrano i principali progressi, da imputarsi generalmente a un migliore profilo di rischio bancario. Migliorano anche diversi emergenti a noi "più vicini", quali **Russia** (dove tuttavia l'*upgrade* sembra di natura più temporanea che permanente; si veda *infra*), **Polonia e Croazia**, guidati da un migliore profilo di rischio sovrano. Peggiorano invece, come atteso, **Turchia e Argentina** (si veda Box 2), che scontano le proprie fragilità, ma anche alcune geografie del Golfo, quali ad esempio **Oman e Bahrain**; cresce il rischio di credito anche in Paesi meno "importanti" in termini di peso per il nostro export, quali ad esempio **Nicaragua** (per il deterioramento dell'*outlook* economico, anche a causa di tensioni politiche interne) e **Pakistan** (all'ennesima richiesta di aiuto al Fmi).

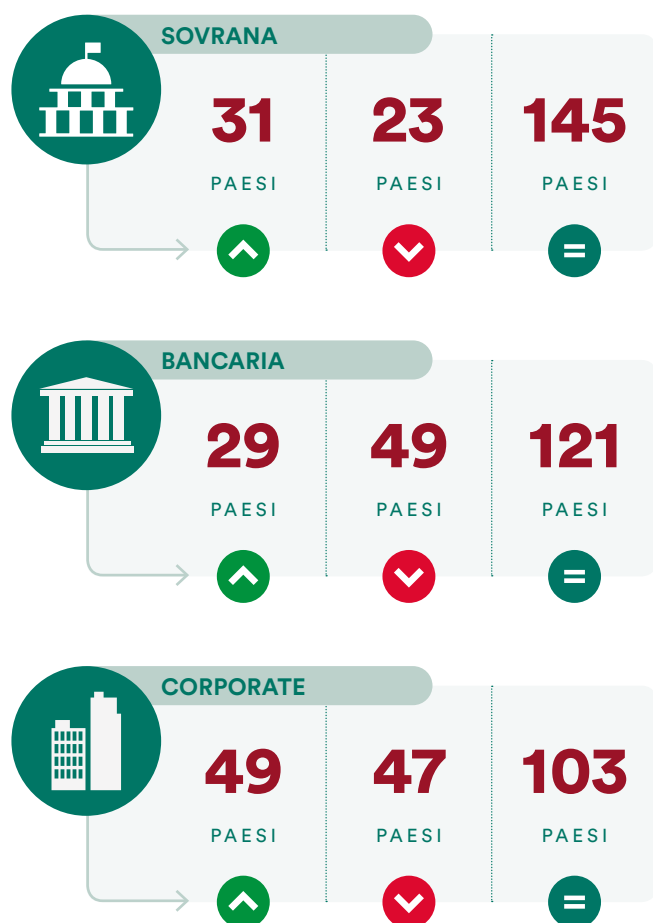
¹² Factset

¹³ La mappa dei rischi SACE SIMEST mostra il livello di "rischio di credito" in ciascuna geografia del mondo. Quest'ultimo è il risultato della media del rischio di credito verso controparti sovrane, corporate e bancarie.

Sul versante dei **rischi politici**¹⁴ invece, non si sono registrate variazioni rilevanti, salvo i prevedibili peggioramenti in **Argentina** e **Turchia**. Si osservano *downgrade* anche in **Nicaragua**, **Kosovo** e **Ucraina** a causa dell'instabilità politica interna e di atti di violenza politica. Si registrano invece miglioramenti in bacini importanti per le esportazioni Made in Italy, quali la **Russia** (13° mercato di destinazione) e gli **Emirati Arabi Uniti** (18°), ma anche in geografie più remote, come ad esempio la **Mongolia**.

FIGURA 4. Rischio di credito: 2019 vs 2018

NUMERO DI VARIAZIONI PER CONTROPARTE



CHI MIGLIORA E CHI PEGGIORA



Fonte: SACE SIMEST

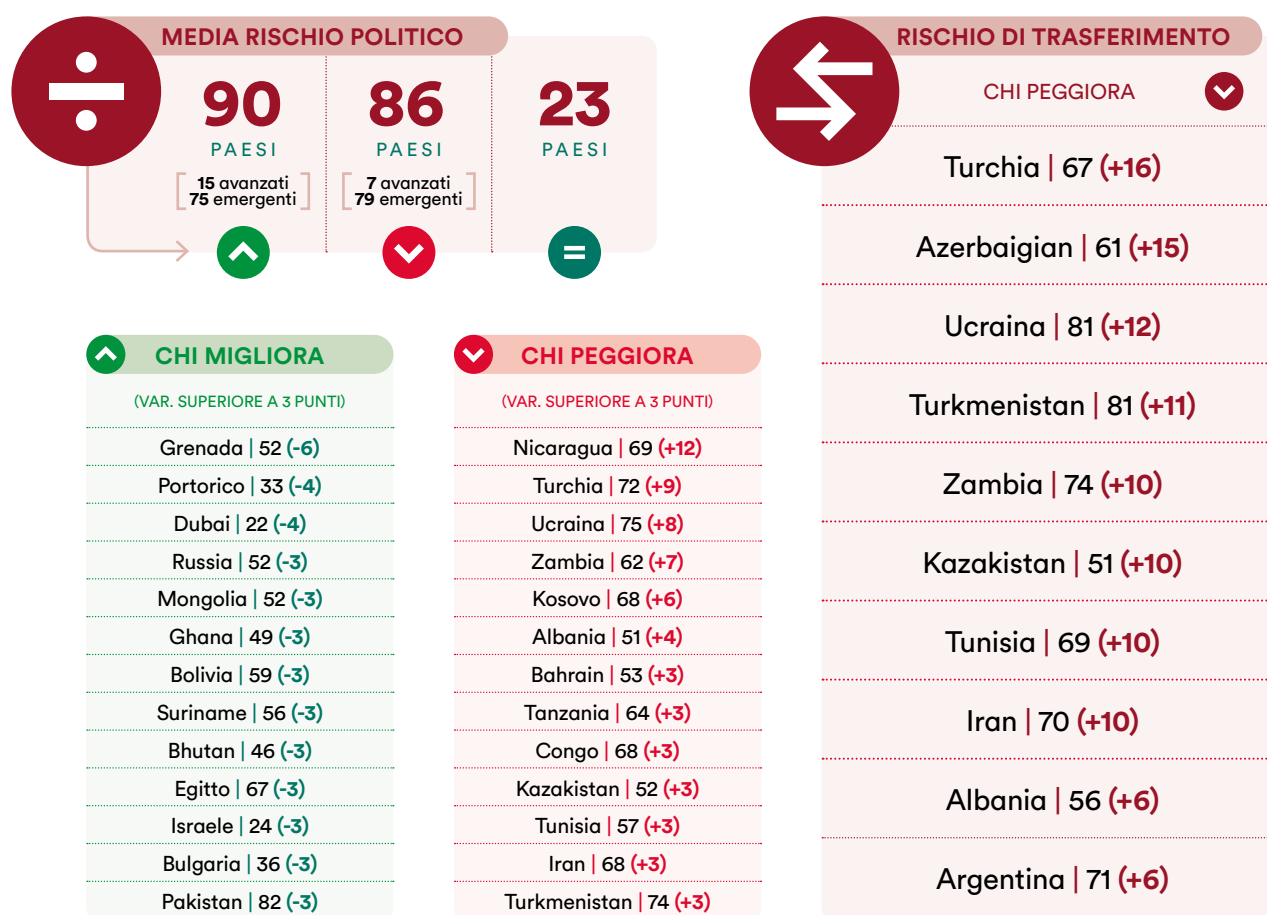
0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo

¹⁴ Tra i rischi politici, SACE annovera tre sottocategorie: esproprio e violazioni contrattuali, rischio guerra e disordini civili, trasferimento capitali e convertibilità.

Merita un approfondimento infine l'aumento riscontrato nel **rischio di trasferimento** (un rischio politico "vestito da economico") che registra 47 peggioramenti a fronte di 31 miglioramenti: **Argentina** e **Turchia** figurano di nuovo nell'elenco dei *downgrade*, insieme a vari Paesi del continente africano (tra cui lo **Zambia**) e di alcuni Paesi dell'Asia centrale (**Turkmenistan**, **Azerbaigian** e **Kazakistan**), dove un calo delle riserve in valuta estera o le restrizioni imposte dai governi hanno reso più difficile trasferire valuta forte al di fuori del Paese; tale rischio si riduce per motivi opposti, invece, in **Egitto** (Figura 5).

FIGURA 5. Rischio politico: 2019 vs 2018

CHI MIGLIORA E CHI PEGGIORA



Fonte: SACE SIMEST

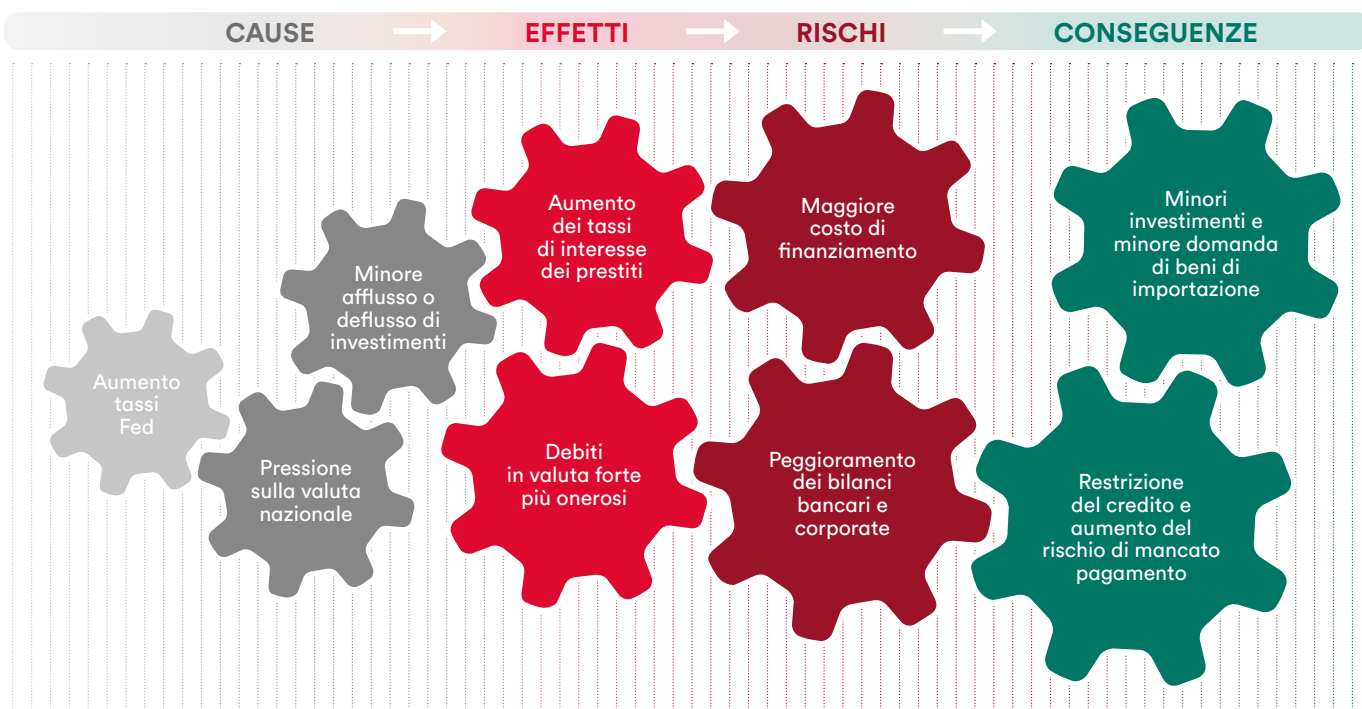
0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo

Dal macro al micro: quali effetti per le nostre imprese?

Le dinamiche di “alto livello” finora descritte sembrano lontane dalle realtà più tangibili che le nostre imprese, specie quelle di piccola e media dimensione, si trovano a fronteggiare quotidianamente. Diciamo subito che non è così. **Episodi “apparentemente” ininfluenti possono rapidamente ripercuotersi anche su di esse, in particolare sulle aziende che operano sui mercati internazionali: dal “macro” al “micro” (Figura 6).**

Il deflusso di capitali da alcuni Paesi emergenti innescato dai rialzi della Fed ha costretto alcuni governi a innalzare considerevolmente i tassi di interesse. Ciò ha determinato un aumento del costo di raccolta per le banche e, di conseguenza, una contrazione dei loro margini. Tale circostanza, sommata al peggioramento del merito creditizio delle imprese (operanti in un contesto economico già particolarmente fragile), ha comportato una contrazione del credito concesso a queste ultime, che hanno dovuto quindi ridimensionare i propri piani di investimento, con effetti recessivi sull’economia. Sono chiari gli impatti avversi sulle nostre imprese esportatrici, in tal caso per quelle fornitrici di beni intermedi e di investimento¹⁵.

FIGURA 6. La trasmissione dei fenomeni macroeconomici all’operatività estera delle imprese italiane



Fonte: SACE SIMEST

¹⁵ Il deterioramento del contesto economico del Paese ha ovviamente avuto effetti negativi anche sulle importazioni di beni di consumo.

I deflussi di capitale hanno inoltre messo sotto pressione le valute di queste economie (ad esempio, la lira turca, che ha perso oltre il 40% del proprio valore rispetto al dollaro nel 2018, e il peso argentino, oltre il 50%). Il deprezzamento della valuta, oltre a rendere meno conveniente l'importazione dei nostri prodotti, ha reso ulteriormente onerosa la posizione debitoria di banche e imprese, in particolare quelle indebitate in valuta estera (si veda Box 3)¹⁶. Per le nostre imprese esportatrici, il rischio di incorrere in un mancato pagamento in queste geografie con controparti private è quindi inevitabilmente aumentato.



BOX 2. I “casi” Argentina e Turchia

Il 2018 ha messo a nudo le fragilità di Turchia e Argentina, due casi diversi ma accumulati dalla rapida evoluzione degli eventi. **Il deterioramento del quadro economico-finanziario nei due Paesi è riflesso nella Mappa dei Rischi**, che evidenzia un peggioramento dello score medio relativo al rischio di credito di 4 punti in Argentina (da 74 a 78) e di 14 punti in Turchia (da 58 a 72).



L'economia di Ankara ha risentito degli squilibri macroeconomici (un ampio deficit nelle partite correnti, conti pubblici fragili e un elevato indebitamento privato in valuta forte), generati da tassi di crescita non sostenibili nel tempo (del 6%, in media, nel periodo 2013-2017), **e delle incertezze sul fronte politico**. A partire da settembre il governo turco ha adottato diverse contromisure, in particolare, una politica monetaria più conservativa (la banca centrale ha progressivamente incrementato i tassi di interesse) e la definizione di un obiettivo più restrittivo per l'inflazione¹⁷. **Il Paese ha registrato alcuni progressi, specie dal lato del tasso di cambio** (stabilizzatosi nell'intorno delle 5,2 lire per dollaro rispetto al picco negativo del mese di agosto con 6,8 lire per dollaro) **e dell'inflazione** (scesa a circa il 20%). L'insieme di tali misure ha migliorato la percezione del rischio Paese, visibile ad esempio nella conferma dei prestiti sindacati rinnovati dagli istituti esteri alle principali banche turche. Le prospettive tuttavia sono di una recessione nel 2019 e una moderata ripresa negli anni successivi. La velocità di questa ripresa dipenderà dal mantenimento di una politica monetaria conservativa, che dia nuova credibilità alla banca centrale, e di un'adeguata politica fiscale (da questo punto di vista il Paese ha spazio per intervenire ma occorre farlo in modo mirato).

¹⁶ Gli istituti bancari hanno inoltre risentito del peggioramento della qualità dei portafogli (a causa dell'aumento delle sofferenze).

¹⁷ A ciò si è accompagnata una relativa stabilizzazione sul fronte politico (si pensi, ad esempio, alla liberazione del pastore americano Brunson).



Simile la dinamica della crisi Argentina, a cui i mercati non perdonano le persistenti fragilità economiche e le incertezze politiche. Se il progressivo rialzo dei tassi americani ha comportato i ben noti effetti in termini di deflussi di capitali da Buenos Aires, la percezione dei mercati di un allentamento nell'obiettivo di riduzione del tasso di inflazione da parte della banca centrale e la peggiore siccità degli ultimi 50 anni hanno minato la fiducia degli investitori. Gli interventi della banca centrale volti ad arginare la svalutazione del peso (ripetuti aumenti dei tassi di interesse e utilizzo delle riserve in dollari) non sono stati sufficienti a placare i mercati e il presidente Macri ha richiesto l'aiuto del Fmi, siglando un piano da complessivi 56,3 miliardi di dollari. Si è reso inoltre necessario procedere a significativi tagli di spesa, andando a deprimere la crescita economica: il Pil è atteso in calo nel 2019 e in moderata ripresa negli anni successivi. **Va tuttavia evidenziato che il governo ha finora pienamente rispettato gli obiettivi posti dal Fondo e la situazione si è stabilizzata, riducendo la probabilità di un default sovrano.** Tuttavia l'adozione di misure di austerità potrebbe essere un elemento determinante nella competizione elettorale prevista a fine ottobre: qualora non dovessero manifestarsi segnali di ripresa economica dal secondo trimestre, il fronte peronista potrebbe cavalcare il malcontento popolare e mettere a serio rischio la rielezione di Macri, generando potenziali incertezze relative al destino dell'accordo con il Fondo.

I mesi di instabilità vissuti dalle due economie non hanno lasciato indenni gli esportatori italiani. Nonostante un avvio d'anno positivo, i dati segnalano un decremento delle vendite di circa il 10% in entrambi i mercati¹⁸. **Per entrambi i Paesi il comparto più penalizzato è quello della meccanica strumentale** che pesa per oltre il 40% in Argentina e per poco più del 20% in Turchia.

Nuove turbolenze in arrivo?

Al di là delle etichette che ciclicamente sono associate ai Paesi che si trovano ad affrontare turbolenze come quelle descritte (*Fragile Five*, *Troubled Ten*, e così via), **è innegabile che vi sia un certo numero di Paesi che, per caratteristiche strutturali, finiscano per essere i principali "indiziati" di eventuali nuove crisi finanziarie e valutarie.** Ma quali sono i rischi "reali"? Di certo occorre effettuare adeguati distinguo, sia all'interno dell'aggregato, poiché **ci sono "emergenti ed emergenti"**, sia all'interno delle aree ove questi sono collocati. Nonostante le criticità, vi sono Paesi con fondamentali che ci fanno ritenere che non si verificheranno crisi generalizzate come quelle che hanno riguardato Argentina e Turchia nel 2018¹⁹ (Figura 7).

¹⁸ Dati relativi ai primi 10 mesi del 2018. La riduzione dei beni venduti in Turchia è molto più elevata in termini assoluti. Nel 2017 infatti, l'export italiano verso il Paese è stato pari a 10,1 miliardi di euro a fronte di 1,3 miliardi verso l'Argentina.

¹⁹ Cfr. Box 2

FIGURA 7. La scorecard dei rischi

	DEBITO ESTERO SUL PIL	IMPORT COVER	DEFICIT PARTITE CORRENTI SUL PIL	FLUTTUAZIONE TASSI DI CAMBIO NEL 2018	RISCHIO DI CREDITO 2019 E VAR. vs 2018
Argentina					78
Turchia					72
Brasile					59
Messico					35
India					57
Indonesia					58
Sri Lanka					72
Russia					62
Sudafrica					54
Zambia					77
Pakistan					76

	> 50%	< 4 mesi	> 5%	Depr. > 20%	rischio in aumento
	30% - 50%	4-8 mesi	2% - 5%	Depr. < 20%	nessuna variazione
	< 30%	> 8 mesi	< 2%	Aprr.	rischio in diminuzione

Fonte: SACE SIMEST, Eiu



Le condizioni finanziarie più stringenti possono esacerbare il rischio di rifinanziamento in Paesi come il **Pakistan** e lo **Sri Lanka**. In queste economie i bond internazionali in scadenza tra il 2019-2020 hanno un peso importante rispetto alle riserve internazionali. In Sri Lanka, che ha un debito estero totale di 55 miliardi di dollari (circa il 60% del Pil) e che ha sperimentato un deprezzamento del 18% della propria valuta nel 2018, tale rapporto è del 31%; in Pakistan, del 18%.

Le turbolenze estive hanno determinato deprezzamenti valutari e riduzione di riserve in **India** e **Indonesia**, ma di entità ridotta rispetto a quanto osservato in Argentina e Turchia. In prospettiva, sarà dunque importante valutare il livello di riserve e il relativo flusso nel tempo al fine di gestire i conti con l'estero, i ripagamenti e il rischio di rifinanziamento in un contesto di condizioni finanziarie restrittive. Ulteriori criticità derivano dai deficit delle partite correnti e dai deficit fiscali²⁰.

²⁰ Specialmente in un anno di campagna elettorale questi risentono di un aumento di spesa pubblica che può risultare talvolta poco produttiva.

Lo score medio del rischio di credito riflette un generale peggioramento, in particolare per India (da 54 a 57) e Indonesia (da 54 a 58), ma tali Paesi mostrano una maggiore capacità di fare fronte a shock rispetto ad Argentina e Turchia: entrambe le economie asiatiche hanno dinamiche di crescita positive con un Pil che viaggia a tassi del 5-7%, importanti piani di sviluppo infrastrutturale e registrano miglioramenti del *business environment*. In questo contesto, **l'export italiano verso India e Indonesia** (che nel 2017 hanno accolto, rispettivamente, 3,2 e 1,1 miliardi di euro di nostri beni) **ha continuato ad avanzare in modo significativo anche nel 2018** grazie a un incremento superiore al 10% in entrambe le geografie nei primi 10 mesi.



📍 Africa

Le turbolenze che hanno riguardato principalmente Turchia e Argentina sembrano aver avuto effetti minori anche in **Sudafrica**, primo mercato per l'export italiano in Africa Subsahariana e che vale circa 2 miliardi di euro. La struttura del debito è favorevole, in quanto denominato principalmente in valuta locale e con scadenze lunghe (15 anni). Soltanto il 10% è in valuta estera, riducendo l'esposizione agli shock nel mercato dei cambi, mentre circa il 40% del debito denominato in rand è detenuto da non-residenti. L'assenza di esposizione rilevante in valuta dei settori pubblico, bancario (solo l'8% del totale dei prestiti) e corporate permette di ridurre gli shock derivanti da forti movimenti del tasso di cambio. Una minore vulnerabilità emerge anche dal nostro indicatore di rischio medio del credito che registra solo un lieve peggioramento, da 52 a 54. Se per quanto riguarda i rischi esterni il Paese sembra essere relativamente immune, la recente recessione tecnica, l'incertezza legata alle elezioni del maggio 2019 e le tensioni finanziarie registrate dalle principali società a controllo statale potrebbero comunque influenzare il livello di rischio del Paese nel prossimo futuro. Lo **Zambia** si troverà a rifinanziare circa 3 miliardi di dollari di debito tra il 2022 e il 2027, circa una volta e mezzo lo stock di riserve in valuta a fine 2018. Nell'anno precedente i rendimenti sui bond sono aumentati e il tasso di cambio si è deprezzato del 25%. Questo indica un aumento dei costi di rifinanziamento per il Paese e maggiori pressioni sulle finanze pubbliche. Tale dinamica si riflette anche sull'aumento del rischio di credito SACE, che passa da 64 del 2018 a 77 del 2019.



📍 America latina

Si è aperta una fase di incertezza legata alla conduzione di politica economica che il nuovo presidente Obrador porterà avanti in **Messico** e il neo eletto presidente Bolsonaro perseguirà in **Brasile**. Quest'ultimo punta su privatizzazioni e apertura commerciale, che potrebbero supportare la ripresa economica, già in atto dal 2017. Inoltre, il Paese presenta alcuni elementi di forza: un livello adeguato delle riserve valutarie (circa 370 miliardi di dollari a fine 2018, pari a 18 mesi di import cover), un debito estero in rapporto al Pil contenuto (circa 32% nel 2018) e un solido sistema finanziario. Sarà tuttavia importante capire in che modo verrà affrontato il problema della riforma delle pensioni per riportare sotto controllo la dinamica del deficit fiscale (vicino al 9% del Pil) e del debito pubblico (superiore all'80% del Pil).

Tale debolezza della finanza pubblica ha portato a un peggioramento del nostro score di credito per il Paese da 56 a 59, mentre il Messico, primo mercato dell'export italiano nell'area (e che vale oltre 4 miliardi di euro) è migliorato di un punto (da 36 a 35), grazie anche alla firma dell'accordo commerciale con Stati Uniti e Canada, l'Usmca, dopo due anni di negoziati che avevano creato incertezza tra gli operatori economici.

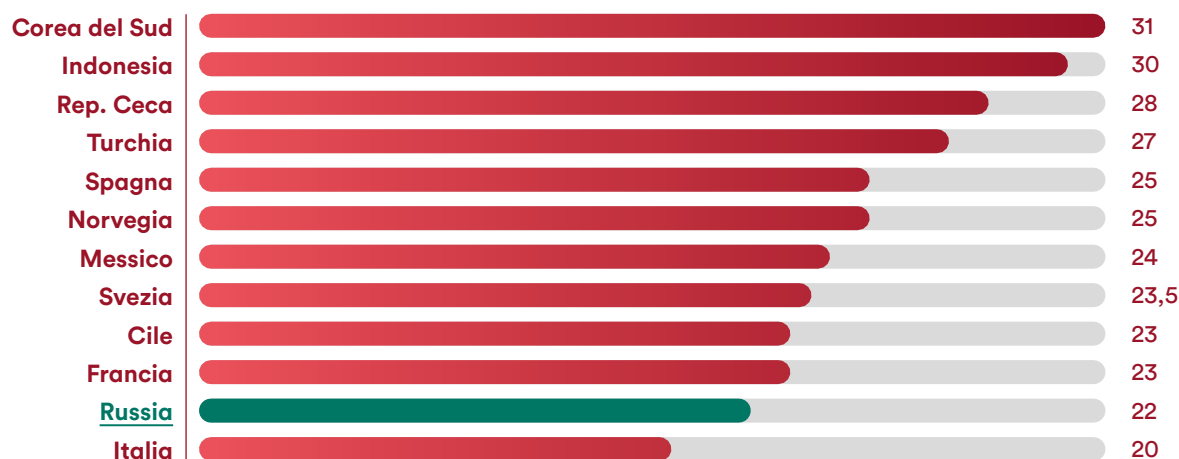


Il miglioramento degli score sottostanti alla nostra mappa (da 66 a 62) è da considerare alla luce della relativa stabilità del quadro, che è già un segnale positivo, tenendo presente le difficoltà collegate alle sanzioni, e di **alcuni elementi “ambientali” favorevoli** (petrolio in ripresa rispetto ai minimi del 2015-inizio 2016, campionato del mondo di calcio). In questo contesto l'economia russa dovrebbe aver bissato la crescita del 2017 anche nel 2018 (+1,5%), seppure al di sotto del fatidico “potenziale”, e ha saputo mantenere un rapporto debito/Pil molto basso (oggi al 16%).

Il Paese ha tuttavia necessità di compiere progressi dal lato dell'implementazione delle riforme strutturali e degli investimenti al fine di ampliare la diversificazione produttiva e ridurre l'esposizione a turbolenze valutarie. In caso contrario, i miglioramenti rischiano di essere soltanto temporanei e non di lungo termine. La Fiscal Rule, entrata in vigore il 1° gennaio, punta a neutralizzare shock esogeni, legati ad esempio alle materie prime, e ha come obiettivo quello di garantire il pareggio di bilancio per un prezzo del petrolio di 40 dollari per barile, un livello ben inferiore rispetto al *consensus* attuale (circa 60 dollari in media per il 2019) e al prezzo di lungo periodo che prevediamo in diminuzione sui 50 dollari.

La Fiscal Rule muove di fatto nella direzione dell'autarchia economica, rafforzando la tenuta del rublo e contenendo l'inflazione, mentre poco si sa sugli investimenti e sulla capacità di attrarre più investitori stranieri. Occorre ricordare, infatti, che **gli investimenti della Russia di Putin (2000-oggi) sono molto inferiori rispetto ad altri Paesi e a numerosi emergenti** (Figura 8).

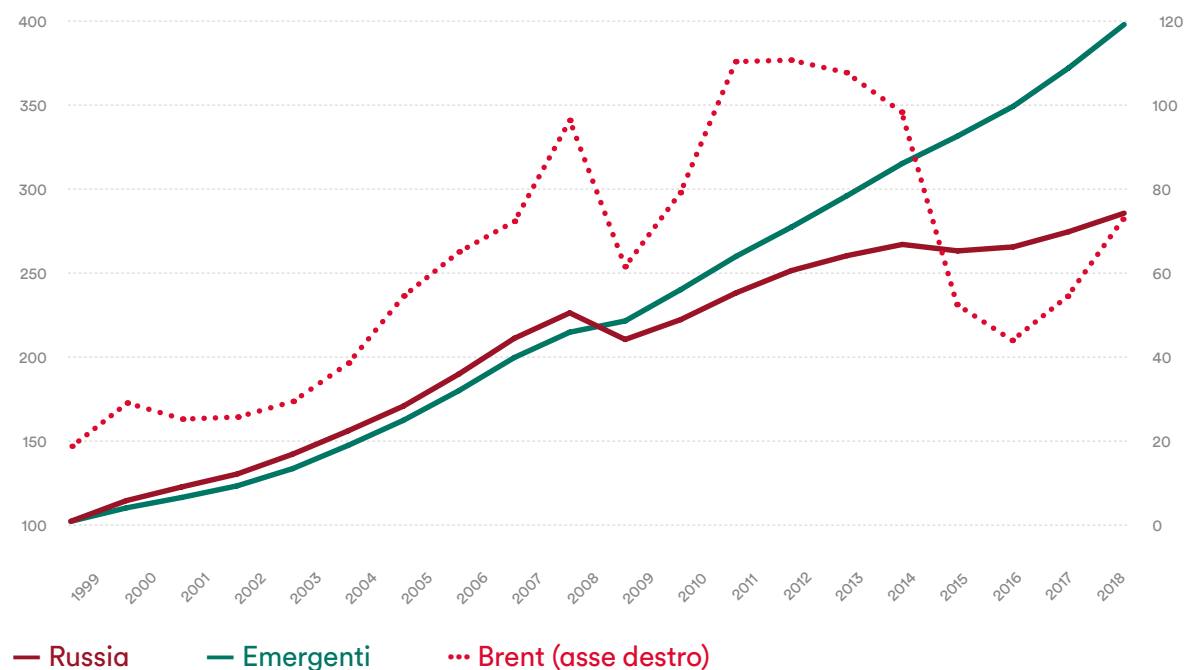
FIGURA 8. Peso medio degli investimenti sul Pil 2000-2017,%



Fonte: elaborazioni SACE SIMEST su dati Ocse, Rosstat

La spinta degli investimenti, anche privati, è senz'altro mancata nell'ultimo decennio (non solo a causa delle sanzioni) e ha frenato il passo dell'economia russa nonostante i picchi di prezzo del petrolio (Figura 9). **Le sanzioni e l'incertezza sugli impatti di eventuali nuove misure hanno invece alimentato un flusso di capitali in uscita dal Paese nel 2018, stimato in 67,5 miliardi di dollari, più del doppio rispetto al 2017 (31,3 miliardi).** L'andamento del rublo, per effetto dei flussi in uscita, si è slegato dal petrolio: le quotazioni del rublo sul dollaro erano addirittura diminuite del 14% nei primi nove mesi del 2018, nonostante il Brent si fosse apprezzato del 25%.

FIGURA 9. Andamento del Pil (PPP, 1999=100) in Russia e nei Paesi emergenti e media annua del Brent, 1999-2018



Fonte: elaborazioni SACE SIMEST su dati Fmi

La ritrosia ad aprire il sistema a nuovi investitori, la riduzione dei finanziamenti internazionali causata dalle sanzioni e l'arretratezza tecnologica in alcuni comparti dell'oil & gas potrebbero comprimere l'output complessivo di petrolio russo nell'arco di 4-5 anni. In modo abbastanza comprensibile, **l'accoppiata calo del prezzo del petrolio – sanzioni, ha infatti rallentato gli investimenti nella meccanica strumentale, una delle principali categorie del nostro export, anche verso Mosca.** Proprio l'aumento della spesa nel comparto rappresenta senz'altro un punto di partenza per rafforzare la crescita di lungo periodo.



BOX 3. L'aumento dell'indebitamento in valuta

L'apprezzamento del dollaro e le condizioni finanziarie restrittive, non solo hanno avuto i già evidenziati effetti sui flussi di capitali, ma hanno anche determinato un **aumento dell'indebitamento in valuta** (principalmente in dollari) **nelle geografie emergenti che, negli ultimi anni, ha esposto diversi di questi Paesi al rischio di costi di rifinanziamento sempre più elevati**. Nell'ultima decade infatti l'elevata liquidità nei mercati globali ha favorito l'emissione di debito e modificato la composizione dell'indebitamento tra finanziamenti internazionali a mercato, domestici e di natura concessionale²¹. Ad esempio, in **Mongolia, Georgia, Sri Lanka, Honduras ed Egitto** si è verificata una riduzione di oltre 20 punti percentuali dell'indebitamento di natura concessionale sul totale del debito estero negli ultimi 10 anni. **Va da sé che l'aumento dell'indebitamento a mercato potrebbe inficiare sulla solvibilità di un Paese nel caso di un aumento del rischio di credito e di nuove turbolenze nei mercati internazionali**. Tuttavia, oggi il *funding* internazionale sta diventando più oneroso e più difficile da ottenere per via dell'aumento dei tassi d'interesse e un inevitabile ribilanciamento dei portafogli verso attività meno rischiose.

Convertibilità e trasferimento valutario: l'altra “faccia” del rischio di mancato pagamento

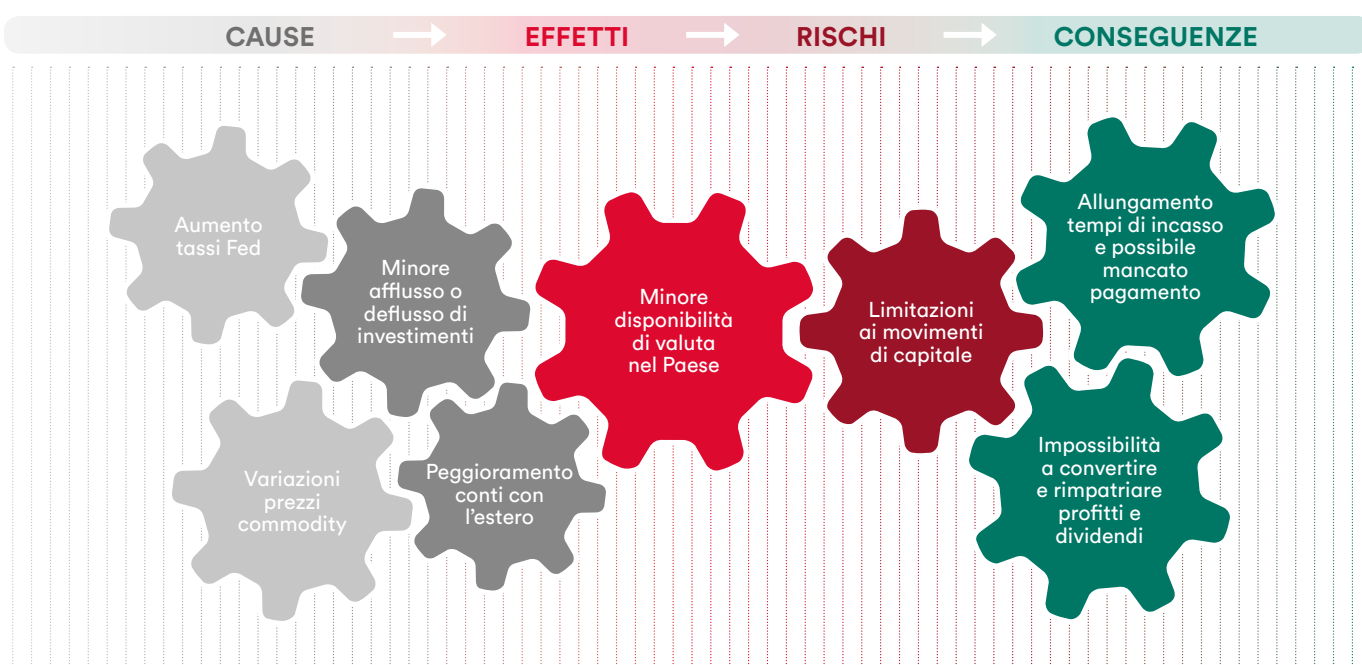
I rischi del credito legati a una difficile situazione economico-finanziaria del proprio partner commerciale rappresentano solo una “faccia” delle complessità nell'operare all'estero. **Può succedere, specialmente nelle geografie emergenti più fragili, che la controparte abbia in effetti le possibilità economiche per onorare le proprie obbligazioni commerciali ma ciò non le sia possibile a causa di problematiche prettamente “politiche” insorte nel suo Paese**. È questo quanto avviene ad esempio quando sono adottate restrizioni alla convertibilità della valuta nazionale in valuta forte o al trasferimento all'estero di profitti e dividendi, un'altra “faccia” che può compromettere l'opportunità di fare business all'estero per gli esportatori e gli investitori.

La probabilità che ciò avvenga è più alta laddove sussistono determinate caratteristiche nell'economia in cui si opera, come ad esempio l'adozione di un regime di cambio fisso o una bilancia dei pagamenti dipendente dai flussi finanziari esteri. In simili circostanze, uno shock esogeno nei mercati internazionali può innescare un deflusso di capitali vitali per un'economia emergente incapace di contrastarne gli effetti. **In mancanza di un livello adeguato di riserve valutarie** in grado di assorbire la minore disponibilità di risorse, infatti, **le autorità monetarie possono trovarsi costrette a limitare i movimenti di capitale a disposizione di banche e imprese** nella loro attività finanziaria e commerciale in ambito nazionale e con l'estero.

²¹ Prestiti a condizioni agevolate rispetto a quelle di mercato, che si caratterizzano per tassi di interesse più convenienti rispetto a quelli di mercato o per la presenza di un periodo di grazia (*grace period*), o una combinazione di entrambi gli elementi.

Cosa significa questo per le imprese che operano in questi Paesi? Per un investitore, significa ad esempio l'impossibilità di convertire i propri profitti maturati in valuta locale e rimpatriarli, mettendo a rischio l'intera logica dell'investimento. Nel caso di un esportatore, oltre al rischio massimo di dover subire un mancato pagamento, un allungamento dei tempi di incasso dei propri crediti commerciali può compromettere gli equilibri del proprio conto economico, fattore critico specialmente per le piccole e medie imprese (Figura 10).

FIGURA 10. La trasmissione delle difficoltà valutarie sull'operatività estera delle imprese



Fonte: SACE SIMEST

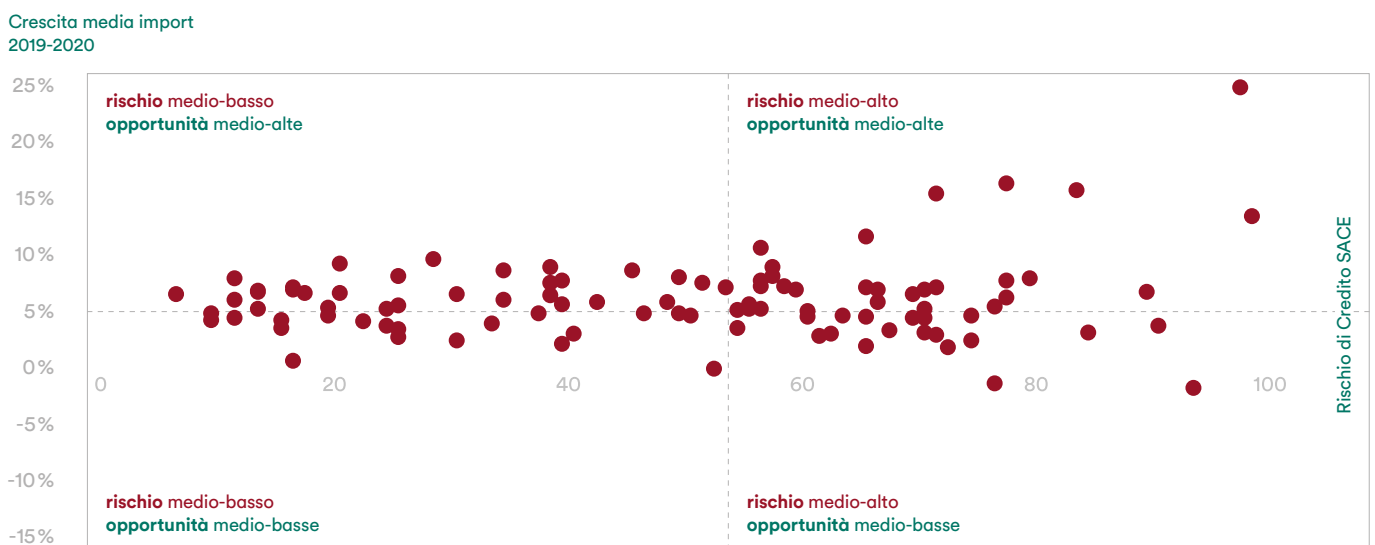
Per quanto le economie emergenti siano generalmente meglio attrezzate, rispetto al passato, ad assorbire questi shock esogeni, il rischio di difficoltà nelle operazioni di convertibilità e trasferimento valutario rimane una criticità da tenere in considerazione se si vogliono cogliere le opportunità presenti in questi mercati.

Rischi: costante nella storia. Opportunità: altrettanto

Il quadro dei rischi delineato da SACE SIMEST per il 2019 ha l'obiettivo di porsi come utile strumento informativo per le imprese, specie quelle meno strutturate, che operano o abbiano intenzione di affacciarsi sui mercati internazionali. **Ma l'approfondimento del quadro dei rischi finisce con il rivelarsi un esercizio parziale se non abbinato a un'adeguata lettura delle opportunità.** L'ambizione dell'analisi SACE SIMEST di seguito riportata è proprio quella di cogliere tale ambivalenza.

Abbiamo esaminato, parallelamente ai profili di rischio dei Paesi, anche le prospettive di crescita dell'import delle prime 100 destinazioni dell'export italiano²² (Figura 11). Tracciando il valore mediano per entrambe le variabili considerate, dal grafico emergono quattro quadranti, ovvero quattro diverse combinazioni possibili di rischio-opportunità.

FIGURA 11. La mappa rischi-opportunità dei primi 100 mercati di sbocco



Fonte: SACE SIMEST, Eiu

Nota: rischio di credito SACE, 0 = minimo; 100 = massimo.

Ne è emerso un quadro del nostro export piuttosto eterogeneo e ben distribuito tra i quadranti, a testimonianza della flessibilità dimostrata dalle imprese italiane in termini di mercati di sbocco con diversi livelli di rischiosità.

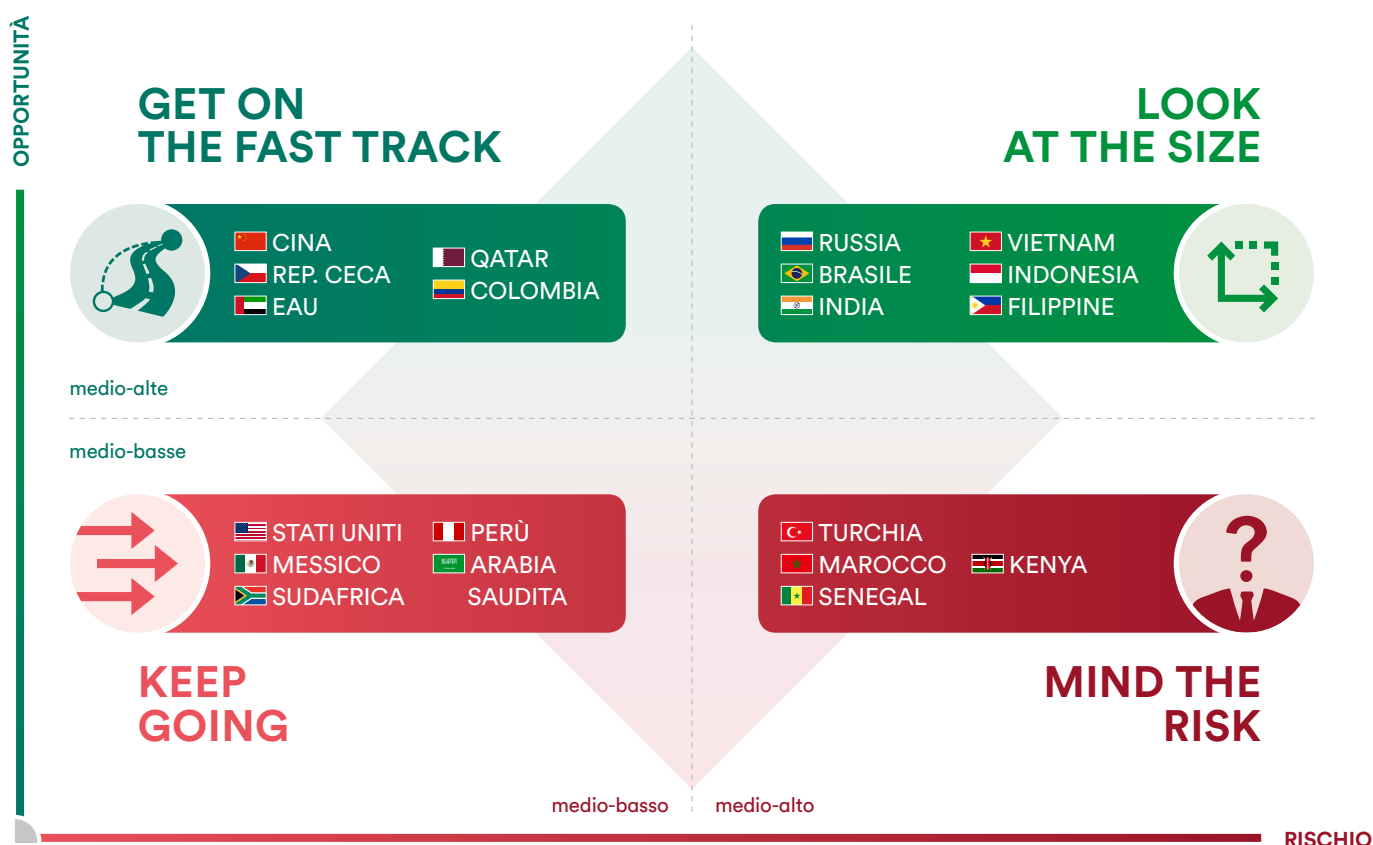
²² È chiaro che laddove è atteso un aumento della domanda di beni di importazione risiederanno anche le migliori opportunità per i prodotti delle nostre imprese esportatrici.

È evidente che l'obiettivo di una classificazione di questo tipo è di semplificare la lettura dei risultati ma, in un mondo tanto complesso come quello descritto finora, non bisogna incorrere nell'errore di trarre conclusioni nette. Qualsiasi esportatore vorrebbe infatti operare nei mercati con un profilo di rischio medio-basso e con elevate opportunità ma occorre tenere bene a mente due aspetti:

- dietro le medie si nascondono diverse informazioni. Ad esempio, laddove a livello aggregato i rischi e le opportunità possono essere di un certo tipo, alcune controparti o settori potrebbero muoversi in controtendenza²³;
- la realtà globale è soggetta a continui mutamenti, con il risultato che alcuni Paesi/settori possono cambiare rapidamente prospettive. La **conoscenza dei rischi**, la **diversificazione dei mercati di sbocco** e l'utilizzo di **adeguati strumenti finanziario-assicurativi** costituiscono dei mitiganti di fondamentale importanza in questo senso.

Tenendo a mente queste precisazioni, di seguito mostriamo in quali quadranti si collocano le **20 geografie prioritarie** individuate da SACE SIMEST²⁴ (Figura 12).

FIGURA 12. Rischi e opportunità per le 20 geografie prioritarie di SACE SIMEST



Fonte: SACE SIMEST

²³ In questo senso SACE SIMEST rende disponibili gratuitamente sul proprio sito: il dettaglio dei rischi di credito per controparti (sovrane, bancarie e corporate) e dei rischi politici per natura (esproprio e violazioni contrattuali, rischio guerra e disordini civili, trasferimento capitali e convertibilità) per circa 200 Paesi; le previsioni dell'export italiano per 68 Paesi e 13 settori merceologici.

²⁴ Cfr. SACE, "Rapporto Export 2018: Keep calm and Made in Italy", 2018.

Sebbene in lieve rallentamento, la **Cina** non poteva che trovarsi tra le geografie meglio posizionate in termini di rischio-opportunità; il rallentamento degli **Stati Uniti** è la causa dello slittamento nel quadrante in basso a sinistra del Paese che, in ogni caso continuerà a rappresentare un mercato dalle potenzialità elevate (e ancora non pienamente espresse specie negli Stati in cui le nostre imprese sono poco presenti); con 95 milioni di abitanti, il **Vietnam** è il Paese meno popoloso tra quelli collocati nel quadrante in alto a destra. La crescita non può non passare anche per le dimensioni del mercato. Le turbolenze che hanno colpito la **Turchia** ne hanno inevitabilmente ridotto il potenziale, ma crediamo sia un mercato su cui si possa ancora puntare in un'ottica di lungo periodo seppure con le cautele già sopra evidenziate. Tra le geografie a rischio medio-alto, non mancheranno buone occasioni per i nostri esportatori anche nel continente africano (ad esempio in **Marocco**, **Kenya** e **Senegal**).

Diversificare i mercati di sbocco significa anche allocare il rischio su più Paesi ed essere quindi meno esposti a shock in una determinata geografia. Le imprese hanno possibilità di attingere a un ampio set informativo su rischi e opportunità relativi a Paesi e settori. Tali fonti sono spesso gratuite, come nel caso di SACE SIMEST²⁵, ma anche di altri autorevoli provider. Trasformare queste informazioni in strumenti di lavoro quotidiano è una delle sfide più importanti che, soprattutto le imprese medio-piccole, devono raccogliere.

²⁵ SACE SIMEST ha messo in campo un nuovo programma ("Education to Export") con l'obiettivo di avvicinare le Pmi ai mercati esteri e rafforzare la preparazione di quante già vi operano attraverso percorsi formativi digitali e in aula. Cuore del programma è il portale e2e.sacesimest.it piattaforma digitale dove le imprese possono accedere gratuitamente ad analisi, articoli, tutorial e testimonianze utili per muoversi nel mondo dell'export.

Disclaimer

Il Focus On Mappa dei Rischi è una pubblicazione periodica di SACE SIMEST redatta a scopo informativo e divulgativo. I dati e le informazioni storiche provengono da fonti ufficiali e attendibili e fanno riferimento a quanto disponibile alla data del 20 gennaio 2019.

A cura di

Ufficio Ricerca e Studi

Contatti

Servizio clienti:

Numero Verde
800-269264 info@sace.it

Ufficio stampa:

+39 06 6736888 - ufficio.stampa@sace.it

