

FOCUS ON

Mappa dei Rischi SACE 2018: *Adelante con juicio*

A cura dell'Ufficio Studi Economici

Executive summary

- **La crescita globale nel 2017 si è finalmente rafforzata.** Il miglioramento congiunturale si è riflesso sugli scambi internazionali, con benefici significativi sull'export di molti Paesi, tra cui l'Italia.
- Anche gli indici di rischio SACE danno evidenza del *momentum* positivo della crescita globale. **Su 198 Paesi analizzati, sono 138 quelli che, in media, hanno un profilo di rischio credito migliore o invariato rispetto allo scorso anno.**
- I Paesi che hanno registrato un miglioramento di categoria rappresentano circa 70 miliardi di euro di export italiano per un peso sul totale di circa il 17%, mentre quelli che sono peggiorati circa 38,5 miliardi di euro.
- **Nel corso del 2017 si è, però, diffuso un senso di *déjà vu* rispetto al 2007.** Crescita robusta, inflazione sotto controllo, condizioni finanziarie favorevoli, bassa volatilità dei mercati e "inversione" del ciclo delle *commodity*. **Nel decimo anniversario dallo scoppio della crisi finanziaria globale riappare un contesto molto positivo**, come quello pre-crisi, **nel quale però hanno avuto origine forti squilibri.**
- Cosa rischia di sfuggirci, quindi? **Bisogna evitare di trascurare i fattori di rischio latenti**, che sono, a nostro parere tre. In primo luogo **l'indebitamento**: il tanto auspicato processo di *deleveraging* non si è, difatti, ancora messo in moto e in alcuni Paesi il settore corporate risente di elevati livelli di *leverage*.
- In secondo luogo, **la ripresa dei prezzi delle commodity** che ha un impatto sui conti pubblici dei Paesi che esportano materie prime. La Mappa dei Rischi 2018 mostra infatti un'attenuazione del profilo di rischio di diversi emergenti fortemente dipendenti dalle *commodity* (Arabia Saudita, Russia, Brasile, Argentina), con alcune eccezioni (Mongolia, Venezuela, Libia).
- Il terzo elemento su cui porre attenzione sono **i rischi politici**: si vedono meno ma fanno male. In particolare il rischio di instabilità e violenza politica è l'unica fattispecie di rischio che, in media, nel 2017 ha registrato un peggioramento a livello globale. Si nota un incremento di tale tipologia di rischio in Paesi considerati "insospettabili", che registrano crescenti episodi di violenza politica ma che storicamente non sono considerati come aree a elevato rischio. Alcuni esempi: Filippine, India, alcuni Paesi "Stan" e dei Balcani.
- **Rimangono comunque attuali i ritardi o le interruzioni nei flussi di pagamento** da aziende clienti o istituzioni di varia natura, **così come l'impatto di eventi politici inattesi sui contratti commerciali**, che possono compromettere l'attività delle imprese. Rischi che è possibile mitigare attraverso appositi strumenti finanziari e assicurativi, *advisory*, recupero crediti e un accesso tempestivo a informazioni e analisi specifiche.

OPPORTUNITÀ E RISCHI. DUE FACCE DELLA STESSA MAPPA



Con la Risk&Export Map 2018 hai uno strumento unico per valutare il rischio dei tuoi mercati di riferimento e fare scouting di nuove opportunità.

- Da un lato, la **Risk Map** misura il rischio di credito cui si espongono le aziende nell'operare all'estero. A ciascun Paese viene associato un punteggio da 0 a 100 (dove 0 rappresenta il rischio minimo e 100 il rischio massimo): le gradazioni di verde, arancione e rosso rappresentano rispettivamente Paesi con un range di rischio basso, medio ed elevato.
- Dall'altro, l'**Export Map** consente di individuare le migliori opportunità per le esportazioni italiane nel mondo. L'indice è calcolato su una scala da 0 a 100 dove 100 rappresenta la massima opportunità.

Su quali mercati puntare per crescere all'estero?

Richiedi una copia della mappa e realizza subito la tua impresa!

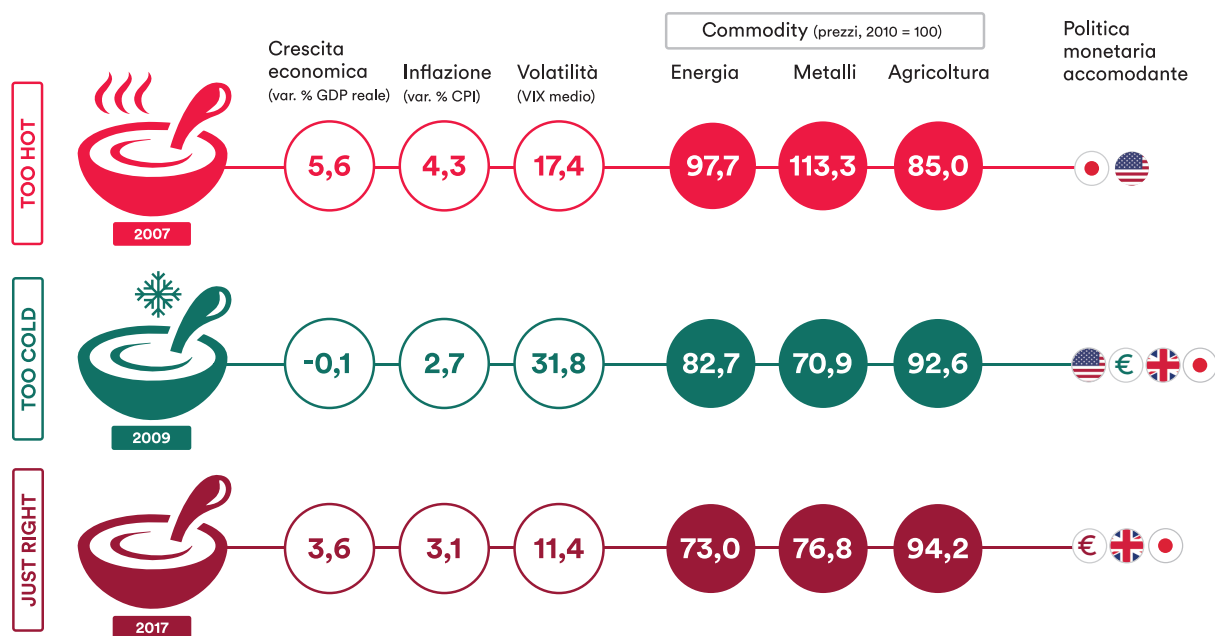
RICHIEDI UNA COPIA

Goldilocks economy: come nel 2007?

La crescita globale si è rafforzata nel 2017, finalmente. Non solo è stata più intensa del previsto, ma ha anche coinvolto numerose geografie¹. Paesi che rappresentano circa tre quarti del Pil mondiale hanno offerto un contributo positivo a questa ripresa. Il miglioramento congiunturale si è riflesso sugli scambi internazionali, con benefici significativi sull'export di molti paesi, in modo particolare per l'Italia².

Nel corso del 2017 si è diffuso però un senso di *déjà vu* rispetto al 2007. Crescita robusta, inflazione sotto controllo, condizioni finanziarie favorevoli grazie a politiche monetarie accomodanti, bassa volatilità dei mercati e "inversione", anche se timida, del ciclo delle *commodity* ricordano il cosiddetto scenario da **Goldilocks economy** (Fig. 1). Questo scenario prende il nome dalla celebre fiaba nordica dove la giovane Riccioli d'Oro afferma di preferire il *porridge* della giusta temperatura, né troppo caldo né troppo freddo. Proprio nel decimo anniversario dallo scoppio della crisi finanziaria globale viene richiamato il contesto pre-crisi apparentemente molto favorevole, nel quale però hanno avuto origine forti squilibri. Come è stato evidenziato dal Fmi «la combinazione di rendimenti ridotti e bassa volatilità favorisce l'utilizzo della leva finanziaria da parte degli investitori per aumentare i rendimenti e infatti si osserva una rapida crescita di alcuni strumenti che vanno in questa direzione»³. Di fatto siamo in una fase del ciclo economico che potrebbe rivelarsi fragile: funziona solo con una crescita moderata; un'accelerazione del Pil mondiale spingerebbe le banche centrali ad alzare i tassi, innescando negli operatori timori che restrizioni monetarie troppo veloci possano generare ripercussioni negative inattese.

FIGURA 1. Elementi di una **Goldilocks economy**



Fonte: Fmi, Oxford Economics, Banca Mondiale

¹Il Fondo Monetario Internazionale a ottobre 2017 ha stimato la crescita del PIL mondiale in +3,6%, aumentando le previsioni di gennaio che indicavano +3,4%. La crescita globale si è consolidata nel corso del 2017 con le economie emergenti a fare da traino (geografie che sono cresciute del 4,6%); ma si rafforza anche la dinamica del Pil dei Paesi avanzati (+2,2% nel 2017).

²Secondo l'istituto olandese Cpb, il commercio mondiale in volume è aumentato del 4,5% nei primi dieci mesi del 2017 rispetto allo stesso periodo del 2016 (le previsioni indicano una crescita in valore dell'8,5-9%). Le esportazioni italiane di beni nello stesso intervallo temporale registrano un incremento del 7,7% in valore e del 3,1% in volume.

³Tobias Adrian, Direttore del Dipartimento Monetary and Capital Markets del Fmi, 30 ottobre 2017.

Cosa rischia di sfuggirci, quindi? Bisogna evitare di trascurare i fattori di rischio latenti, come quelli che emergono dalla nuova Mappa dei Rischi SACE per il 2018:

- i dubbi riguardanti l'effettiva sostenibilità della crescita globale, gli sviluppi nella capacità di far fronte ai propri impegni finanziari e il ritardo del *deleveraging* sia nei mercati avanzati che nei mercati emergenti;
- la volatilità nei prezzi delle *commodity*, nonostante i recenti progressi nelle quotazioni, e i suoi effetti sulla domanda dei Paesi esportatori;
- l'instabilità politica e normativa in alcune aree del mondo, anche in Paesi "insospettabili", che può influenzare negativamente l'attrazione di investimenti e comportare anche perdite rilevanti.

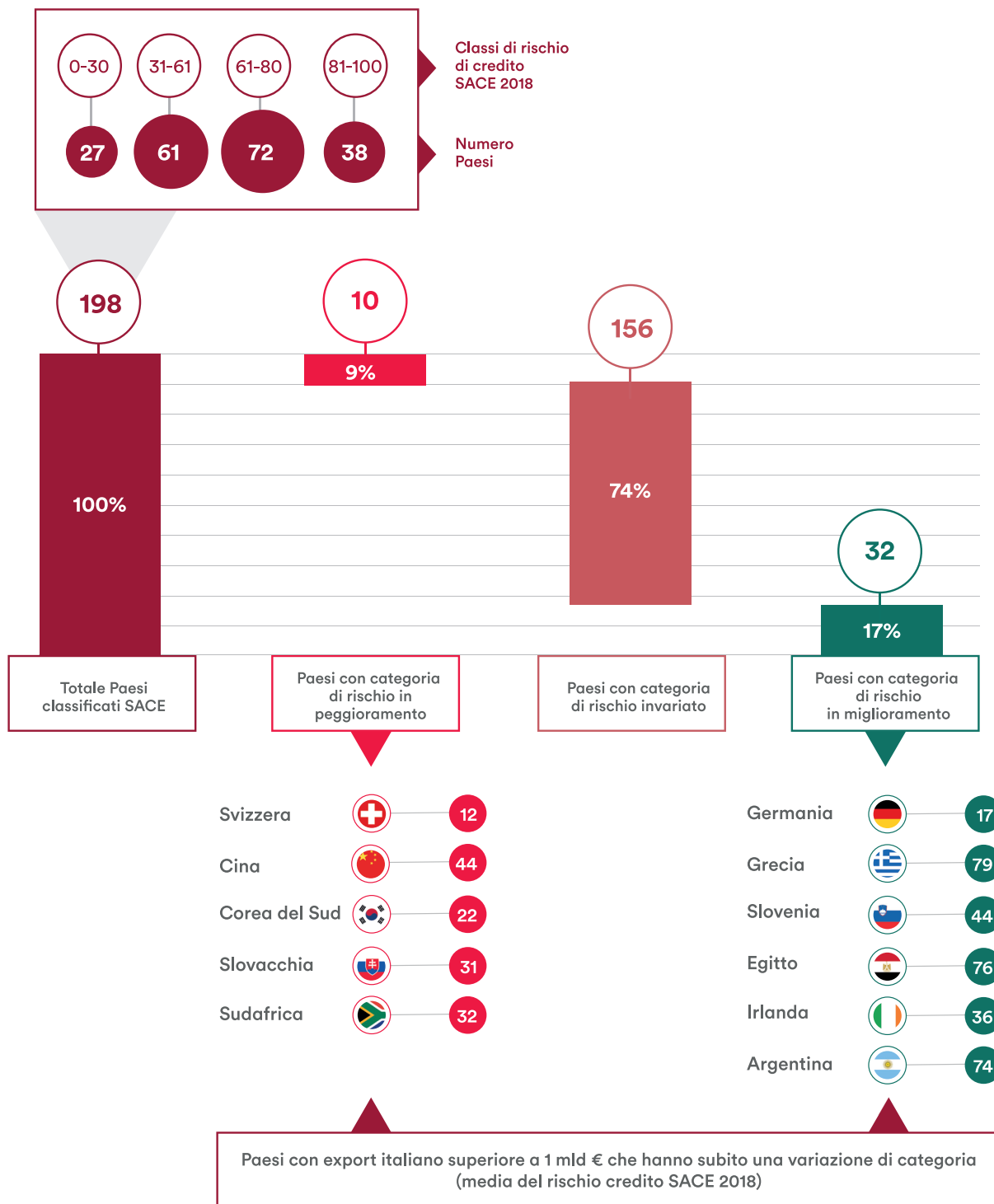
Ci sono inoltre **numerosi elementi geopolitici** che **possono far deragliare lo scenario sopra descritto**, come l'evoluzione della Cina, i rapporti tra gli Stati Uniti e alcuni Paesi del Mediterraneo e del Medio Oriente, le tensioni con la Corea del Nord, le negoziazioni in Nord America per rinnovare il Nafta e le relazioni con la Russia, le sanzioni nei confronti della quale sono state appena rinnovate per ulteriori sei mesi. Nel corso degli anni abbiamo imparato a non sottovalutare il loro effetto sull'economia.

Migliorano i rischi del credito ma non abbassare la guardia

Il 2018 è l'anno in cui gli indici di rischio calcolati da SACE danno evidenza del *momentum* positivo della crescita globale, del commercio internazionale e della lenta ripresa dei corsi delle materie prime, in particolare per quanto riguarda i rischi del credito.

Su 198 Paesi analizzati, sono 138 quelli che, in media, hanno un profilo di rischio credito migliore o invariato rispetto allo scorso anno. In particolare i Paesi che mostrano un *upgrade* – inteso come un passaggio di categoria di rischio all'interno delle dieci categorie identificate da SACE – sono 32, mentre le economie che hanno subito un *downgrade* sono 10. **I Paesi che hanno registrato un miglioramento di categoria rappresentano circa 70 miliardi di euro di export italiano** per un peso sul totale di circa il 17% sul totale, mentre quelli che sono peggiorati circa 38,5 miliardi di euro (Fig. 2). Questo significa che circa $\frac{1}{4}$ dell'export italiano si rivolge verso Paesi "stabili" in termini di merito creditizio e questa è una buona notizia.

FIGURA 2. Upgrade e downgrade della media del rischio credito* SACE e peso dell'export italiano.



* Le categorie di rischio vanno da 0 (rischio minimo) a 100 (rischio massimo). La media del rischio credito è da intendersi come media rischi mancato pagamento verso controparti sovrane, bancarie e corporate.

Fonte: SACE, Istat

Tra gli **upgrade di categoria** troviamo l'**Egitto**, che è riuscito a stabilizzare il tasso di cambio e ad aumentare la liquidità, anche grazie all'intervento del Fondo Monetario Internazionale, la **Bielorussia** che ha implementato politiche di stabilizzazione macroeconomica (e.g. riforma fiscale) e l'**Angola**, che beneficia del progressivo rialzo del prezzo del petrolio. Si evidenziano anche i progressi di **Russia e Brasile** che negli anni passati hanno subito il ciclo negativo delle *commodity*; l'economia russa ha, inoltre, dovuto fronteggiare l'effetto negativo delle sanzioni internazionali e di una crescita già da tempo strutturalmente più lenta, mentre il Brasile ha vissuto uno scandalo di corruzione che ha minato il settore delle costruzioni e dell'*oil&gas*. Queste due grandi economie stanno, oggi, uscendo dalla recessione e registrano rispetto all'anno passato dei lievi progressi nei punteggi del rischio di credito: Brasile da 60 a 56⁴ e Russia da 68 a 66.

Significativi passi in avanti sono stati fatti da alcuni **Paesi che stanno avviando importanti processi di riforme** strutturali senza precedenti. In **Argentina** (che passa da 82 a 74), dove le esportazioni italiane ammontano a oltre 1 miliardo di euro, i nuovi provvedimenti messi in campo dal governo Macri per riformare la struttura economico-produttiva del Paese stanno contribuendo a delineare un *business environment* maggiormente trasparente e credibile e a incentivare gli investimenti esteri. In **India** (che migliora da 57 a 54 e che registra un tasso di crescita del Pil superiore al 7%), il governo guidato dal primo ministro Modi, in carica dal 2014, sta perseguendo una politica economica di liberalizzazione e di attrazione degli investimenti dall'estero, per mezzo del piano "Make in India" che punta a fare dell'India il nuovo *hub* manifatturiero asiatico attraverso un programma di riforme volte a dare nuovo volto al Paese in termini di contesto operativo.

I Paesi avanzati sono quelli che **registrano i miglioramenti più consistenti** sia rispetto al 2017 che nel periodo 2015-2018 (fig. 3). Tra questi Italia, Islanda, Slovenia e Portogallo mostrano una variazione positiva del profilo di rischio del credito superiore alla media, grazie al miglioramento dei fondamentali economici che ha contribuito al contestuale upgrade da parte delle agenzie di *rating*.

Tra le **economie con un profilo di rischio in peggioramento** troviamo destinazioni importanti dell'export italiano come la **Cina**—dove le esportazioni Made in Italy nel 2016 sono state superiori agli 11 miliardi di euro (con un aumento del 24% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)—che sconta le preoccupazioni sull'elevato livello di indebitamento, così come El Salvador, il Suriname e il **Sudafrica**, caratterizzato da un'economia ancora stagnante e sul quale pesa l'incertezza politica legata alla nomina del nuovo presidente del partito di maggioranza, che presumibilmente guiderà il Paese a partire dal prossimo anno (cfr. Appendice).

⁴Permangono comunque incertezze dovute alla lenta implementazione delle riforme strutturali, tra le quali quella della previdenza sociale.

FIGURA 3. Media del rischio di credito SACE (2018 vs anni precedenti)**

Area	2018	2018 vs 2017	2018 vs 2015
Avanzati	28	↓-1	↓-3
Emergenti	68	→ 0	↑ 1
AfricaSub	75	↓-1	↑ 1
Asia	69	→ 0	→ 0
CSI	67	↓-1	↓-1
LAC	64	↑ 1	↑ 2
MENA	62	↓-1	↑ 1
Mondo	60	↑ 1	↑ 1

**La media del rischio credito è data dalla media dei rischi di mancato pagamento verso controparti sovrane, bancarie e corporate.

Fonte: SACE

Un migliore profilo di rischio sovrano, però, non sempre si trasferisce *tout court* sulle altre tipologie di controparte come i *corporate* o i sistemi bancari. **Persistono** infatti **rischi** come quello dell'indebitamento e della conseguente capacità di onorare i pagamenti da parte delle controparti private che hanno contratto quel debito.

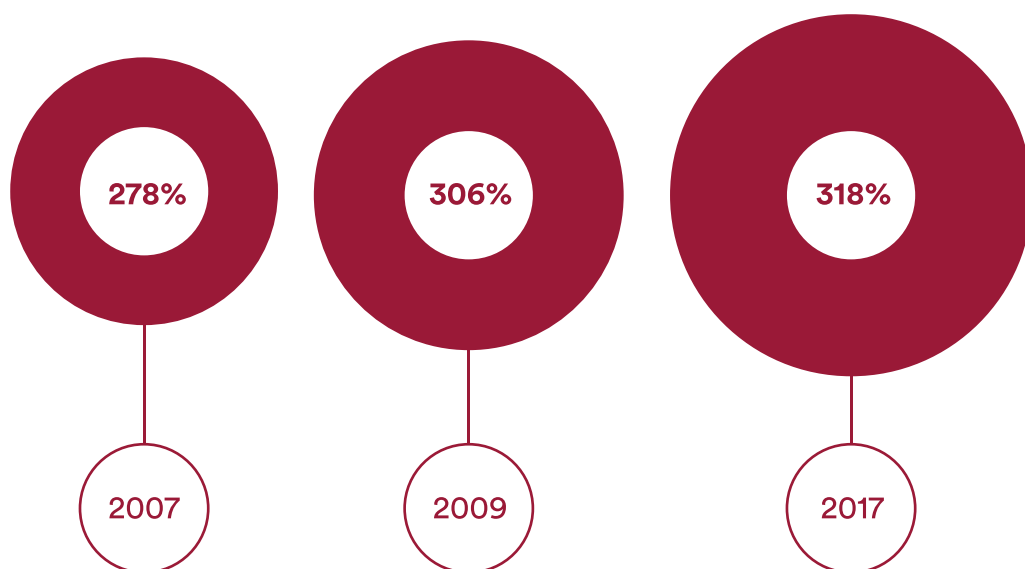
Il rischio del mancato *décalage* del debito

Il tanto auspicato processo di *deleveraging* non si è ancora messo in moto: lo stock di debito globale è continuato ad aumentare nel corso dell'anno e a settembre 2017 era pari a 233 mila miliardi di dollari (+7,4% rispetto alla fine del 2016), di cui 61 mila nei Paesi emergenti e 172 mila negli avanzati. Nonostante l'aumento in valore assoluto, **la diffusa crescita economica ha contribuito alla quarta riduzione trimestrale consecutiva del rapporto debito/Pil globale**, che a settembre del 2017 ha raggiunto il 318%, tre punti percentuali in meno rispetto al record storico del 2016 (fig.4).

In particolare il rapporto è pari al 382% per gli avanzati (che rappresentano ancora la gran parte del debito) e al 211% per gli emergenti. Tuttavia questo rapporto risulta in crescita solo per questi ultimi: nel 2007, infatti, il rapporto debito/PIL era pari al 147% per i Paesi emergenti e al 392% per gli avanzati.

Alle luce delle dinamiche di crescita così differenti l'elevato indebitamento preoccupa meno quando questo è contratto da economie mature invece che in Paesi emergenti, nonostante in questi ultimi sia da evidenziare negli anni più recenti la presenza di alcuni fattori mitiganti quali una quota contenuta di debito denominato in valuta estera (circa il 15% del totale), che si traduce in una bassa esposizione al rischio di oscillazione dei tassi di cambio; una *maturity* media ormai allineata a quella dei Paesi avanzati, che assicura maggiore stabilità rispetto a crisi di carattere temporaneo; e un marcato utilizzo di strumenti a tasso fisso, che proteggono i Paesi debitori da rialzi dei tassi di interesse.

FIGURA 4. Rapporto debito/Pil globale (dati al terzo trimestre di ogni anno)



Fonte: IIF, Global Debt Monitor

Rimane comunque il fatto che dalla crisi finanziaria **il debito contratto dalle imprese private non finanziarie nei mercati emergenti è più che triplicato** e, a settembre 2017, ha superato i 28 mila miliardi di dollari. Questa crescita è fonte di maggiore cautela in quanto, in assenza di una congiuntura che sia favorevole per il business di queste imprese indebitate, un'eventuale difficoltà nel ripagare i propri debiti si ripercuoterebbe maggiormente sui fornitori, anche esteri, e sugli istituti bancari. Uno studio della Banca Mondiale⁵ dà evidenza di come **la vulnerabilità di aziende con un debito "a rischio" sia aumentata costantemente nel corso degli ultimi quattro anni**, sebbene l'ultimo anno abbia mostrato una moderazione del fenomeno. L'indice calcolato (*corporate vulnerability index*) è associato, in generale, a una bassa redditività, a elevati livelli di *leverage*, a minori capacità del servizio del debito e a difficoltà a rifinanziare il debito in scadenza. Tra i Paesi che, secondo Banca Mondiale, hanno registrato un maggiore incremento dell'indice di vulnerabilità ci sono **Russia e Nigeria** (che hanno un indice SACE del rischio di credito con controparte *corporate* stabile, ma elevato e pari rispettivamente a 76 e 90) e la **Cina** che mostra un peggioramento di questo tipo di rischio (da 50 dello scorso anno all'attuale 56).

⁵(2017) "Which Emerging Markets and Developing Economies Face Corporate Balance Sheet Vulnerabilities?" - Banca Mondiale.

Rialzo dei tassi Fed: Quali rischi per il debito dei Paesi emergenti?

I numeri sopra citati sui debiti contratti dai Paesi emergenti possono destare preoccupazione soprattutto con riferimento al recente cambio di rotta della politica monetaria americana, che dal 2015 ha iniziato ad aumentare gradualmente i tassi di interesse dopo la fase espansiva che ha caratterizzato il periodo post-crisi, con altri tre rialzi previsti nel 2018.

Diversamente dalla crisi finanziaria che colpì le principali economie asiatiche nel 1997, è possibile individuare oggi una sostanziale riduzione del rischio di una crisi debitoria sistemica. Rispetto agli ultimi anni del secolo scorso, infatti, la percentuale di debito a rischio rispetto al Pil di tutti i mercati emergenti è oggi pari a circa il 30%, che scende al 10% se si esclude il copioso debito contratto dal settore *corporate* non finanziario cinese, contro il 50% rilevato agli albori della crisi finanziaria delle Tigri Asiatiche. Seppur contenuta, questa share, risulta particolarmente esposta al rischio di rialzo dei tassi di interesse, soprattutto in Cina, Brasile, Turchia, India e Corea del Sud⁶.

Si “inverte” il ciclo delle *commodity*?

I prezzi di gran parte delle materie prime hanno ripreso ad aumentare sul finale del 2016 e poi nel 2017, facendo presagire un’inversione di rotta. Le condizioni di mercato attuali, tuttavia, scoraggiano l’idea di un riavvio del super-ciclo iniziato all’alba degli anni Duemila, che ha raggiunto l’apice nel 2008 e nuovamente nel 2011, proseguendo da allora in un *trend* al ribasso fino alla crisi del 2015. Nonostante la ripresa prospettata per il 2018, infatti, la crescita economica rimane sotto i livelli di inizio secolo soprattutto per i Paesi emergenti esportatori di materie prime. **Tra i fattori principali che influenzeranno i prezzi vi sono l’evoluzione dell’industria dello *shale oil* negli Stati Uniti, ormai produttore petrolifero al pari di Russia e Arabia Saudita, e il ruolo sempre più rilevante della Cina come consumatore di materie prime industriali.** Storia diversa per le materie prime agricole, soprattutto cacao, caffè, olio di palma e zucchero, che hanno registrato un rendimento inferiore al previsto nel 2017 a causa delle condizioni meteorologiche avverse; l’arrivo probabile de La Niña nei prossimi mesi produrrà conseguenze contrastanti sull’agricoltura mondiale rendendo le quotazioni estremamente volatili e le relative previsioni ancora più difficili. **Per il petrolio nella seconda metà del 2017 il valore del Brent è aumentato del 50% circa rispetto a giugno.** In un contesto di capacità in eccesso e con una

⁶Beltran et al. (2017), “Emerging Market Nonfinancial Corporate Debt: How Concerned Should We Be?”, IFDP Notes, Boards of Governors of the Federal Reserve System

produzione al di sotto del potenziale o fortemente discontinua in diversi Paesi (Iran, Iraq, Libia, Nigeria, Venezuela), il mercato ha subito l'effetto di fattori che appaiono fin qui temporanei. **SACE si è dotata di un proprio scenario di prezzo per valutare la tenuta di mercati e progetti specifici nel lungo termine, cercando di mitigare l'impatto delle fluttuazioni di breve periodo.** Per questo le nostre attese si posizionano nella parte medio-alta delle aspettative di prezzo dei principali analisti per il 2018, che sono comprese tra i 54 e i 62 dollari al barile per il Brent.

Il ciclo delle *commodity* ha un impatto amplificato sui conti pubblici di tutti quei Paesi che affidano la loro economia prevalentemente alla produzione ed esportazione delle materie prime di cui dispongono: crisi delle *commodity* quasi sempre significa crisi sovrana, tanto più intensa quanto più alta è la dipendenza; al contrario, ripresa dei prezzi equivale verosimilmente a maggiori introiti, quindi maggiore capacità di spesa. Non a caso, la domanda di importazioni di tutti i Paesi dipendenti dalle materie prime è diminuita, talvolta anche a doppia cifra, nel 2015 e nel 2016, mentre è ripresa vivacemente nel 2017 e dovrebbe aumentare anche nel 2018. Evidenze empiriche dimostrano che, **soprattutto per i Paesi caratterizzati da una maggiore dipendenza dalle materie prime, a un aumento generalizzato delle entrate** (si pensi al petrolio, ma non solo) **corrisponde un aumento immediato e più che proporzionale della spesa pubblica con un effetto sull'import.** Al contrario, cali anche significativi del prezzo delle *commodity* hanno un effetto profondo sulla bilancia commerciale e sugli equilibri fiscali ma, salvo eccezioni, si manifestano più nel lungo periodo in termini di riduzione della spesa o rimozione di sussidi.

Che il 2017 si sia dimostrato un anno positivo per numerose materie prime e che le previsioni per l'anno in corso siano complessivamente ottimistiche lo si può già in parte riscontrare in un'**attenuazione del profilo di rischio SACE di diversi emergenti fortemente dipendenti dalle commodity.** Tra questi, segnano un netto miglioramento del rischio sovrano **Iraq** (con una riduzione di 13 punti su 100), **Argentina** (-9), premiata anche da un upgrade del *rating* da parte di Moody's e S&P, **Indonesia**, **Arabia Saudita** e **Russia** (-5), **Brasile** (-4) ed **Emirati Arabi** (-3). Non mancano però le eccezioni: Paesi esportatori di metalli e minerali più piccoli come la **Mongolia** (+11), i cui equilibri macro-economici non hanno retto lo shock del calo dei prezzi, e di petrolio come il **Venezuela** (+5), scosso in profondità dalle crisi interne, restano a livelli di rischio massimo. Nel complesso, osservando i principali Paesi con una dipendenza da *commodity* superiore al 50%, tredici hanno registrato una variazione positiva dell'indicatore di rischio SACE, mentre sette hanno subito un peggioramento (Tab. 1).

TABELLA 1. Variazione del rischio sovrano SACE nei principali Paesi dipendenti da commodity.

PAESE	DIPENDENZA DA COMMODITY (% SU EXPORT TOTALE)	RISCHIO SOVRANO 2018 E VARIAZIONE VS 2017	CRESCITA MEDIA IMPORT 2015-2016	CRESCITA MEDIA IMPORT 2017-2018
Mozambico	●	96 ▼	---	++
Venezuela	●	96 ▲	---	-
Mongolia	●	82 ▲	--	++
Iraq	●	77 ▼	--	++
Congo	●	73 ▲	+	++
Iran	●	71 ▼	+	+++
Egitto	●	69 ▼	-	+
Nigeria	●	64 ▼	--	+
Argentina	●	60 ▼	--	++
Bahrain	●	55 ▲	--	+
Brasile	●	51 ▼	--	+
Bolivia	●	50 ▼	--	++
Russia	●	46 ▼	--	++
Oman	●	46 ▲	--	+
Indonesia	●	41 ▼	--	++
Colombia	●	37 ▼	--	+
Arabia Saudita	●	23 ▼	--	+
Qatar	●	22 ▲	-	-
Cile	●	19 ▲	--	+
Emirati Arabi Uniti	●	19 ▼	-	+

● Fortemente dipendente (>90%)

● Molto dipendente (tra 70% e 90%)

● Dipendente (tra 50% e 70%)

Fonte: Elaborazione SACE su dati Eiu, Ihs, Unctad.

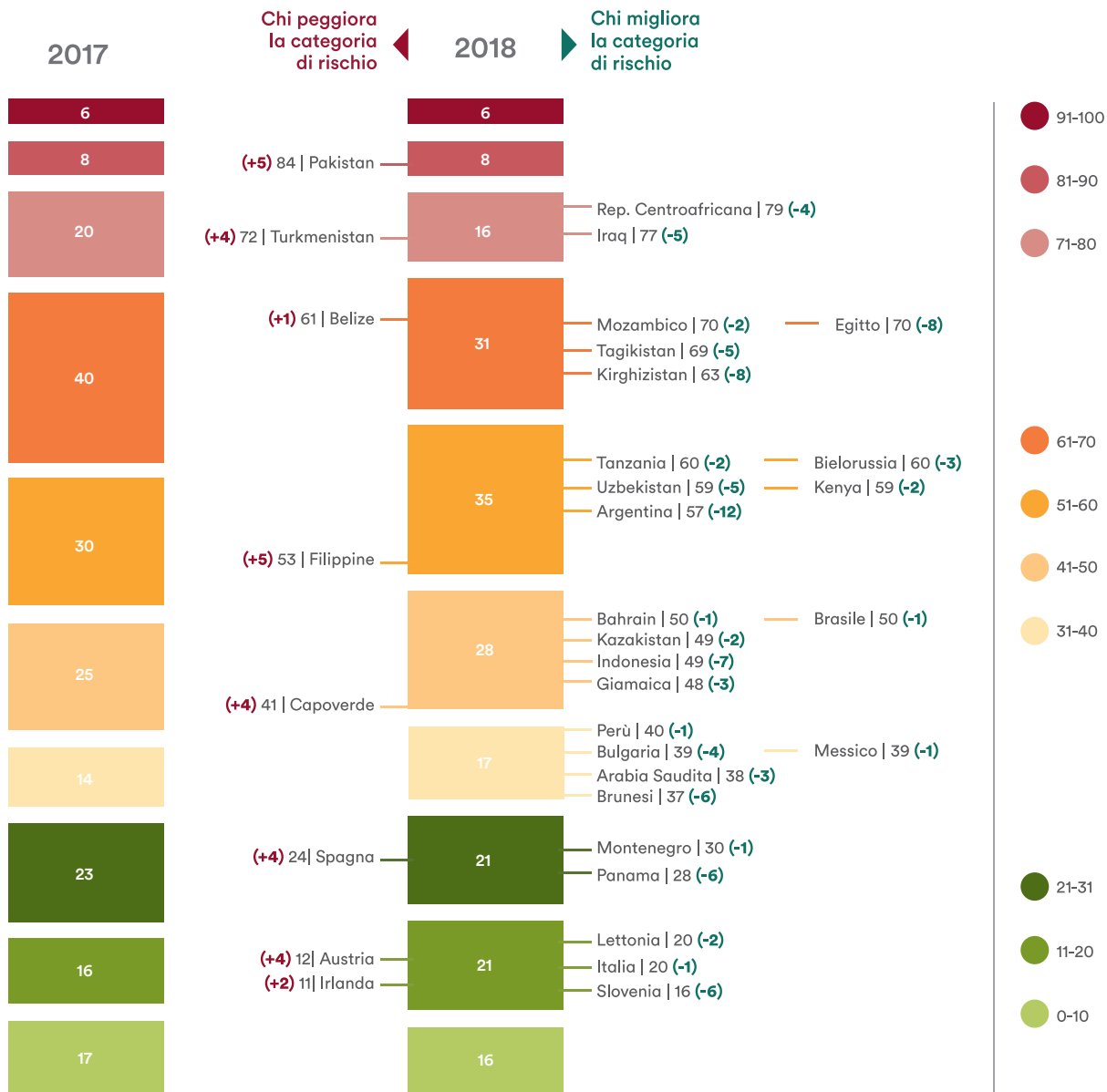
Attenzione ai rischi politici: si vedono meno ma fanno male

La volatilità dei rischi politici rappresenta, ironicamente, un fattore costante nell'attività delle imprese sui mercati internazionali. Instabilità socio-politica, difficoltà valutarie e politiche nazionalistiche, seppure ascrivibili per loro natura a fenomeni episodici e circoscritti, rappresentano infatti da sempre sfide significative per le imprese che si internazionalizzano. **Nello scenario per il 2018 tali rischi registrano un modesto miglioramento a livello globale, in particolare i rischi di confisca ed esproprio (che passa da 52 a 50) e di mancato trasferimento e convertibilità (che migliora da 47 a 46).** Questi miglioramenti riflettono in parte i progressi economico-finanziari in particolare in quei Paesi che hanno indirizzato le proprie normative verso una maggiore attrattività degli investimenti esteri. Sforzi in questa direzione sono in atto ad esempio in **Colombia** e **Vietnam**, con maggiore stabilità del contesto operativo e una crescente tutela per gli operatori esteri. In alcune economie petrolifere, ad esempio in Africa Subsahariana la **Nigeria** e nell'area Stan l'**Azerbaijan** e l'**Uzbekistan**, il graduale rialzo del prezzo del greggio contribuisce ad aumentare la disponibilità di valuta forte nell'economia locale e, quindi, allentare le restrizioni alla convertibilità e al rimpatrio dei profitti e dividendi degli operatori esteri.

Il rischio di instabilità e violenza politica è invece l'unica fattispecie di rischio che riporta un lieve peggioramento a livello globale, passando da 44 a 45. Non mancano zone più circoscritte dove questi rischi restano ancora critici. È il caso di quei Paesi in cui persistono conflitti di natura etnico-religiosa (Afghanistan, Libia), forti tensioni legate a tematiche politiche (Pakistan) e sociali (Venezuela). Le regioni dell'Africa subsahariana e Medio Oriente e Nord Africa (Mena) restano le più problematiche a livello globale. Il rischio di violenza politica è, in media, rispettivamente pari a 56/100 e 58/100. Ai conflitti già esistenti (Yemen, Siria) sono andati aggiungendosi nuovi focolai di tensioni. La crisi in Qatar, seppur non sfociata in atti di aperta ostilità tra i Paesi coinvolti, ha aumentato la percezione del rischio in un contesto in precedenza ritenuto relativamente esentato dal rischio di violenza politica per via delle ingenti risorse disponibili a garanzia del benessere diffuso della popolazione locale. Altri scenari di incertezza si sono aperti in Libano dopo le dimissioni del primo ministro Hariri (poi ritirate). L'Iran, d'altra parte, resta in equilibrio precario per le incertezze legate all'accordo sul nucleare, la cui sopravvivenza e efficacia rimane dubbia a seguito della nuova strategia regionale del presidente Trump. Una duratura frustrazione da ricadute economiche inferiori alle attese potrebbe rafforzare posizioni di rottura e sfociare in nuovi episodi di protesta come quelli accaduti a fine 2017.

In Africa Subsahariana, l'alto potenziale di crescita del continente è costretto a scontare gli effetti negativi sul *business climate* della persistenza di alcuni casi critici (Repubblica Centrafricana, Repubblica Democratica del Congo, Sud Sudan, tra gli altri) e della minaccia terroristica e dei conflitti locali. Anche i Paesi dal profilo di rischio meno problematico possono subire gli effetti indiretti di tali instabilità regionali a causa del necessario contenimento della spesa pubblica e della riduzione degli stanziamenti in sicurezza. Anche l'apertura del ciclo elettorale in America Latina (Brasile, Colombia, Messico e Venezuela) potrebbe aprire nuovi scenari di instabilità. Il sentimento *anti-establishment* è in crescita, a vantaggio delle piattaforme elettorali di stampo più populista. L'ascesa di forze politiche di rottura potrebbe determinare un arretramento nelle libertà di business a danno del contesto operativo per le imprese estere operanti in questi Paesi.

FIGURA 5. Upgrade e downgrade della media del rischio politico SACE.



*Il Political Risk Index SACE varia da 0 (rischio basso) a 100 (rischio alto). L'indice è definito come media semplice dei rischi Violenza Politica, Esproprio e Trasferimento per ogni singolo paese.

L'impatto negativo di tali "rischi di coda" non è immediatamente evidente ma può sia incidere sulle capacità di ripagamento delle controparti, sia esporre gli investimenti in loco a perdite rilevanti, in termini non solo di "danno emergente" ma anche di "lucro cessante". Prendono piede alcuni rischi di natura "strisciante", diversi dalle classiche fattispecie legate alla violenza politica e che possono

portare alla totale perdita degli asset e alla definitiva impossibilità di proseguire la propria attività all'estero. Attraverso i nuovi strumenti assicurativi SACE è possibile tutelare i propri investimenti all'estero dai rischi di interruzioni temporanee (**Business interruption**), garantendo il mancato guadagno (lucro cessante) derivante dalla perdita dei beni e servizi che sarebbero stati prodotti senza l'interruzione dell'attività, oltre che la copertura dei costi ordinari e straordinari per il mantenimento e il recupero dell'attività produttiva.

La tendenza originale, avviata nel 2017 e prevedibile nel corso di quest'anno, riguarda l'incremento del rischio di violenza politica in alcuni Paesi considerati "insospettabili". Infatti, oltre alle aree dove l'elevato rischio politico appare ormai cronicizzato (ad esempio, Mena o alcune aree dell'Africa Subsahariana) gli indicatori di rischio evidenziano un aumento degli episodi di violenza politica in Paesi non caratterizzati da conflitti sistematici, ma dove la presenza di tensioni religiose, sociali e politiche hanno prodotto il deterioramento del livello di sicurezza. È il caso delle **Filippine** e del **Bangladesh**, dove istanze islamiste si sono manifestate nel corso dell'anno in numerosi episodi terroristici. Inaspettato è anche l'aumento del rischio di violenza politica dell'**India**, dove nel 2017 si sono registrati circa 900 episodi terroristici (a fronte ad esempio dei circa 1300 in Afghanistan)⁷ legati non solo a rivalità religiose, ma anche a rivendicazioni territoriali ed etniche. Tensioni in crescita anche nell'area dell'Est Europa e Caucaso dove sembrano riaperti i fronti dei conflitti etnico-territoriali tra **Armenia** e **Azerbaijan** e **Serbia** e **Kosovo**, teatri di scontri sporadici ma in aumento.

Violazione contrattuale: un "nuovo" rischio per le imprese, poco conosciuto ma sempre più diffuso.

Il rischio di **violazione contrattuale**, o *Breach of Contract (BoC)*, è un rischio percepito come impellente ma difficile da interpretare da parte delle aziende che operano sui mercati internazionali. Secondo MIGA, l'agenzia della Banca mondiale per gli investimenti, **la violazione di quanto previsto da contratti di investimento con partner esteri, è già da tempo considerato come uno dei principali rischi degli investimenti nei Paesi emergenti e in via di sviluppo**⁸.

Il rischio consiste nell'eventualità di una **violazione unilaterale e discriminatoria di quanto previsto da un contratto tra un operatore e la sua interfaccia**, pubblica o privata, nel Paese estero, anche in presenza di una sentenza di un tribunale a favore dell'operatore, ignorata dalla controparte estera. **Settori dove questo rischio risulta più elevato sono quelli a tradizionale presenza pubblica**⁹, dove gli operatori privati operano in regime di concessione (come ad esempio le *utility* e le infrastrutture). In tali settori può accadere che il Paese ospitante riveda in modo unilaterale a proprio vantaggio le condizioni di permanenza nell'investimento dell'operatore privato, con un danno per quest'ultimo. Esempi di simili rischi riguardano la revoca discriminatoria di un contratto di concessione per la gestione della rete elettrica, la revisione unilaterale del contratto di sfruttamento di giacimenti di *commodity*, la modifica di

⁸"World Investment and Political Risk", MIGA 2013

⁹"Triggers of Contract Breach", MIGA 2014

requisiti normativi relativi a un solo operatore privato. **Non rientrano invece nella fattispecie del rischio i provvedimenti di modifica del funzionamento di tali settori previsti dalla regolare attività normativa del Paese**, ossia la possibilità del Paese di modificare tramite legge le condizioni valide per tutti gli operatori privati di operare in tali comparti (il cosiddetto *change in law*).

Il BoC è un rischio difficile da prevedere, data la sua natura complessa fatta di elementi micro (legati alle tipologie di contratto, il settore di attività, la durata dell'investimento e così via) e macro (legati alla situazione economica e politica del Paese dell'investimento, al contesto legale e operativo). Per tale motivo **spesso il rischio è assimilato, anche ai fini di una stima del premio per la sua copertura assicurativa, al rischio di esproprio** (il rischio di confisca dell'investimento a opera dello stato e contro l'operatore privato) e, in particolare alla fattispecie del rischio di esproprio strisciante (*creeping expropriation*), in cui i provvedimenti contro l'operatore sono attuati in modo indiretto e legati spesso a provvedimenti discriminatori (presunte irregolarità, modifica unilaterale di requisiti normativi) che di fatto impediscono all'investitore di operare.

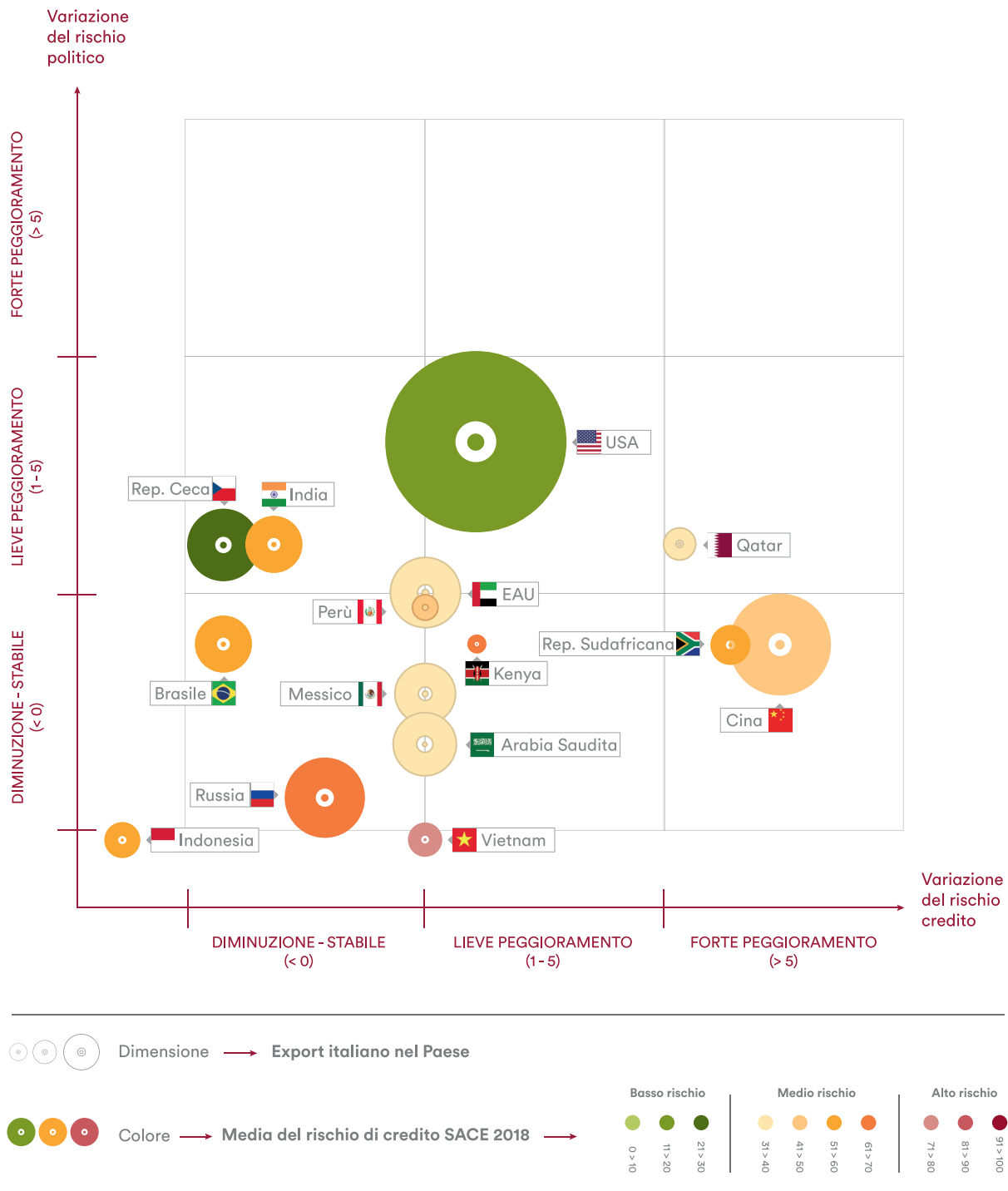
La crescente instabilità politica e volatilità economica dei Paesi rende il BoC un rischio concreto. Mitigare tale rischio resta un elemento chiave nella strategia di internazionalizzazione delle aziende e nella gestione delle prospettive di crescita di un'azienda sui mercati esteri. SACE offre la copertura assicurativa di tale rischio all'interno della polizza *Political Risk Insurance*, abbinata all'assicurazione dei rischi di violenza politica, esproprio e mancato trasferimento valutario.

Mercati prioritari e rischi associati

Nelle quindici geografie prioritarie identificate da SACE nell'ultimo Rapporto Export, che insieme rappresentano circa il 20% dell'export italiano nel mondo, le prospettive si presentano particolarmente incoraggianti:

- circa la metà dei Paesi hanno migliorato il loro profilo creditizio e quelle che non lo hanno fatto rimangono su categorie di rischio medie
- ben 11 sono migliorate anche sul piano del rischio politico.

FIGURA 6. Variazioni rischio di credito e rischio politico per le 15 geografie prioritarie individuate da SACE



Fonte: SACE, Istat.

Conclusioni

Nonostante il clima di incertezza con cui si era aperto l'anno scorso, export e internazionalizzazione hanno spinto l'economia italiana nel 2017 e continueranno a farlo anche quest'anno. Se questo rassicura, non deve distogliere l'attenzione dai rischi legati alla proiezione internazionale delle imprese. L'effetto *déjà vu*, preoccupazione di diversi analisti, appare ridimensionato e non siamo oggi sull'orlo di una crisi come quella del 2007, nonostante non sia da escludere il verificarsi di qualche squilibrio circoscritto. Non mancano elementi positivi per le prospettive delle aziende, come l'aumento delle interconnessioni tra Asia e Europa, con opportunità derivanti anche da progetti come OBOR, e la ripresa degli investimenti basati sulle *commodity*, che nel corso del 2018 daranno nuovo impulso alla domanda globale.

Le geografie della crescita non sono però prive di rischi, come l'instabilità politica lungo la via della Seta (i Paesi balcanici e gli "Stan") o le tensioni sociali presenti in diverse *oil economy* (Venezuela, Nigeria), e non si conoscono gli impatti di una serie di situazioni note, come la rinegoziazione del Nafta, l'evoluzione delle sanzioni per la Russia (appena rinnovate per sei mesi), i rapporti tra Stati Uniti e Medio Oriente, il caso Corea del Nord e la direzione intrapresa dalla Cina. Queste situazioni potranno complicare il quadro globale e far "venire al pettine" alcuni nodi.

Alla luce di quanto illustrato le imprese si trovano davanti a tre scelte. La prima è quella di approfittare della ripresa sfruttando le opportunità derivanti dalla crescita generalizzata, mettendo in secondo piano i rischi associati e le criticità. La seconda è far prevalere una posizione attendista, aspettando che i rischi e le incertezze delineate si riassorbano progressivamente. La terza ipotesi è spingersi anche in mercati caratterizzati ancora da fattori di rischio, ma mitigando tali rischi con il supporto di SACE SIMEST, attraverso strumenti finanziari e assicurativi, servizi di advisory, recupero crediti e un accesso tempestivo a informazioni e analisi specifiche. *Adelante*, quindi, *con juicio*.

A cura di

Ufficio Studi Economici

Contatti

Servizio clienti:

Numero Verde
800-269264 info@sace.it

Ufficio stampa:

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



APPENDICE. Media del rischio di credito 2018 e variazione rispetto a 2017

Media del rischio di credito 2018	Media del rischio di credito 2017	2018 Vs 2017
-----------------------------------	-----------------------------------	--------------

Avanzati

GRECIA	79	84	- 5
CIPRO	60	61	- 1
PORTOGALLO	54	60	- 6
ITALIA	46	53	- 7
MALTA	44	46	- 2
SLOVENIA	44	52	- 9
LETTONIA	41	43	- 2
LITUANIA	41	43	- 2
SPAGNA	41	45	- 4
ISLANDA	38	48	- 10
IRLANDA	36	44	- 7
SLOVACCHIA, REPUBBLICA	31	30	1
ISRAELE	29	29	0
ESTONIA	27	33	- 6
TAIWAN	27	27	0
NUOVA ZELANDA	26	26	0
REGNO UNITO	25	24	1
CECA (REPUBBLICA)	24	28	- 4
FRANCIA	23	22	1
COREA DEL SUD	22	20	2
GIAPPONE	22	23	0
AUSTRIA	20	20	0
DANIMARCA	20	19	1
GROENLANDIA	20	19	1
BELGIO	19	18	2
LUSSEMBURGO	19	17	2
PAESI BASSI	18	18	1
STATI UNITI D'AMERICA	18	17	1
AUSTRALIA	18	14	4
GERMANIA	17	21	- 4
FINLANDIA	16	15	0
NORVEGIA	16	14	2

CANADA	15	14	2
SVEZIA	15	13	2
SVIZZERA	12	10	2
HONG KONG	9	10	- 1
SINGAPORE	8	8	0
LIECHTENSTEIN	8	8	0

Emergenti

Africa Subsahariana

SOMALIA	100	100	- 0
MOZAMBICO	96	100	- 4
SUD SUDAN	94	94	0
CENTROAFRICANA (REPUBBLICA)	91	91	0
ERITREA	91	91	0
GUINEA BISSAU	91	91	0
SUDAN	91	91	0
ZIMBABWE	91	91	0
NIGER	89	89	0
SAO TOME E PRINCIPE	88	87	1
CONGO (REP. DEMOCRATICA)	85	85	0
MALAWI	85	86	- 1
GIBUTI	82	82	0
CIAD	82	85	- 4
NIGERIA	81	82	- 1
MALI	80	82	- 2
LIBERIA	80	80	0
GAMBIA	79	81	- 2
GUINEA EQUATORIALE	79	85	- 6
BENIN	79	80	- 1
SIERRA LEONE	78	80	- 1
BURKINA FASO	78	81	3
GUINEA	78	84	- 6
TOGO	78	75	3
ANGOLA	77	81	- 4
BURUNDI	76	79	- 2

MADAGASCAR	76	82	- 6
MAURITANIA	76	79	- 3
CONGO	76	72	4
COSTA D'AVORIO	73	74	0
ETIOPIA	72	74	- 1
GHANA	69	69	0
CAMERUN	68	67	1
KENYA	67	67	1
SENEGAL	67	69	- 2
LESOTHO	65	72	- 7
CAPO VERDE	64	64	0
GABON	64	63	1
RWANDA	64	64	0
SWAZILAND	64	64	0
UGANDA	64	64	0
ZAMBIA	64	73	- 9
TANZANIA	60	60	0
SEYCHELLES	59	57	2
SUDAFRICANA (REPUBBLICA)	52	46	6
BOTSWANA	49	49	0
NAMIBIA	44	44	0
MAURITIUS ISOLE	42	41	1

Asia e Pacifico

COREA DEL NORD	100	100	0
MONGOLIA	94	90	4
AFGHANISTAN	88	85	3
EAST TIMOR	87	87	0
MYANMAR	87	91	- 4
LAOS	81	81	0
CAMBOGIA	81	81	0
PAPUA NUOVA GUINEA	79	79	0
NEPAL	78	78	0
VIETNAM	78	78	0
MALDIVE	76	74	2
SALOMONE ISOLE	76	76	0
PAKISTAN	72	72	0
SRI LANKA	72	72	0
BANGLADESH	66	66	0

BHUTAN	64	64	0
VANUATU	64	66	- 2
FIJI	60	60	0
INDIA	54	57	- 3
INDONESIA	54	60	- 6
FILIPPINE	53	57	- 4
BRUNEI DARUSSALAM	48	48	0
THAILANDIA	48	48	0
MACAO	46	47	- 1
CINA	44	36	7
MALAYSIA	32	32	0
ALTRA EUROPA E CSI			
UCRAINA	90	84	5
TAGIKISTAN	81	87	- 6
KIRGHIZISTAN	80	84	- 4
BIELORUSSIA	79	84	- 4
UZBEKISTAN	79	73	7
AZERBAIGIAN	76	73	3
MOLDAVIA	71	74	- 3
TURKMENISTAN	71	78	- 7
GEORGIA	70	67	3
KOSOVO	69	72	- 3
KAZAKISTAN	68	69	- 1
RUSSIA	66	68	- 2
ALBANIA	65	65	0
BOSNIA-ERZEGOVINA	64	64	0
CROAZIA	61	64	- 3
ARMENIA	60	60	0
BULGARIA	60	60	0
MONTENEGRO	60	63	- 3
ROMANIA	58	58	1
SERBIA	58	58	0
MACEDONIA	56	56	1
UNGHERIA	51	58	- 7
POLONIA	41	41	0
ANDORRA	37	41	- 4

America Latina

VENEZUELA	98	94	4
GRENADA	96	96	0
CUBA	94	93	1
HAITI	90	89	1
EL SALVADOR	84	70	14
GIAMAICA	81	84	- 3
BELIZE	79	74	5
SURINAME	77	69	7
DOMINICA	75	71	4
ARGENTINA	74	82	- 8
BARBADOS	73	69	4
ST. KITTS E NEVIS	73	73	0
ECUADOR	71	71	0
PORTORICO	71	81	- 10
ST. VINCENT E LE GRENADINE	70	71	- 1
ANTIGUA E BARBUDA	70	67	2
BOLIVIA	69	71	- 2
GUYANA	69	70	- 1
PARAGUAY	69	69	0
NICARAGUA	67	71	- 4
HONDURAS	64	62	2
ARUBA	60	59	1
SAINT LUCIA	58	58	1
COSTA RICA	58	55	3
BAHAMAS	57	54	3
BRASILE	56	60	- 4
GUATEMALA	56	54	2
DOMINICANA (REPUBBLICA)	55	56	- 1
COLOMBIA	50	52	- 1
TRINIDAD E TOBAGO	50	39	10
URUGUAY	50	51	- 1
PANAMA	42	42	0
BERMUDA	41	41	0
PERÙ	41	41	0
MESSICO	36	36	0
CILE	24	23	2
CAYMAN (ISOLE)	24	23	1

Medio Oriente e Nord Africa

LIBIA	100	100	0
SIRIA	100	100	0
YEMEN	100	100	0
PALESTINA, TERRITORI AUTONOMI	89	91	- 3
LIBANO	86	83	2
IRAQ	84	93	- 9
IRAN	80	85	- 5
TUNISIA	79	78	2
EGITTO	76	85	- 9
GIORDANIA	65	65	0
BAHRAIN	63	61	2
ALGERIA	61	63	- 1
MAROCCO	58	58	0
TURCHIA	58	60	- 2
OMAN	49	44	5
AJMAN (EAU)	48	49	0
SHARJAH (EAU)	45	44	2
FUIJAYRAH (EAU)	42	44	- 1
RAS AL KHAIMAN (EAU)	42	44	- 1
UMM AL QAIWAIN (EAU)	42	44	- 1
QATAR	39	34	5
DUBAI (EAU)	36	37	- 1
ABU DHABI (EAU)	34	34	0
ARABIA SAUDITA	32	32	0
KUWAIT	28	29	- 2