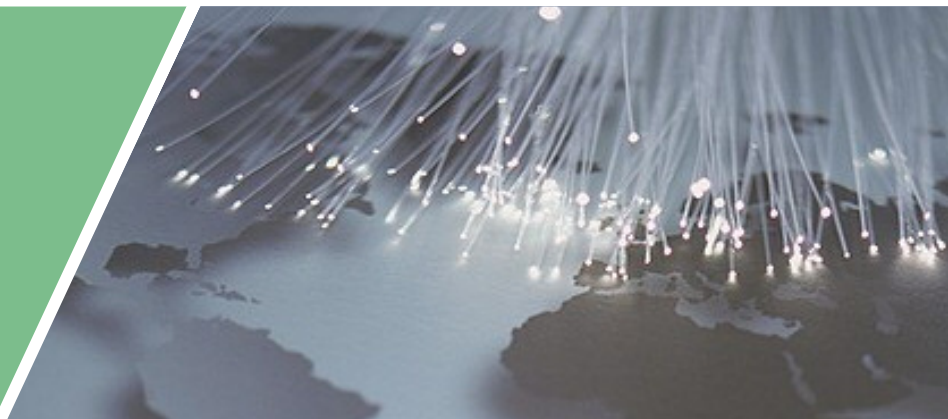


## Panorama Rischio Paese



### SOMMARIO

#### /02 Quali paesi emergenti daranno il cambio ai BRICS?

di Laura Briant e Julien Marcilly

#### /11 Revisione delle valutazioni Rischio Paese e contesto imprenditoriale

#### /13 Aggiornamento Guida Rischio Paese primavera 2013

- Bosnia Erzegovina
- Stati Uniti
- Ghana
- Regno Unito
- Russia
- Tailandia
- Tunisia
- Turchia
- Ucraina
- Venezuela

Questo Panorama si apre con uno studio sui nuovi mercati emergenti. Se la crisi globale del 2008-2009 ha sottolineato la resilienza dei mercati emergenti, gli eventi che hanno interessato questi stessi paesi da maggio 2013 hanno cambiato le cose. La fuga di capitali legata alle tensioni politiche, sociali e finanziarie conferma l'accresciuta vulnerabilità di alcuni paesi emergenti. Le loro insoddisfacenti performance di crescita lo confermano, soprattutto tra i paesi BRICS. Malgrado la dinamica sempre favorevole dei consumi, questi paesi sono soggetti a vincoli di offerta: il calo degli investimenti rispecchia l'insufficiente capacità produttiva da parte delle imprese per assecondare una domanda così forte. Abbiamo quindi cercato di identificare quali paesi sono in grado oggi di prendere il posto dei BRICS, facendo particolare attenzione alle prospettive in termini di offerta e quindi di produzione, piuttosto che di domanda e quindi di consumi.

Per fare questo, abbiamo prima identificato le Economie emergenti la cui crescita potenziale elevata è accelerata; quelle con le prospettive più favorevoli di aumento della capacità produttiva nei prossimi anni. Abbiamo poi escluso i paesi che non possiedono un sistema finanziario sufficientemente sviluppato da supportare questa espansione di capacità produttiva, prima di insistere sull'importanza della qualità del contesto imprenditoriale per poter sfruttare a pieno questo potenziale di crescita. Alla fine abbiamo identificato 10 paesi. Tra questi, cinque (**Colombia, Indonesia, Filippine, Perù e Sri Lanka**) hanno un contesto imprenditoriale di qualità simile a quella dei BRICS. Per gli altri cinque (**Kenya, Tanzania, Zambia, Bangladesh ed Etiopia**) potrebbe volerci più tempo per beneficiare pienamente di questo potenziale essendo il loro contesto imprenditoriale più difficile.

In questo numero presentiamo anche le ultime modifiche delle valutazioni paese (che misurano il rischio di insolvenza delle imprese di un determinato paese) e di quelle del contesto imprenditoriale, oltre ad un aggiornamento delle schede sui paesi maggiormente sotto i riflettori come Russia, Ucraina, Venezuela, Tailandia, Turchia e gli Stati Uniti.

#### RESERVATION

Il presente documento riflette l'opinione della direzione alla ricerca economica di Coface, alla data della sua redazione e in funzione delle informazioni disponibili; potrà essere modificato in qualsiasi momento. Le informazioni, le analisi e le opinioni sono state scelte sulla base di molteplici fonti ritenute serie e affidabili; tuttavia Coface non garantisce in alcun caso l'esattezza, l'eshaustività o la realtà dei dati contenuti nel presente documento. Le informazioni, le analisi e le opinioni vengono comunicati a titolo di informazione e rappresentano un completamento delle notizie di cui il lettore dispone. Coface non ha alcun obbligo di risultato ma un obbligo di mezzi e non si assumerà responsabilità alcuna per le eventuali perdite subite dal lettore derivanti dall'utilizzo delle informazioni, analisi e opinioni contenute nel presente documento. Tale documento, come le analisi e le opinioni che vi sono espresse appartengono esclusivamente a Coface; il lettore è autorizzato a consultarle o a riprodurle a fini di uso interno unicamente con riserva di menzione di Coface e senza alterare o modificarne i dati. Qualsiasi tipo di utilizzo, estrazione, riproduzione a fini di uso pubblico o commerciale è vietato senza l'accordo prestabilito di Coface. Il lettore è invitato a far riferimento alle menzioni legali presenti sul sito di Coface.

# Quali paesi emergenti succederanno ai BRICS?

di **Laura Briant**, Economista, Direzione Ricerche Economiche, Coface

**Julien Marcilly**, responsabile Rischio Paese, Direzione Ricerche Economiche, Coface

Redatto il 14 marzo 2014

Mentre la crisi mondiale del 2008-2009 e successivamente quella del debito sovrano nell'Eurozona avevano evidenziato le deboli prospettive di crescita a lungo termine delle economie avanzate e un panorama più favorevole per i paesi emergenti, per questi ultimi gli avvenimenti intercorsi da maggio 2013 cambiano le carte in tavola. La fuga di capitali legata alle tensioni politiche, sociali e finanziarie infatti attesta l'accresciuta vulnerabilità di alcuni paesi emergenti. Lo confermano le loro insoddisfacenti performance di crescita.

Questa fuga di capitali, che riflette il minore interesse degli investitori internazionali nei mercati emergenti, è paradossale: quando la nozione di "paese emergente" è entrata nell'uso comune nei primi anni '80, con lo sviluppo dei mercati finanziari nelle economie emergenti, rappresentava un modo per distinguere quei "paesi in via di sviluppo in grado di offrire opportunità agli investitori"<sup>(1)</sup>. In seguito sono state proposte numerose definizioni: in generale sottolineano che i paesi emergenti:

- 1/ hanno un livello intermedio di reddito pro capite (superiore a quello dei paesi meno avanzati ma inferiore a quello delle economie più avanzate);
- 2/ hanno un tasso di crescita del Pil maggiore di quello delle economie più avanzate;
- 3/ sono soggetti a importanti trasformazioni di natura istituzionale.

I BRIC<sup>(2)</sup> rispondevano a tutti questi criteri negli anni 2000. Da soli simboleggiavano la rapida crescita dei paesi emergenti. Il raggruppamento di questi quattro paesi (diventati poi cinque con l'aggiunta del Sudafrica) sotto questo acronimo enfatizzava in quegli anni i loro punti in comune. Tutti possiedono una crescita dinamica, ma soprattutto un Pil totale e una popolazione sufficientemente grandi da offrire prospettive di una rapida crescita della classe media e quindi dei consumi delle famiglie.

I criteri utilizzati un decennio fa per identificare i BRICS avevano essenzialmente lo scopo di valutare il potenziale della domanda dei paesi emergenti. Ciò è stato parzialmente ottenuto e continua ad esserlo, vista la crescita dei consumi tuttora forti delle famiglie.

Nonostante questa dinamica dei consumi sia ancora favorevole nei BRICS, oggi la loro crescita è in netto rallentamento. Questo apparente paradosso è dovuto ai vincoli di offerta a cui sono soggetti da allora: il calo di investimenti è la conferma che le imprese locali non dispongono più della capacità produttiva sufficiente a rispondere a una domanda ogni giorno più forte. Se disporre di un potenziale elevato in termini di domanda rappresenta una condizione necessaria per avere una crescita dinamica, non è di per sé sufficiente. Nel contesto attuale di rallentamento dei grandi paesi emergenti e soprattutto dei BRICS, abbiamo quindi cercato di identificare quali paesi possono prendere il loro posto, facendo particolare attenzione alle prospettive in termini di offerta e quindi di produzione piuttosto che di domanda e quindi di consumi.

Per rispondere a queste domande, lo studio prima individua le economie emergenti il cui elevato potenziale di crescita è in accelerazione. Si tratta di quelle che possiedono le prospettive più favorevoli di aumento della capacità produttiva a breve. Abbiamo poi escluso quei paesi che non dispongono di un sistema finanziario sufficientemente sviluppato per sostenere questa espansione di capacità produttiva, prima di soffermarci sull'importanza.

(1) Antoine Van Agtmael, all'epoca economista della Banca Mondiale

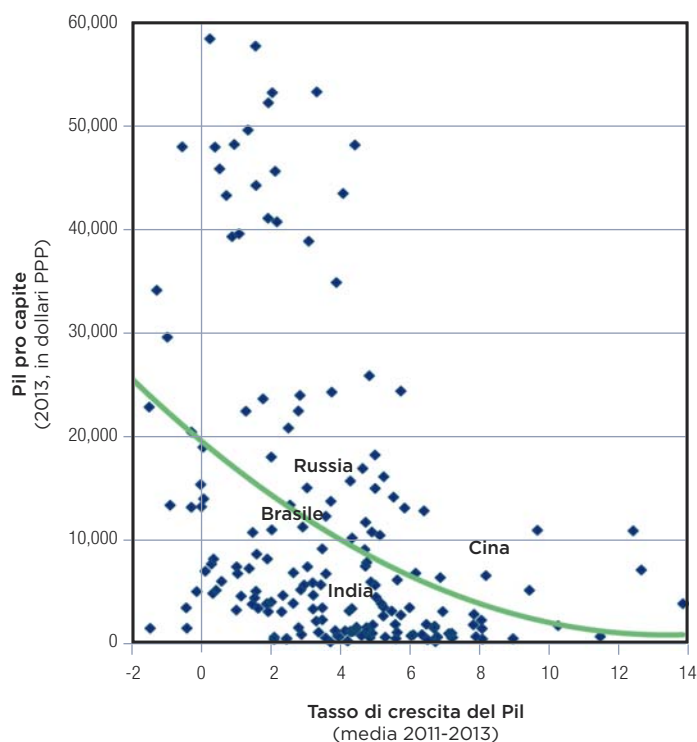
(2) Brasile, Russia, India, Cina e poi Sudafrica

# 1 / I BRICS RALLENTANO, MA ALTRI EMERGENTI ACCELERANO

## I BRICS hanno parzialmente colmato il loro ritardo sulle economie avanzate negli anni 2000

Il primo decennio 2000 è stato segnato da una forte crescita dei paesi emergenti. Questa tendenza è spiegata in parte da fattori come l'incremento dei prezzi delle materie prime (per esempio per Brasile, Russia e Sudafrica) o la crescita dinamica del commercio mondiale (Cina). Ma deriva prima di tutto da un effetto di allineamento per questi paesi. Le economie emergenti investono più di quelle avanzate in quanto il loro livello di capitale iniziale è più basso; inoltre beneficiano di trasferimenti di tecnologia. La crescita più rapida dei paesi emergenti trova dunque la sua principale ragione in una maggior accumulazione di capitale e aumenti di produttività più elevati. Questa osservazione è conforme alla teoria della crescita sviluppata da Solow, un classico della materia (grafico 1). Le economie con un basso Pil pro capite tendono ad avere un tasso di crescita del Pil più elevato. Lo conferma il grafico 1, che mette in relazione il livello della crescita e quello del Pil pro capite in tutti i paesi del mondo nel 2013.

GRAFICO 1:  
Tasso di crescita e Pil pro capite



Fonte: FMI, Coface

## MISURA E DETERMINANTI DELLA CRESCITA A LUNGO TERMINE

Sebbene l'analisi del ciclo economico a breve termine sia legata maggiormente ai componenti della domanda<sup>(3)</sup>, è opportuno concentrarsi sull'offerta al fine di valutare la crescita di lungo periodo di un'economia. Il modello elaborato da Solow<sup>(4)</sup> è l'approccio standard in materia. Nella sua versione iniziale, la crescita del Pil dipende dalla crescita demografica, dall'accumulazione di capitali (specialmente gli investimenti che consentono l'acquisto di macchinari) e la produttività totale dei fattori di produzione, che misura il progresso tecnico. A questo modello era stata aggiunta la nozione di capitale umano<sup>(5)</sup> il cui livello dipende dalla qualità dei sistemi di educazione, formazione e sanità.

La crescita del Pil è dunque il risultato di questi quattro fattori: crescita demografica, accumulazione di capitale fisico e capitale umano nonché progresso tecnico. Nell'ambito di questo studio, abbiamo perciò calcolato il tasso di crescita di lungo periodo di una determinata economia per l'anno t:

$$y_t = pop_t + pt_t + x_t * hc_t + (1-x_t) * k_t$$

Dove:

$y_t$ : tasso di crescita del Pil di lungo periodo

$pop_t$ : crescita demografica

$pt_t$ : crescita della produttività totale dei fattori

$x_t$ : quota del fattore lavoro nel capitale totale

$hc_t$ : crescita del capitale umano

$k_t$ : crescita del capitale fisico

Inoltre, questo modello di riferimento si basa sull'ipotesi di rendimento decrescente del capitale: un'unità di capitale addizionale permette un aumento della crescita del Pil, ma quest'ultima è tanto più grande quanto più basso è il livello iniziale di capitale.

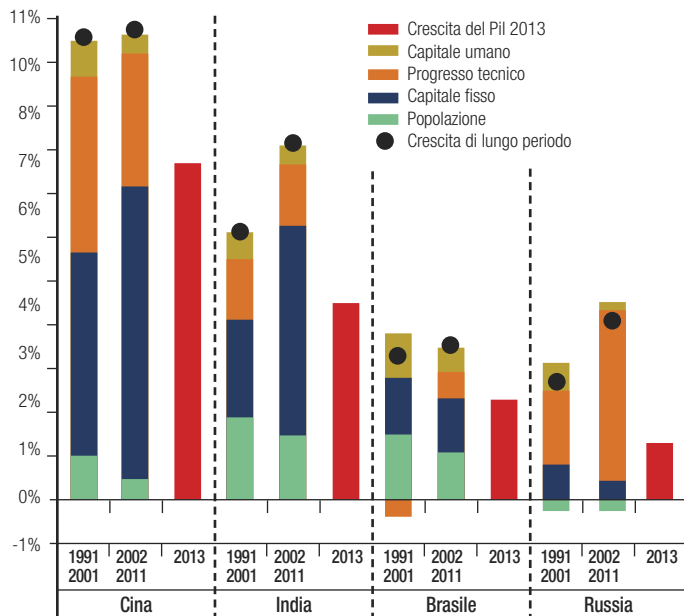
(3) Consumi delle famiglie, investimenti in capitale fisso, investimenti in costruzioni, bilancia commerciale e variazione delle scorte.

(4) R. Solow (1956): «A contribution to the theory of economic growth», Quarterly Journal of Economics, N° 70.

(5) R. Lucas (1988): «On the Mechanics of Economic Development», Journal of Monetary Economics, 22, July, 3-42.

Questa tendenza al rapido accumulo di capitale e agli elevati aumenti di produttività, che favoriscono un'accelerazione della crescita, si è verificata nei BRIC. Qui la crescita è aumentata rispetto al decennio precedente (*grafico 2*), principalmente grazie agli investimenti che hanno favorito l'accumulazione di capitale (Cina, India) o aumenti di produttività (Russia, Brasile).

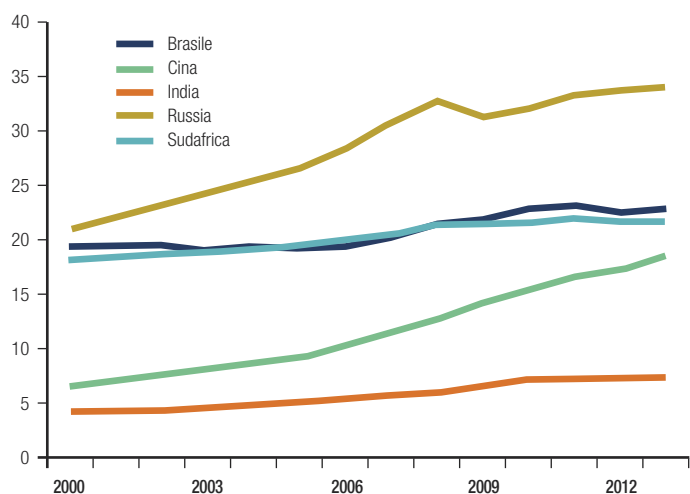
**GRAFICO 2:**  
Dettagli della crescita di lungo periodo nei BRIC <sup>(6)</sup>



Fonte: Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

Questa accelerazione della crescita ha permesso un relativo recupero dei BRICS sulle economie più avanzate. Il Pil pro capite della Cina rappresenta nel 2013 il 18% circa di quello degli Stati Uniti, contro il 6% solamente nel 2000. Questo rapporto è passato da 21 a 34% in Russia nello stesso periodo. È aumentato anche in India, Sudafrica e Brasile ma in misura minore. Questo recupero è stato particolarmente significativo tra il 2004 e il 2010 (*grafico 3*).

**GRAFICO 3:**  
Pil pro capite dei BRICS (dollari PPP) in percentuale del livello degli Stati Uniti



Fonte: FMI, Coface

## Ma dopo dieci anni di corsa sfrenata, i BRICS stanno perdendo terreno

Questo processo di recupero sembra essersi esaurito completamente dal 2010. In effetti, la crescita dei grandi paesi emergenti è sensibilmente rallentata da inizio 2013. Per esempio, la crescita cinese ha raggiunto solo al 7,7% nel 2013 e Coface si aspetta un ulteriore calo fino al 7,2% del Pil nel 2014; siamo lontani dalla media annuale del 10,6% registrata tra il 2000 e il 2011. Il grafico 2 mostra il divario tra la crescita potenziale degli anni 2000 e quella osservata nel 2013. La tendenza è simile negli altri BRICS: le previsioni di crescita di Coface per il 2014 sono inferiori al tasso di crescita medio degli anni 2000 in India (5% nel 2014 contro 7,8% tra il 2000 e il 2011), in Russia (1% contro 4,8%), in Brasile (2% contro 3,8%) e in Sudafrica (2,5% contro 3,6%).

Certamente le ragioni di questo rallentamento sono in parte congiunturali: queste economie infatti hanno risentito particolarmente della crescita stagnante nella maggior parte delle economie avanzate. Ma sembrano anche esserci motivazioni di carattere strutturale, derivanti da problematiche di offerta. Secondo il FMI <sup>(7)</sup> la crescita potenziale è sensibilmente diminuita tra il 2011 il 2013 in India (-1,6 punti), in Cina (-0,9), e misura minore in Russia (-0,5), in Brasile (-0,4) e in Sudafrica (-0,2). In questi paesi, il recente rallentamento della crescita è spiegato in larga misura dal calo significativo degli investimenti. Sembra quindi essere un'altra volta confermata la teoria di Solow: dopo il forte aumento del Pil pro capite di questi paesi negli anni 2000, il tasso di crescita tende a rallentare.

Il rallentamento della crescita economica dei BRICS conferma anche l'esistenza di una «trappola del reddito medio». Trascorso un periodo di forte crescita legato a costi di manodopera bassi e/o abbondanti risorse naturali, che hanno permesso al paese di passare da uno status di basso reddito <sup>(8)</sup> a quello di medio reddito, un paese risente del rallentamento prolungato della sua crescita. Redditi più alti, e quindi maggiori costi del lavoro, rendono un paese meno competitivo rispetto ai paesi a basso reddito, senza però essere ancora in grado di competere con i prodotti ad altro valore aggiunto delle economie più avanzate. Eichengreen <sup>(9)</sup> conferma la difficoltà dei paesi emergenti ad uscire da questa trappola: sottolinea infatti che la crescita delle economie emergenti rallenta di 2 punti l'anno quando il loro reddito pro capite raggiunge i 17.000 dollari circa.

(6) Nel caso della Russia la crescita potenziale media degli anni '90 è stata calcolata utilizzando i dati dal 1995 al 2001 e non dal 1991 al 2001 come per gli altri paesi.

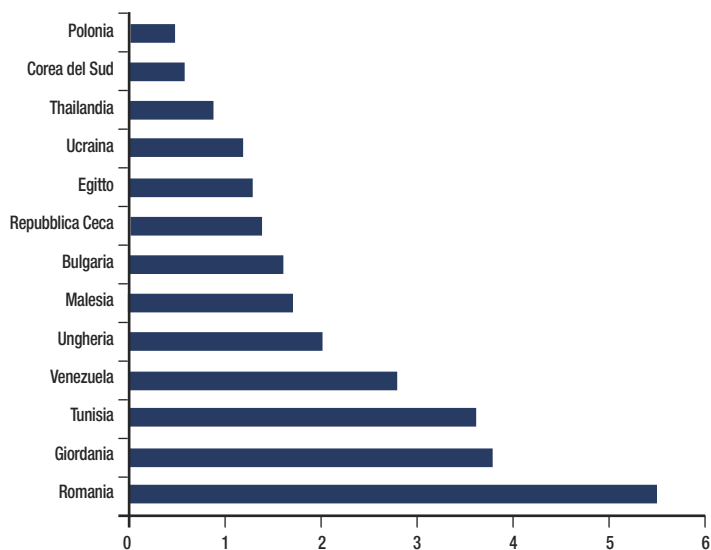
(7) World Economic Outlook, ottobre 2013

(8) Secondo la Banca Mondiale, i paesi a basso reddito sono quelli il cui reddito nazionale lordo pro capite era inferiore a 1.035 dollari nel 2012. Quelli il cui RNL pro capite è superiore a 12.616 dollari americani nel 2012 costituiscono i paesi ad alto reddito. Quelli il cui RNL pro capite è compreso tra 1.035 e 12.616 dollari sono considerati paesi a medio reddito.

(9) B. Eichengreen (2011): "When fast growing economies slow down: international evidence and implications for China", NBER Working paper No 16919, March.

I BRICS non sono i soli paesi emergenti la cui crescita a lungo termine sta rallentando, come evidenzia il grafico 4 che misura la riduzione della crescita potenziale <sup>(10)</sup> in punti percentuali fra i periodi 1999-2008 e 2010-2011, mostrando i dati relativi a vari paesi dell'Europa Centrale e dell'Est (Romania, Bulgaria, Ungheria, Polonia, Repubblica ceca). Sono incluse anche alcune economie asiatiche, che hanno beneficiato di una crescita estremamente dinamica negli anni 2000 (Corea, Malesia, Thailandia).

**GRAFICO 4:**  
Riduzione della crescita di lungo periodo in punti percentuali tra i periodi 1999-2008 e 2010-2011



Fonte: Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

### Oggi subentrano altri paesi emergenti

Ma questa tendenza al rallentamento della crescita di lungo periodo dei BRICS e di altri paesi non è comune a tutte le economie emergenti.

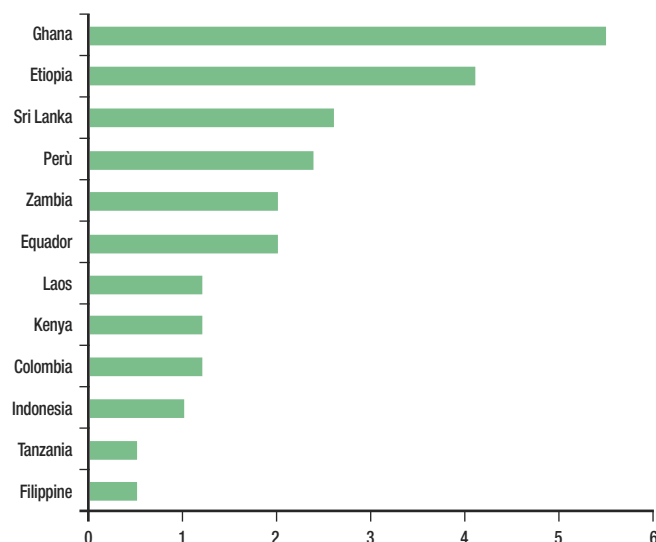
Per identificare quali paesi beneficiano oggi di un potenziale di crescita elevato, ci siamo focalizzati innanzitutto su quelli che non dovrebbero risentire a breve termine della «trappola del reddito medio». I paesi ad alto reddito secondo la Banca Mondiale sono stati quindi esclusi, così come quelli il cui livello di Pil pro capite è inferiore a 500 dollari. Questa soglia corrisponde al livello minimo dei BRICS (l'India nella fattispecie) a inizio anni 2000 quando ebbe inizio il loro periodo di accelerazione della crescita.

Abbiamo successivamente adottato l'approccio di Solow e calcolato il tasso di crescita di lungo periodo delle economie in funzione del tasso di crescita di accumulazione di capitale fisso, del progresso tecnico, del capitale umano e della popolazione. Per fare questo abbiamo utilizzato i dati annuali del Centro per la crescita e lo sviluppo di Groningen <sup>(11)</sup> disponibili per 167 paesi <sup>(12)</sup>. Più precisamente, abbiamo riscontrato che i paesi a forte potenziale di crescita soddisfano le condizioni seguenti:

- 1/ il tasso di crescita medio di lungo periodo per il periodo 2010-2011 <sup>(13)</sup> è superiore o uguale al 4%;
- 2/ questo tasso è più elevato rispetto a quello del decennio che precede la crisi del 2008-2009.

Questa doppia condizione ha lo scopo di garantire che siano inclusi solo i paesi aventi sia un potenziale di crescita elevato sia una tendenza della crescita ad accelerare. Il grafico 5 mostra i paesi in cui il tasso di crescita potenziale tende ad accelerare, mettendo in evidenza la scala di questo aumento.

**GRAFICO 5:**  
Aumento della crescita di lungo periodo in punti percentuali tra i periodi 1999-2008 e 2010-2011



Fonte: Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

Ma al di là di questa tendenza all'accelerazione della crescita di lungo periodo, bisogna tener conto di altri elementi per determinare quali paesi possono diventare i «nuovi BRICS».

È opportuno per esempio, escludere i paesi con una debole diversificazione settoriale dell'economia. Si tratta soprattutto di economie orientate quasi esclusivamente all'esportazione di materie prime. In teoria, le risorse naturali permettono comunque a un paese di beneficiare di entrate da esportazioni, che possono essere utilizzate per mettere in atto politiche a favore dello sviluppo economico. Ma di fatto, i paesi il cui sistema produttivo è ampiamente orientato allo sfruttamento di materie prime, molto spesso risentono della «sindrome olandese»: l'apprezzamento della valuta locale legato alle esportazioni di materie prime limita lo sviluppo di altri settori di attività (soprattutto i prodotti manifatturieri) compromettendo la loro competitività e rallentando così il processo di sviluppo economico del paese. Abbiamo quindi scartato i paesi le cui esportazioni di materie prime rappresentavano più del 40% del Pil. Molti paesi dell'Africa subsahariana (in particolare Angola, Costa d'Avorio e Nigeria) sono entrati a far parte di questa categoria, così come i paesi del Medio Oriente.

Infine, oltre al livello, alla tendenza e alla composizione della crescita, le prospettive della crescita di lungo periodo dipendono dalla sua volatilità e dalla sua resistenza agli shock economici. Per misurare tale resilienza, abbiamo escluso i paesi in recessione nel 2009 dopo la crisi della Lehman, così come quelli la cui crescita è rimasta positiva ma ridotta di almeno 10 punti nello stesso anno.

Alla fine, 21 paesi soddisfano tutti questi criteri. Si tratta di Bangladesh, Bhutan, Bolivia, Burkina Faso, Colombia, Repubblica Dominicana, Ecuador, Etiopia, Ghana, Indonesia, Kenya, Laos, Libano, Panama, Perù, Filippine, Ruanda, Sri Lanka, Tanzania, Uzbekistan e Zambia.

(10) Misurata secondo il modello di Solow.

(11) For a precise definition of the data, see R.Feenstra, R.Inklaar and M.Timmer (2013): "The Next Generation of the Penn World Table", available on the site [www.ggdcc.net/pwt](http://www.ggdcc.net/pwt).

(12) Abbiamo utilizzato il tasso di crescita del Pil osservato per un numero ristretto di paesi per cui alcuni componenti di crescita di lungo periodo non erano disponibili.

(13) Il 2011 è l'ultimo anno disponibile.

## 2/ MA FINANZIARE GLI INVESTIMENTI RICHIEDE UN LIVELLO DI RISPARMIO MINIMO E MERCATI FINANZIARI SUFFICIENTEMENTE SVILUPPATI

Tra questi paesi non tutti confermeranno necessariamente il loro potenziale di crescita elevato. Per raggiungerlo, l'economia in questione deve poter sostenere gli investimenti che favoriranno l'accumulazione di capitale e/o gli aumenti di produttività. Un tasso di risparmio minimo contraddistingue l'esistenza di questa capacità di finanziamento. La presenza di settori bancari e mercati azionari di dimensioni sufficientemente ampie è indispensabile per finanziare gli investimenti e perciò la crescita.

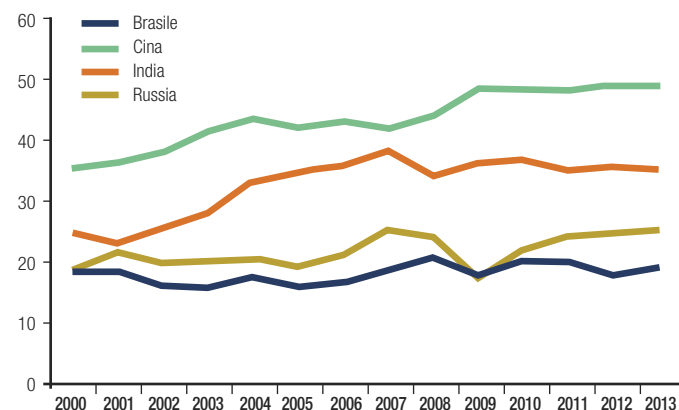
Ciò è confermato dall'esperienza dei BRIC: il loro sviluppo economico era accompagnato dall'aumento del tasso di risparmio, dall'espansione del credito e dal rapido sviluppo dei mercati azionari. Al contrario, la perdita di slancio che questi paesi stanno conoscendo oggi è un segnale del deterioramento della loro capacità finanziaria. Abbiamo perciò utilizzato questi tre indicatori (tasso di risparmio, credito al settore privato e capitalizzazione del mercato azionario) per determinare la capacità finanziaria di un determinato paese.

### Senza risparmi niente investimenti

Il tasso di risparmio dei grandi paesi emergenti è sensibilmente aumentato negli ultimi dieci anni. Il risparmio nazionale lordo dei BRIC rappresentava nel 2013 il 33% del Pil (contro il 28% nel 2000), un aumento di 5 punti. Nel medesimo periodo, il rapporto è diminuito di 3 punti in media nei paesi avanzati<sup>(14)</sup>. Un livello di risparmio domestico minimo è una delle condizioni necessarie al finanziamento dello sviluppo. Consente ai paesi di autofinanziarsi evitando così l'indebitamento estero. L'abbiamo osservato di recente con la fuga di capitali registrata da numerosi paesi emergenti principalmente in seguito ai cambiamenti delle aspettative sulla politica monetaria statunitense, potenzialmente destabilizzanti per l'economia. Storicamente, l'accumulazione di ricchezza ha portato alla nascita della seconda Rivoluzione Industriale: il tasso di risparmio domestico sul Pil registrava in media il 13% in Francia tra il 1870 e il 1889, inizio del processo di sviluppo economico, del 14% in Regno Unito e del 19% negli Stati Uniti<sup>(15)</sup>. Questi livelli sono vicini a quelli che caratterizzano attualmente alcuni paesi emergenti.

I risparmi hanno effetto sulla crescita tramite gli investimenti, consentendo l'accumulazione di capitale fisico e umano, i fattori di crescita menzionati in precedenza<sup>(16)</sup>. Gli investimenti si sono fortemente sviluppati nel corso dell'ultimo decennio, e in relazione al Pil, sono passati da 24 a 32% nei BRIC tra il 2000 e il 2013 (grafico 6), e sono diminuiti di 3,5 punti per le economie avanzate. Inoltre, l'accumulazione di ricchezza e la crescita del Pil sono interdipendenti dal momento che l'aumento della crescita migliora il reddito delle famiglie e delle imprese, facilitando così l'incremento del livello di risparmio.

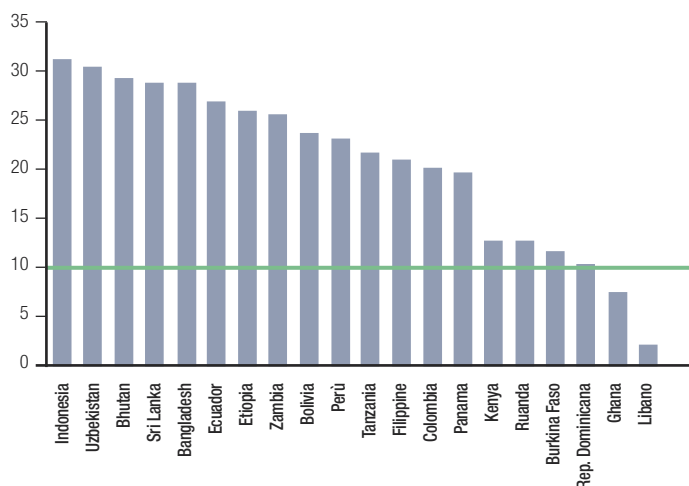
GRAFICO 6:  
Investimenti in percentuale del Pil nei BRIC



Fonte: FMI, Coface

In questo contesto ci focalizziamo sul risparmio nazionale lordo. Abbiamo stimato che i paesi aventi un tasso di risparmio superiore al 10%, il livello minimo necessario per evitare il ricorso in larga scala al risparmio estero, sono quelli che possiedono capacità finanziaria a sufficienza. Al fine di valutare questa tendenza nel lungo periodo, abbiamo considerato il tasso di crescita di questo rapporto nel corso degli ultimi cinque anni, monitorando solo i paesi il cui risparmio si è evoluto in maniera positiva (grafico 7).

GRAFICO 7:  
Tasso di risparmio in percentuale del Pil nei nuovi paesi emergenti



Fonte: FMI, Coface

(14) Fonte: Fondo Monetario Internazionale

(15) Angus Madisson (1992): «A long run perspective on savings», The Scandinavian Journal of Economics.

(16) Teoria della crescita endogena sviluppata da Robert J.Barro e Xavier Sala-i-Martin, «Economic growth, second edition», The MIT Press, 2004.

## L'evoluzione del sistema finanziario favorisce la crescita...

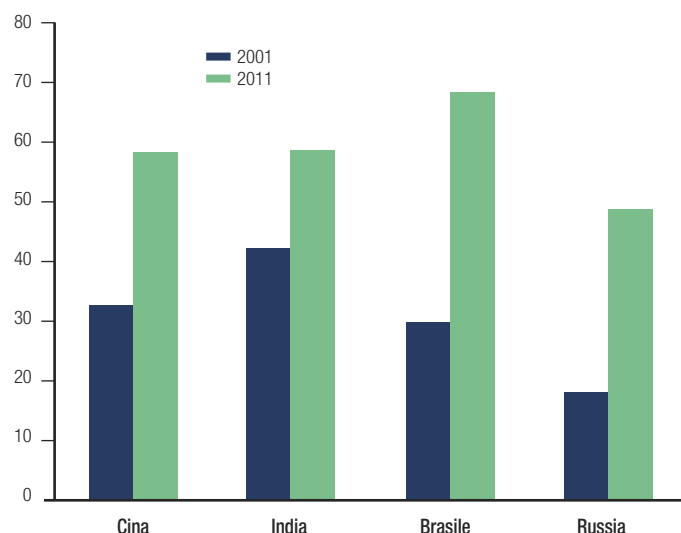
Questo tasso di risparmio minimo è anche un prerequisito per lo sviluppo dei sistemi finanziari locali indispensabili all'espansione degli investimenti. In effetti, l'intermediazione finanziaria rappresenta un fattore chiave di sviluppo: i costi elevati legati all'acquisizione e all'elaborazione delle informazioni, i costi di transazione così come quelli legati all'attuazione dei contratti sono tutti ostacoli che l'intermediazione finanziaria può aggirare. Il sistema finanziario favorisce una miglior allocazione delle risorse divenendo così un fattore di crescita che agisce su cinque leve:

- Agevola la raccolta e la mobilitazione dei risparmi; riducendo i costi di transazione e quelli derivanti dai contratti, il risparmio delle famiglie è trasferito più facilmente alle imprese. Lo sviluppo delle banche è stato così uno dei fattori esplicativi dell'industrializzazione del Regno Unito nel XIX secolo, facilitando la mobilitazione del capitale per i "grandi lavori" <sup>(17)</sup>.
- Consente di ripartire i costi di acquisizione delle informazioni sulla redditività e quindi di ridurre il costo totale, permettendo così ai creditori di individuare rapidamente le imprese e i progetti di investimento più redditizi.
- Agevola il controllo della governance d'impresa attraverso azionisti e creditori.
- Facilita la diversificazione e quindi una migliore gestione del rischio. L'intermediazione finanziaria consente ai detentori di capitale, di solito avversi al rischio, di investire in progetti più vantaggiosi, anche se più rischiosi, grazie alla creazione di attività che delimitano il rischio. Così, nel 2007, mille miliardi di dollari sono transitati dai paesi sviluppati verso quelli in via di sviluppo, pure ritenuti più a rischio: un aumento del 30% rispetto all'anno precedente <sup>(18)</sup>.
- Infine, aumenta lo scambio di beni e servizi grazie alla riduzione dei costi di transazione. Facilita i pagamenti e consente l'accesso intertemporale al credito, come la moneta.

Sebbene storicamente lo sviluppo del sistema bancario preceda quello dei mercati di capitali, la forte crescita registrata negli ultimi vent'anni nei mercati di capitali dei principali paesi emergenti suggerisce che i due settori si siano sviluppati in parallelo. La crescita del livello di intermediazione bancaria non è incompatibile con l'evoluzione dei mercati finanziari e soprattutto azionari, in quanto ciascun settore fornisce servizi diversi <sup>(19)</sup>.

Nel 2001, la capitalizzazione del mercato azionario in rapporto al Pil rappresentava il 42% per la Cina, il 32% per il Brasile, il 25% per l'India e il 18% per la Russia. Oggi questi paesi possiedono mercati di capitali sviluppati paragonabili, a livello dimensionale, ai paesi del G7 (59% in media contro il 78% nel 2011) possono essere quindi considerati mercati maturi (grafico 8). La deregolamentazione dei mercati finanziari, l'apertura ai capitali esteri e le positive performance economiche dei paesi emergenti hanno incoraggiato questo progresso.

GRAFICO 8:  
Capitalizzazione del mercato azionario in percentuale del Pil dei BRIC



Fonte: Banca Mondiale, Coface

Allo stesso modo, il credito al settore privato è fortemente aumentato grazie a politiche monetarie espansive e alla scarsa regolamentazione in alcuni paesi emergenti. Durante il periodo 2002-2012, il tasso di credito al settore privato sul Pil è passato da 26 a 59% in Brasile, e da 31 a 51% e da 18 a 53% rispettivamente in India e Russia. Questa rapida espansione è stata accompagnata da un'accelerazione della crescita del Pil.

## ...ma fino ad un certo punto

D'altra parte un sistema finanziario troppo sviluppato può destabilizzare l'economia e pregiudicare la crescita, come ha rivelato la crisi finanziaria del 2008-2009. Il boom del credito al settore privato, registrato negli Stati Uniti, Irlanda, Islanda, Spagna e ancora nei Paesi Baltici è stato uno dei fattori scatenanti. Inoltre, i mercati finanziari dei paesi del G7 si sono fortemente indeboliti durante questo periodo, con una capitalizzazione media passata dal 106% del Pil nel 2007 al 68% nel 2009, picco della crisi. Anche le numerose crisi bancarie emergenti registrate a inizio anni '90 testimoniano il rischio connesso ad un'espansione troppo rapida del credito.

Al fine di valutare questi eccessi, i paesi a rischio di bolla del credito sono stati scartati dal panel. Il FMI <sup>(20)</sup> definisce bolla del credito un periodo durante il quale la crescita del tasso di credito al settore privato sul Pil nominale eccede in maniera significativa la sua media di lungo termine, o quando aumenta di più di 20 punti annui <sup>(21)</sup>. Abbiamo quindi stimato che i paesi a rischio di bolla del credito erano caratterizzati da un tasso di credito al settore privato e Pil superiore al 100%, come la Cina (147%) o ancora la Thailandia (119%), unitamente ad un aumento di questo tasso di almeno 15 punti l'anno scorso <sup>(22)</sup> (grafico 9).

(17) Walter Bagehot (1873): «Lombard street».

(18) Banca Mondiale (2008): «Global Development Finance: The Role of International Banking».

(19) Ross Levine (2005): «Handbook of Economic Growth», Elsevier.

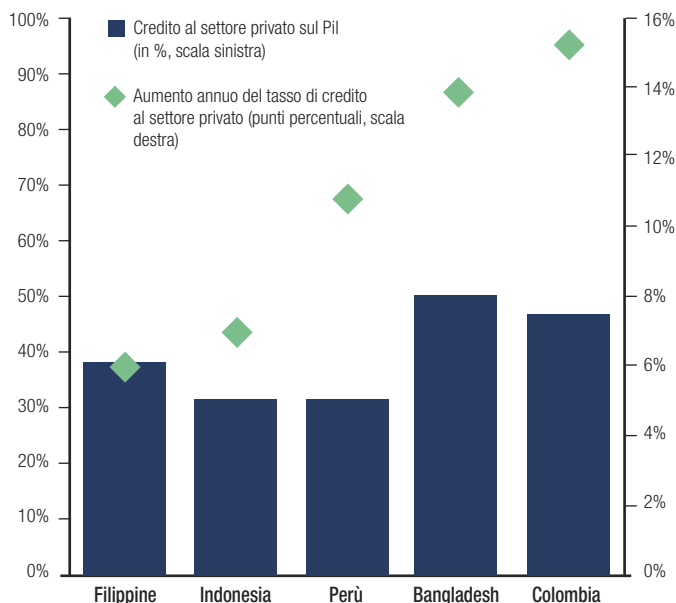
(20) Fondo Monetario Internazionale (2013): «Policies for Macroeconomic Stability: How to deal with Credit Booms», Staff Discussion Note 12/06, June.

(21) Differenza tra la crescita reale e quella media di lungo termine superiore a 1,5% e la crescita del ratio di credito al settore privato sul Pil superiore a 10 punti.

(22) Panorama Rischio Paese Coface (2013): «Le trasformazioni del rischio nei paesi emergenti», marzo.

Abbiamo voluto considerare solo quei mercati finanziari con un tasso di capitalizzazione azionaria inferiore ai livelli dei paesi avanzati poiché ritenuti mercati ormai maturi. Oltretutto, questi mercati sono più sensibili alle variazioni dell'ambiente esterno e perciò più volatili. Abbiamo considerato come limite superiore la media delle capitalizzazioni dei paesi del G7 durante il periodo 2006/2011, circa l'80%.

**GRAFICO 9:**  
Crescita e livello di credito al settore privato



Fonte: Datastream, Coface

In breve, sono 10 i paesi che dispongono di potenziale di crescita elevato e in accelerazione, oltre alla capacità finanziaria suffi-

ciente per realizzarlo: Bangladesh, Colombia, Etiopia, Indonesia, Kenya, Perù, Filippine, Sri Lanka, Tanzania e Zambia.

## BRICS, CIVETS, EAGLES

Dopo l'acronimo BRICS creato da Goldman Sachs all'inizio degli anni 2000 (vedere introduzione), ne sono spuntati molti altri:

- **Next-11:** raggruppa Bangladesh, Egitto, Indonesia, Iran, Corea del Sud, Messico, Nigeria; Pakistan, Filippine, Turchia e Vietnam. Creato da Jim O'Neill di Goldman Sachs con riferimento ai paesi più popolosi dopo i BRIC.
- **CIVETS:** raggruppa Colombia, Indonesia, Vietnam, Egitto, Turchia e Sudafrica. Creato nel 2009 da Robert Ward, analista all'Economist Intelligence Unit; questi paesi sono caratterizzati da un'economia dinamica e diversificata e dispongono di una popolazione giovane in forte crescita.
- **EAGLES:** «Emerging and Growth Leading Economies»: è composta da Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Messico, Russia, Taiwan e Turchia. Nel 2010, BBVA ha introdotto i paesi il cui contributo alla crescita economica mondiale tra dieci anni sarà in media superiore a quella delle sei più grandi nazioni industrializzate. EAGLES'NEST è un gruppo di 11 paesi in grado di raggiungere le EAGLES e che contribuiranno alla crescita globale più del più piccolo paese del G7, l'Italia.

## 3/ IL POTENZIALE DI CRESCITA PUÒ ANCHE ESSERE OSTACOLATO DA CARENZE NEL CONTESTO IMPRENDITORIALE

Identificare i paesi che dispongono sia di un potenziale di crescita elevato sia di un sistema finanziario in grado di finanziare è una condizione necessaria ma non sufficiente per determinare i "nuovi emergenti". Le prospettive economiche di un paese infatti dipendono anche dalla qualità del suo contesto imprenditoriale: un'economia in evoluzione che possiede buone capacità produttive può paradossalmente crescere lentamente se il suo contesto imprenditoriale risente di carenze che ostacolano gli investimenti.

Sono stati condotti numerosi studi sulla relazione tra crescita economica e governance <sup>(23)</sup>, la maggior parte conclude che esiste un legame positivo tra le due <sup>(24)</sup>. Per esempio, Rodrik, Subramanian e

Trebbik <sup>(25)</sup> dimostrano che una governance e delle istituzioni di qualità hanno un effetto sul livello di sviluppo attraverso tre canali di trasmissione:

- 1/ riducono le asimmetrie di informazione, per quanto l'esistenza di istituzioni garantisca una migliore trasmissione delle informazioni;
- 2/ riducono i rischi stabilendo delle regole sui diritti di proprietà
- 3/ limitano la capacità dei gruppi di interesse a ridurre la crescita garantendo attività concorrenziali o ancora combattendo la corruzione.

(23) La governance è una nozione molto ampia, definita dall'Onu come «l'esercizio del potere economico, politico e amministrativo che consente la gestione delle questioni di un paese a tutti i livelli. Comprende i meccanismi, i processi e le istituzioni tramite cui i cittadini esprimono i propri interessi, esercitano i loro diritti legali, adempiono ai loro obblighi e appianano le loro divergenze».

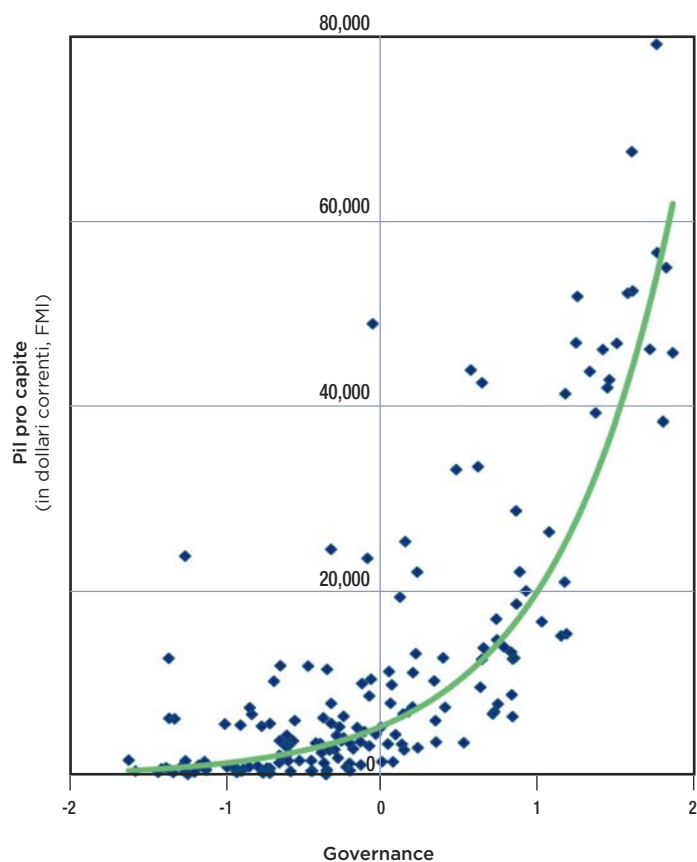
(24) Il legame di causalità tra la governance e lo sviluppo economico è comunque difficile da definire: le economie più avanzate dispongono di maggiori risorse per migliorare la qualità delle istituzioni e della governance.

(25) D. Rodrik, A.Subramanian et F.Trebbik (2002): «Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development», NBER working document no 9305.



Il grafico 10 illustra questo legame tra governance e sviluppo economico: i paesi con una governance di qualità tendono ad avere un Pil pro capite elevato.

**GRAFICO 10:**  
Pil pro capite e qualità della governance nel 2012 in 186 paesi <sup>(26)</sup>



Fonte: Banca Mondiale, Coface

Dal 2008 Coface effettua la sua valutazione del contesto imprenditoriale al fine di identificare i rischi delle imprese nel dettaglio, tenendo conto della qualità della governance in 160 paesi. Quest'ultima è una componente essenziale della valutazione di rischio paese, così come l'esperienza di pagamento del Gruppo Coface nei paesi in questione e la valutazione del rischio macroeconomico e finanziario.

Valutare il contesto imprenditoriale consiste nel misurare la qualità della governance privata di un paese, vale a dire la trasparenza finanziaria delle imprese e l'efficacia dei tribunali in termini di regolamento dei debiti. In Coface, questa valutazione è sviluppata sulla base di analisi interne che coinvolgono tutte le sue entità nel mondo, oltre alle valutazioni del contesto imprenditoriale realizzate dalle organizzazioni internazionali. Coface si basa sulle sue valutazioni del rischio e sulla sua esperienza microeconomica per determinare:

- se i conti delle imprese riflettono al meglio la realtà della loro situazione finanziaria;
- se in caso di insolvenza il sistema giuridico locale permette una risoluzione equa ed efficace.

(26) L'indicatore di governance è calcolato per ciascun paese facendo la media di sei indicatori di governance della Banca Mondiale: libertà politica, qualità normativa, corruzione, stabilità politica, stato di diritto, efficacia del governo. Maggiore è l'indicatore, migliore è la governance del paese.

Per fare questo, la Compagnia realizza ogni anno un sondaggio che coinvolge le sue entità a livello globale. Questa valutazione si basa dunque sul suo network mondiale e sulle competenze acquisite grazie all'esperienza in materia di assunzione del rischio, di informazione sulle imprese e di gestione dei crediti. Come le valutazioni paese, quelle del contesto imprenditoriale sono classificate su una scala di 7 livelli: A1, A2, A3, A4, B, C, D in ordine crescente di rischio.

La tabella sottostante mostra la valutazione del contesto imprenditoriale di Coface nel 2013 per i paesi selezionati in funzione della loro crescita di lungo periodo e della dimensione del loro sistema finanziario.

**TABELLA:**  
Valutazione del contesto imprenditoriale 2013 per paese

Country	BCA
Colombia	A4
Indonesia	B
Perù	B
Filippine	B
Sri Lanka	B
Kenya	C
Tanzania	C
Zambia	C
Bangladesh	D
Etiopia	D

Fonte: Coface

Alcune osservazioni su questa tabella. Per prima cosa, nessuno dei paesi identificati possiede un contesto imprenditoriale particolarmente soddisfacente, vale a dire una valutazione A1, A2 o A3.

5 paesi, Colombia, Indonesia, Perù, Filippine e Sri Lanka, hanno un discreto contesto imprenditoriale, A4 o B, un livello paragonabile a quello dei BRICS oggi (il Brasile e il Sudafrica sono valutati A4, mentre Cina, India e Russia sono valutati B).

Infine, altri 5 paesi, Kenya, Tanzania, Zambia, Bangladesh ed Etiopia, presentano un contesto imprenditoriale molto difficile (valutazione C) o estremamente difficile (D). La qualità del loro contesto imprenditoriale è paragonabile a quella di Paraguay, Camerun, Mongolia, Argentina (tutte valutate C), o Venezuela, Ucraina, Pakistan e Haiti (valutate D).

Così, mentre nei primi cinque paesi il contesto imprenditoriale non sembra essere un ostacolo al pieno sfruttamento del loro potenziale di crescita, gli ultimi cinque potrebbero invece incontrare maggiori difficoltà, anche se da vedere in prospettiva: nel 2001, Brasile, Cina, India e Russia erano state classificate in termini di governance rispettivamente al 78°, 116°, 94° e 150° posto dalla Banca Mondiale <sup>(27)</sup>, un livello prossimo a quello di Bangladesh (139°), Etiopia (144°), Kenya (131°), Tanzania (110°) e Zambia (85°) oggi. Ciò dimostra che la governance non rappresentava un ostacolo sufficientemente grande da impedire un decennio di crescita sostenuta.

(27) Fonte: indicatori globali di governance della banca Mondiale, disponibili sul sito: [www.govindicators.org](http://www.govindicators.org)

## Punto di vista

### JOËL PAILLOT, Direttore Risk Underwriting del Gruppo Coface, sul contesto imprenditoriale in Colombia ed Etiopia

***Qual è la sua opinione sul contesto imprenditoriale in Colombia, individuato in questo studio come uno dei paesi con un forte potenziale?***

La Colombia è rimasta per molto tempo un paese poco attrattivo per le società europee a causa del conflitto con i ribelli delle FARC. Alcune città come Cali o Medellín conservano ancora una reputazione che non meritano più da anni. Le nostre coperture in questo paese lo confermano dal momento che la nostra esposizione è sensibilmente aumentata negli ultimi anni. Certamente non è paragonabile alla situazione del Messico o del Brasile ma ciò dimostra che ormai le imprese sono interessate a questo mercato dal forte potenziale, con una classe media in sensibile crescita e un potere di acquisto in aumento. Infatti, il settore della grande distribuzione è ben rappresentato nel nostro portafoglio così come l'elettronica. Inoltre, le telecomunicazioni e l'auto confermano che, in generale, le famiglie colombiane consumano di più rispetto al passato. Infine, anche i settori della chimica e dei metalli sono ben rappresentati. Da notare che la nostra esperienza di pagamento con questo paese è molto positiva. L'accesso all'informazione finanziaria è abbastanza agevole e perciò anche l'analisi della solvibilità delle imprese risulta più semplice. Assicuriamo più di 10.000 imprese, esportatrici o colombiane che vendono al mercato domestico.

***Quanto all'Etiopia, anch'esso un paese a forte potenziale ma con un contesto imprenditoriale decisamente meno favorevole?***

I nostri assicurati, sia francesi che europei, non sembrano fino ad oggi molto interessati a sviluppare relazioni commerciali con l'Etiopia. Un paese che tuttavia offre numerose opportunità: qualità e basso costo della manodopera, così come una politica di governo favorevole agli investimenti esteri. La nostra esposizione totale è cresciuta poco nel corso degli ultimi tre anni. Alcuni settori però sembrano interessare i nostri assicurati: aeronautica, veicoli e pezzi di ricambio, auto, telecomunicazioni, edilizia (in particolare grazie alla presenza di alcune imprese italiane), alimentare e profumi. La nostra esperienza di pagamento è buona anche se è da sottolineare che la nostra Compagnia è selettiva nella valutazione del rischio. La qualità delle informazioni finanziarie disponibili è accettabile.

## Conclusione

In seguito al rallentamento della crescita dei BRICS (che Coface valuta in media inferiore di 3,2 punti nel 2014 rispetto alla crescita media registrata nel decennio precedente), abbiamo identificato i paesi le cui prospettive di crescita di lungo periodo risultano particolarmente favorevoli. Secondo Coface, sono dieci i paesi che dispongono di un potenziale di crescita elevato e capacità sufficienti a finanziare questa crescita in accelerazione. Tuttavia, considerare nella nostra valutazione il contesto imprenditoriale di Coface, necessario ad individuare eventuali ostacoli alla realizzazione di questo potenziale, porta a dividere il nostro panel in due gruppi: Colombia, Indonesia, Perù, Filippine e Sri Lanka, in cui il contesto imprenditoriale è più favorevole rispetto a quello di Kenya, Tanzania, Zambia, Bangladesh o Etiopia. Alcuni paesi avranno quindi maggiori difficoltà e impiegheranno più tempo di altri a sfruttare pienamente il proprio potenziale di crescita. Nonostante ciò, tali carenze in termini di contesto imprenditoriale sono da relativizzare: nel 2001, la qualità della governance in Brasile, Cina, India e Russia era paragonabile a quella di questi ultimi cinque paesi oggi.

I 10 nuovi emergenti identificati però, non possiedono la popolazione dei BRIC a inizio anni 2000 (rappresentavano il 43% della popolazione mondiale nel 2001, contro l'11% dei 10 oggi, ossia solamente il 30% della popolazione dei BRIC nel 2001). Inoltre, il livello del Pil del nostro panel rappresenta il 70% del totale dei BRIC nel 2001, equivalente al Pil attuale della Francia. Infine, i BRIC registrano in media un attivo di parte corrente, mentre i nuovi emergenti hanno oggi in media un deficit pari al 6% del Pil. Inoltre, nei prossimi anni, questi ultimi potrebbero beneficiare meno del commercio globale rispetto ai loro predecessori BRIC dal momento che la crescita delle economie mature è ormai strutturalmente più debole. Il loro ritmo di espansione dipenderà quindi più dai loro mercati domestici e dalle loro esportazioni verso gli altri paesi emergenti, considerando che gran parte è esportatore netto di materie prime. Ma malgrado il contesto estero meno promettente, questi "nuovi emergenti" possiedono alcuni vantaggi rispetto ai BRIC del 2001. Per esempio, non temono il confronto in materia di inflazione o debito pubblico: la prima è in media inferiore di 2,8 punti rispetto ai BRIC nel 2001, e il secondo è solamente intorno al 40% <sup>(28)</sup> del Pil (contro il 54% nei BRIC nel 2001). Questi paesi hanno perciò buone chance di diventare le nuove economie emergenti a forte crescita.

(28) Tale media nasconde comunque performance contrastanti: Colombia, Etiopia, Indonesia e Perù registrano in effetti livelli di debito pubblico bassi, tra il 18 e il 32%, contro l'80% dello Sri Lanka.

# CAMBIAMENTI DELLE VALUTAZIONI PAESE E DEL CONTESTO IMPRENDITORIALE

## Variazioni positive della valutazione Rischio Paese

### VALUTAZIONI RISCHIO PAESE

Country	Previous	New
United States	A2↗	A1
United Kingdom	A3	A3↗

#### Stati Uniti: A1

- Crescita dinamica ed equilibrata.
- Consumi privati vivaci legati alla contrazione della disoccupazione, al calo del tasso di risparmio, all'aumento dei redditi e alla diminuzione del servizio del debito delle famiglie.
- Mercato immobiliare in via di ripresa.
- Forte aumento degli investimenti grazie al ritorno della redditività delle imprese al loro livello pre-crisi. Inoltre, indebitamento delle imprese sempre relativamente contenuto.
- Rischi connessi alla caduta del governo e all'aumento del plafond del debito superati a inizio 2014.

#### Regno Unito: A3↗

- Crescita solida nel 2014
- Consumi delle famiglie molto dinamici grazie a condizioni di credito agevolate, calo della disoccupazione e aumento dei prezzi degli immobili.
- La maggiore fiducia delle imprese e il grado elevato di utilizzo della capacità produttiva suggeriscono una forte crescita degli investimenti; anche se alcuni settori (principalmente quello manifatturiero) sono rimasti ben più indietro di altri (edilizia, servizi finanziari).

### VALUTAZIONI DEL CONTESTO IMPRENDITORIALE

Country	Previous	New
UAE	A3↘	A3
Algeria	B↘	B
Indonesia	C↗	B
Rwanda	D	C

#### EAU: A3

A metà 2013 è stata introdotta una nuova legge sulle imprese più vicina agli standard internazionali. Tale legge prevede miglioramenti della governance d'impresa e alcuni cambiamenti in materia di creazione d'impresa, amministrazione, ricorsi e introduzione in borsa. Tuttavia, l'eventuale revisione della normativa che impedisce agli stranieri di possedere la maggioranza di un'impresa (più del 49% del capitale) è stata rinviata.

#### Algeria: B

Con la legge finanziaria 2014 sono state introdotte delle agevolazioni al quadro legale delle imprese. Le procedure per l'approvazione di investimenti diretti esteri o investimenti in partnership con capitali esteri sono state rese più facili. Inoltre, mentre dal 2009 le lettere di credito erano diventate l'unico metodo di pagamento delle importazioni, questa legge reintroduce il pagamento con rimessa documentaria.

#### Indonesia: B

Nonostante in Indonesia la corruzione sia sempre presente, il paese ha fatto progressi significativi, soprattutto grazie alla Commissione per l'eliminazione della Corruzione. Il paese ha migliorato le procedure per i crimini finanziari, compresi quelli commessi da ufficiali di alto grado.

#### Ruanda: C

Il paese ha applicato una serie di riforme favorendo in maniera significativa la creazione di imprese. Il Ruanda possiede istituzioni stabili e una normativa sulle reti d'impresa che continua ad affinarsi, sostenendo lo sviluppo del settore privato. Grande impegno è stato dedicato alla lotta alla corruzione. L'efficacia del sistema giuridico si sta rafforzando allo scopo di garantire il rispetto dei diritti di proprietà.

## Variazioni negative della valutazione Rischio Paese

### VALUTAZIONI RISCHIO PAESE

Country	Previous	New
Brazil	A3↘	A4
Thailand	A3↘	A4
Turkey	A4	A4↘
Ghana	B	B↘
Russia	B	B↘
Venezuela	C	C↘

#### Brasile: A4

- Restrizione delle politiche fiscali e monetarie.
- Rallentamento dei consumi.
- Investimenti deboli.
- Impatto del deprezzamento reale sulle imprese indebitate in valute estere.
- Impatto della performance negativa argentina sull'industria, soprattutto dell'auto.

### Tailandia: A4

- Il protrarsi della crisi politica in Thailandia si riflette su consumi, investimenti e turismo. La fiducia delle famiglie ha subito un calo e anche le imprese sono preoccupate (un produttore di auto giapponese ha rinviato un investimento).
- L'alto livello di indebitamento delle famiglie pesa negativamente sui consumi e si riflette sulla capacità della Banca Centrale di sostenere la crescita.
- Il governo provvisorio non ha il potere di stabilire misure di sostegno finanziario.

### Turchia: A4

- Il governo si è destabilizzato dopo le accuse di corruzione mosse in dicembre. Rimane quindi il rischio che queste tensioni si acuiscano in previsione delle prossime elezioni municipali e presidenziali rispettivamente in marzo e agosto 2014.
- Coface prevede un rallentamento della crescita pari al 2,0% nel 2014. Ciò si deve all'impatto sui consumi domestici a causa degli effetti combinati del deprezzamento della lira turca, della forte inflazione (7,9% in febbraio 2014) e del sensibile aumento dei tassi di interesse (+425 pp in gennaio).

### Ghana: B

- Si registrano ritardi di pagamento ricorrenti da parte dello Stato, inclusi quelli verso i creditori esteri in un contesto di deficit pubblico elevato. Lo Stato stenta a controllare la spesa pubblica e a ridurre il deficit (11% nel 2013).
- Il deprezzamento della valuta locale (cedi) ha spinto la Banca Centrale ad aumentare il tasso di interesse di riferimento al 18% in febbraio 2014 e a introdurre una serie di misure sul controllo degli scambi commerciali con l'estero.
- Ciononostante, le prospettive economiche di lungo periodo del paese restano favorevoli (importanti riserve di petrolio e oro e contesto imprenditoriale positivo).

### Russia: B

- La crisi ucraina avrà un impatto negativo sulla crescita già di per sé rallentata (1,3% nel 2013) principalmente a causa del calo degli investimenti.
- Il deprezzamento del rublo ha spinto la Banca Centrale ad innalzare il suo tasso di interesse di riferimento (da +150 pp a 7%), che accentuerà il rallentamento della crescita influenzando sul credito e sugli investimenti.
- Rischio di accelerare la fuga di capitali, già a 62,7 mld di \$ nel 2013.

### Venezuela: C

- Peggioramento del contesto imprenditoriale (indisponibilità, scarsità di valuta estera, violenza, controllo dei prezzi delle importazioni, iperinflazione).
- Recessione prevista nel 2014.
- Calo delle riserve di valuta estera.

## VALUTAZIONI DEL CONTESTO IMPRENDITORIALE

Country	Previous	New
South Africa	A3	A4
Tunisia	A4	B
Madagascar	C	D
Ukraine	C	D
Venezuela	C	D

### Sudafrica: A4

- Minore accessibilità all'informazione finanziaria: la pubblicazione dei bilanci non essendo obbligatoria per le imprese private, il peggioramento della loro situazione finanziaria le rende più reticenti nel pubblicarli.
- Deterioramento della situazione in termini di tutela dei creditori dovuta a una procedura legale di "business rescue" che può obbligare i fornitori a continuare a rifornire un cliente anche se non ha pagato.

### Tunisia: B

Il contesto istituzionale delle imprese risente di aspetti legati al precedente regime politico e all'instabilità che pesa sulla Tunisia dal 2011.

Gli indicatori di governance 2013 della Banca Mondiale si sono deteriorati. Inoltre, il "Rapporto 2014 sulla competitività internazionale" del Forum Economico Mondiale rileva un forte peggioramento del paese, principalmente imputabile allo sviluppo del settore informale, alla corruzione e al contrabbando, così come ai conflitti sociali.

### Madagascar: D

Significative carenze in termini di protezione degli investitori, applicazione dei contratti e trasferimento di proprietà indeboliscono il contesto imprenditoriale. La messa in atto di riforme è ostacolata dalla situazione politica fragile che continua a gravare sul clima delle imprese e sullo sviluppo del settore privato.

### Ucraina: D

La situazione del paese è fortemente peggiorata nel corso degli ultimi anni per quanto riguarda la lotta alla corruzione, la qualità e l'applicazione delle normative. La forte instabilità politica limita le prospettive di attuazione delle riforme che consentirebbero di migliorare il contesto imprenditoriale rafforzando la qualità delle normative e di controllo della corruzione.

### Venezuela: D

Indisponibilità, scarsità di valuta estera, violenza, controllo delle importazioni e dei prezzi, iperinflazione.

## Valutazioni Coface

<b>D</b>	Paese
<b>C</b>	Contesto imprenditoriale
<b>RISCHIO MOLTO ELEVATO</b>	Medio termine

### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	1,0	-1,1	0,8	2,0
Inflazione (media annua %)	3,7	2,0	-0,1	1,1
Indebitamento netto (% del Pil)	-2,9	-2,7	-2,2	-1,4
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-9,9	-9,7	-7,9	-7,6
Debito pubblico (% del Pil)	40,5	45,1	44,9	42,8

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Una crescita lenta indebolita dal calo della domanda interna

Nel 2013, l'attività economica si è stabilizzata, sostenuta dalle esportazioni, favorite dalla ripresa della domanda europea (55% delle esportazioni di beni) nella seconda metà dell'anno e dagli aumenti di competitività legati alla moderazione dei salari. Il trend è proseguito nel 2014 nonostante si sia scontrato con gli ostacoli interni al paese, come le misure di austerità che hanno ridotto le spese dei consumatori. Malgrado l'aumento dei salari concesso a settembre 2013 per funzionari e pensionati (rispettivamente del 3,5% e del 5%), le spese delle famiglie sono diminuite a causa della disoccupazione che, secondo le stime, colpisce ancora tra il 25% e il 45% della popolazione attiva. In questo contesto, il 20% della popolazione si trova ormai in condizioni di povertà. Il sistema produttivo risente della negligenza dei dirigenti politici nel processo di privatizzazione dell'economia iniziato dopo gli accordi di Dayton nel 1995. La maggior parte di queste ex imprese pubbliche hanno incontrato delle difficoltà; tuttavia i settori del metallo, del legno e dell'abbigliamento beneficerebbero dell'aumento della domanda dall'Eurozona.

Nel 2014, nel rispetto delle indicazioni del FMI, gli investimenti e le spese statali rimarranno limitati, mentre gli investimenti privati potrebbero contrarsi. In effetti il settore bancario dovrebbe limitare l'accesso al credito per frenare l'aumento dei prestiti non remunerativi, pari al 14,9% dei prestiti totali. In più, il peggioramento del contesto politico influisce sulle prospettive di miglioramento del quadro imprenditoriale scoraggiando gli investimenti.

### Finanze pubbliche ancora dipendenti dagli aiuti internazionali

Il recente rallentamento dell'economia bosniaca ha creato la necessità di un secondo accordo con il FMI per 405 milioni di euro nel settembre 2012 dopo quello del 2009. Il bilancio federale (esclusi gli interessi del debito) è congelato da tre anni. Ciononostante, la debolezza delle istituzioni politiche ha rallentato l'adozione di riforme strutturali necessarie al miglioramento delle finanze pubbliche, in particolare la riscossione delle tasse. Al fine di rispettare l'obiettivo di deficit, la Bosnia-Erzegovina ha perciò sollecitato l'aumento dell'ultimo accordo con il FMI: 150 milioni di euro ulteriori sono stati concordati a gennaio 2014, uniti ad un'estensione di 9 mesi (fino a giugno 2015).

Per quanto riguarda i conti con l'estero, il paese importa due volte in più di quanto esporta. Una domanda estera più dinamica e le rimesse dei lavoratori espatriati (8% del Pil) consentiranno di ridurre il deficit corrente. Dal momento che gli IDE (2% del Pil) copriranno solo una minima parte del fabbisogno finanziario, l'aiuto estero rimane indispensabile. Inoltre, il paese ha adottato un sistema di cambi vincolati tra-

mite currency board con cambio fisso nei confronti dell'euro. Le riserve di cambio rappresentano più di cinque mesi di importazioni e rafforzano la capacità della Banca Centrale di mantenere il mark convertibile contro l'euro.

### Tensioni sociali in aumento

In seguito agli accordi di Dayton, l'amministrazione bosniaca è divisa in due entità distinte: la Federazione di Bosnia-Erzegovina, suddivisa in 10 cantoni, e la Repubblica Serba di Bosnia. La complessità di questa struttura indebolisce il potere esecutivo centrale rappresentato dal Primo Ministro Vjekoslav Bevanda. La presidenza, che ruota attorno a tre rappresentanti della comunità bosniaca musulmana, croata cattolica e serba ortodossa, persegue una politica passiva che stenta a superare le divisioni etniche.

In tale contesto, il malcontento popolare è aumentato fino a culminare in un'ondata di violenza senza precedenti nel febbraio 2014 dopo la pace ritrovata nel 1995. Le dimostrazioni sono state innescate dagli operai, esasperati dalla negligenza delle imprese private e in attesa del salario da mesi. La protesta popolare ha coinvolto gran parte delle classi sociali ed etniche, anche se è più sentita nella federazione di Bosnia-Erzegovina; così 4 dei 10 primi ministri dei cantoni hanno dato le loro dimissioni.

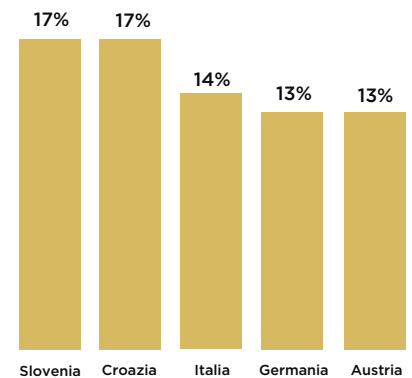
Questa situazione rivela un profondo malessere dovuto alla corruzione elevata in un paese incapace di riforme. Allo stesso tempo, dei plenum popolari si sono costituiti in alcuni cantoni per dare voce alle rivendicazioni popolari. A fine febbraio, l'Assemblea del cantone di Sarajevo ha accolto complessivamente le richieste, legittimando di fatto di questa istituzione di democrazia cittadina. La situazione dovrebbe così placarsi in prospettiva delle prossime elezioni legislative e presidenziali a ottobre 2014. È perciò molto probabile che il paese resterà in crisi politica fino a quel momento. Ciononostante, resta il problema di fondo della divisione del paese. Inoltre, a febbraio 2014 la Commissione Europea ha annunciato la fine delle negoziazioni di adesione all'UE dopo sette anni di discussioni a causa della mancanza di riforme da parte delle autorità. Infine, la corruzione, la mancanza di efficacia dell'amministrazione e del sistema giudiziario o ancora le dimensioni del settore informale, pesano sul contesto imprenditoriale.

### Punti di forza

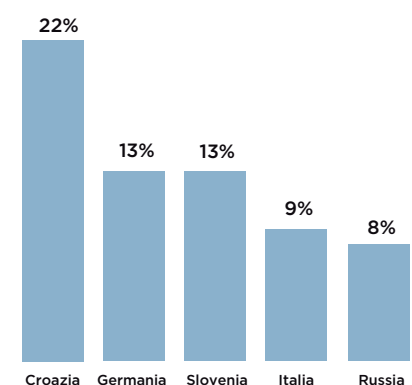
- Sostegno finanziario da parte del FMI
- Consistenti rimesse dei lavoratori espatriati
- Conclusione di un accordo di stabilità e di associazione con l'UE a giugno 2008

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Scarsa diversificazione delle esportazioni
- Tasso di disoccupazione molto elevato
- Dimensione del settore informale
- Carenze in termini di infrastrutture e contesto imprenditoriale
- Frammentazione istituzionale ed etnica

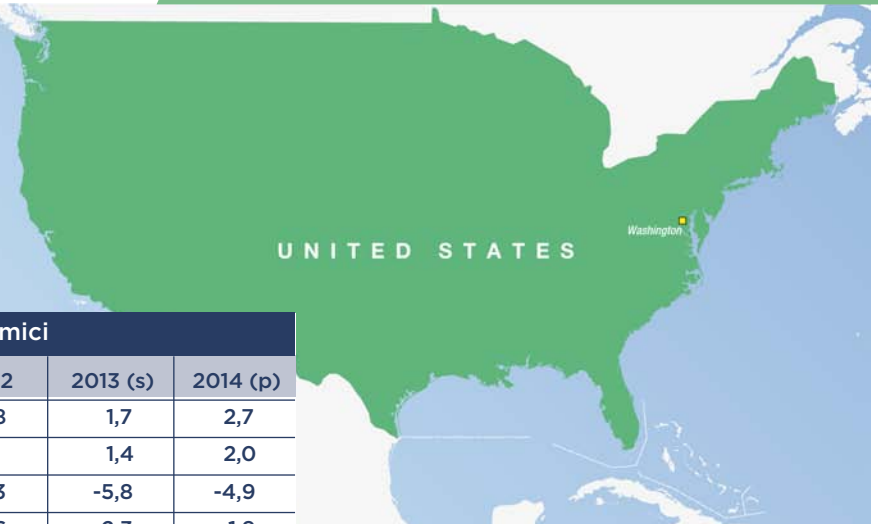
## Valutazioni Coface

A1

Paese

A1

Contesto  
imprenditoriale



### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	1,9	2,8	1,7	2,7
Inflazione (media annua %)	3,1	2,1	1,4	2,0
Indebitamento netto (% del Pil)	-9,7	-8,3	-5,8	-4,9
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-2,8	-2,6	-2,3	-1,9
Debito pubblico (% del Pil)	99,4	102,7	106,0	107,3

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Crescita americana in accelerazione nel 2014

Nel 2013, la crescita americana è stata sostenuta dai consumi delle famiglie ma anche dall'edilizia. Nel 2014, la crescita sarà nuovamente sorretta dai consumi delle famiglie e dagli investimenti delle imprese. La dinamica del mercato del lavoro, infatti, è piuttosto favorevole ai consumi: da gennaio 2010 il tasso di disoccupazione diminuisce gradualmente, registrando da gennaio un livello inferiore pari al 7% (6,6%). Il Presidente Obama ha annunciato un decreto che porterà, dal 1° gennaio 2015, il salario minimo dei nuovi assunti federali a 10,10\$ all'ora indicizzato sull'inflazione, ovvero un aumento del 40%. In più, ha anche spinto il Congresso a estendere questa misura.

Inoltre, il reddito disponibile delle famiglie è aumentato dell'1% nel 2013, favorendo la spesa. Il ritmo di crescita dei consumi sarà tuttavia meno dinamico rispetto al periodo pre-crisi (3,1%, 2003-2007). In effetti, le famiglie hanno aumentato i propri risparmi (in media 5,1% del reddito disponibile dal 2012 contro il 3,5% tra il 2003 e il 2007). Janet Yellen, neo-presidente della FED, ha dichiarato che procederà con cautela sull'interruzione della politica monetaria ultra accomodante. Il suo predecessore, Ben Bernanke, aveva annunciato a dicembre 2013 la riduzione degli acquisti mensili di titoli di Stato e titoli ipotecari. In più, la FED dovrebbe ritoccare il tasso di interesse di riferimento prima del 2015, sebbene la disoccupazione sia crollata al 6,5%, per di non indebolire l'attività economica. L'inflazione è rimasta ben al di sotto del target (2%) a fine 2013 (1%).

### Imprese solide

La redditività delle imprese americane ha registrato un record nel 2013 (12% del Pil) e anche il loro debito sta diminuendo (50% del Pil contro il 67% nell'Eurozona e 77% nel Regno Unito). La solidità finanziaria delle imprese unita alla dinamicità dei consumi interni e alla domanda globale, sostengono gli investimenti. La fiducia delle imprese era elevata anche nella seconda metà del 2013. I settori dell'auto e della distribuzione continueranno a crescere nel 2014; l'edilizia invece potrebbe risentire dell'aumento dei tassi a lungo termine. In effetti gli investimenti immobiliari sono stati trainati dai bassi tassi di interesse.

### Le esportazioni nette favoriranno la crescita

Le esportazioni nette contribuiranno positivamente alla crescita. Grazie alla crescente indipendenza energetica, il deficit commerciale americano è diminuito nel 2013. Infatti, tra gennaio 2012 e giugno 2013, il deficit energetico si è assestato al 35%. Gli Stati Uniti esportano carbone in Europa e Asia. In ambito domestico è diventato più conveniente utilizzare il gas. Nel 2014, la crescita della Cina, principale partner commerciale, sarà pressoché in linea

con il 2013. Gli altri partner principali, escluso il Giappone, conosceranno un'accelerazione della crescita; le esportazioni americane ne beneficeranno pienamente. Il buon posizionamento della domanda interna favorirà le importazioni, anche se in misura minore. Il deficit corrente continuerà quindi a ridursi grazie all'aumento costante del rimpatrio dei profitti delle società americane, al surplus della bilancia dei servizi, ai prezzi sostenuti dei prodotti agricoli e alla diminuzione delle importazioni di energia.

### Scontri politici ricorrenti

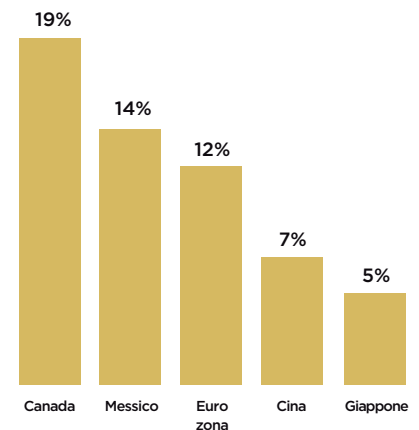
Il livello del debito pubblico (106% del Pil) resta alto. Il risanamento di bilancio, iniziato nel 2011, pesa in maniera diretta sull'attività economica. La spesa pubblica ha infatti contribuito negativamente alla crescita nel 2013, circa -0,5 di punto. Nel 2014, la spesa federale aumenterà leggermente, in particolare nel settore della difesa. Il bilancio è stato approvato a dicembre 2013, conseguenza di un accordo transitorio siglato in ottobre dopo il 18° "shutdown" (blocco delle amministrazioni per 16 giorni) della storia americana. Inoltre, il plafond del debito è stato portato a quota 17,2 miliardi di \$ a febbraio; gli Stati Uniti potranno perciò onorare i propri debiti fino a marzo 2015. Tale accordo è stato votato senza condizioni da parte della Camera dei Rappresentanti a maggioranza Repubblicana. Secondo i sondaggi, i continui blocchi dell'economia hanno effettivamente danneggiato la reputazione del partito. I Repubblicani hanno perciò accettato un compromesso allo scopo di migliorare la propria immagine politica a qualche mese dalle elezioni di metà mandato. I democratici sembrano tuttavia in grado di vincere le prossime elezioni e offrire maggior potere al Presidente Barak Obama.

### Punti di forza

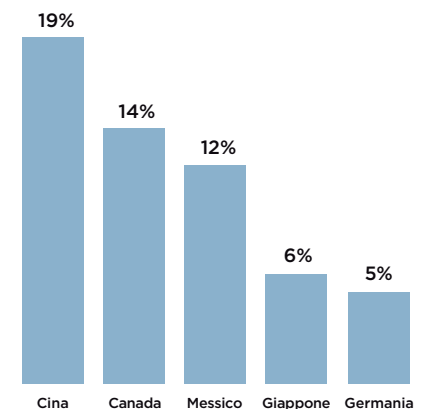
- Flessibilità del mercato del lavoro
- Piena occupazione tra obiettivi della FED
- Ruolo predominante del dollaro nell'economia globale
- Quasi 60% del debito pubblico detenuto dai residenti
- Crescente autonomia energetica (shale gas)

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale

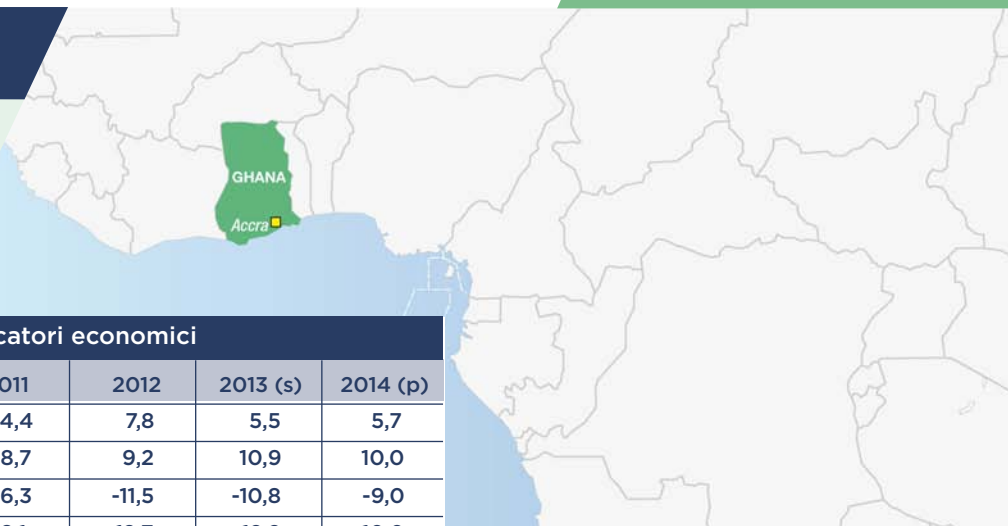


### Punti di debolezza

- Una parte significativa della disoccupazione è strutturale
- Limitata flessibilità geografica delle famiglie
- Polarizzazione della sfera politica
- Calo del tasso di natalità
- Obsolete numerose infrastrutture

## Valutazioni Coface

<b>B</b>	Paese
<b>B</b>	Contesto imprenditoriale
RISCHIO ABBASTANZA ELEVATO	Medio termine



### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	14,4	7,8	5,5	5,7
Inflazione (media annua %)	8,7	9,2	10,9	10,0
Indebitamento netto (% del Pil)	-6,3	-11,5	-10,8	-9,0
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-9,1	-12,7	-12,2	-10,0
Debito pubblico (% del Pil)	42,5	50,2	51,4	52,5

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### La crescita, sostenuta dal settore degli idrocarburi, nel 2014 sarà ostacolata da una domanda interna debole

Dopo il rallentamento registrato nel 2013, si prevede un lieve aumento della crescita nel 2014. L'economia ghanese è sostenuta dal settore degli idrocarburi, nonostante l'aumento della produzione del campo petrolifero di Jubilee sia più lento del previsto a causa di problemi tecnici ricorrenti che ostacolano l'estrazione. Il completamento della centrale idroelettrica di Bui a fine 2013 e il lancio della produzione di gas ad Atuabo, previsto per il 2014, dovrebbero incrementare l'approvvigionamento di elettricità e favorire la produzione del settore manifatturiero. I servizi (finanziari, telecomunicazioni) si riconfermano fattori positivi per l'economia. Tuttavia nel 2014 i consumi delle famiglie potrebbero subire gli effetti del minore aumento dei salari e delle spese sociali nell'ambito del controllo delle finanze pubbliche. Inoltre, la riduzione delle sovvenzioni peserà sul costo dell'energia e dei trasporti, provocando la diminuzione del potere d'acquisto. I tassi di interesse elevati continueranno ad incidere sull'accesso al credito e sugli investimenti.

Le pressioni inflazionistiche, intensificate nel 2013 a causa della riduzione delle sovvenzioni sul carburante stabilita a febbraio 2013 e dell'aumento dei salari, dovrebbero protrarsi nel 2014. La moderazione della domanda delle famiglie limiterà l'incremento dei prezzi, che peraltro continuerà ad essere alimentato dal rincaro dei beni importati a causa del deprezzamento del cedi.

Il settore bancario rimane fragile, specialmente le banche pubbliche (20% di attivi). Le carenze in termini di normative e i controlli insufficienti rischiano di far aumentare i debiti in sofferenza.

### Il tanto atteso miglioramento dei conti pubblici e del deficit corrente non si è ancora concretizzato

Nonostante gli sforzi da parte del governo per ridurre le spese, il deficit di bilancio dovrebbe rimanere elevato nel 2014. L'aumento delle entrate fiscali sembra essere meno elevato di quanto previsto inizialmente, tenendo conto della persistenza di difficoltà tecniche che limitano la produzione del petrolio e di una crescita che stenta a ripartire. Il governo dovrebbe frenare l'aumento della spesa pubblica e soprattutto dei salari, ma in maniera graduale, al fine di evitare il malcontento tra la popolazione in attesa di beneficiare della "manna del petrolio". Inoltre, il rincaro del servizio del debito pubblico, legato all'aumento dei tassi di interesse e al deprezzamento del cedi (44% del debito pubblico è in dollari) impedirà il miglioramento del saldo di bilancio.

La necessità di importare beni capitali per lo sviluppo delle infrastrutture del paese, soprattutto petrolifere, continuerà ad influire sulla bilancia corrente.

Nel 2014, le esportazioni potrebbero essere sostenute dall'aumento dei volumi di produzione del petrolio. Le prospettive poco favorevoli del prezzo delle materie prime, che rappresentano i tre quarti dei proventi da esportazione (oro, petrolio, cacao), renderanno difficile la riduzione del deficit.

Le incertezze sulla capacità del governo di porre rimedio al peggioramento delle finanze pubbliche e della bilancia corrente hanno causato un forte deprezzamento del cedi spingendo la Banca Centrale del Ghana ad innalzare, a inizio febbraio, il suo tasso di riferimento di 200 pp (al 18%). Le autorità hanno introdotto inoltre misure di controllo dei tassi di cambio destinate a limitare il deprezzamento del cedi, che ha perso più del 20% del proprio valore nel 2013 e il 9% nel 2014. Senza il miglioramento della bilancia corrente il deprezzamento del cedi potrebbe protrarsi.

### La situazione politica rimane stabile e il contesto imprenditoriale relativamente favorevole

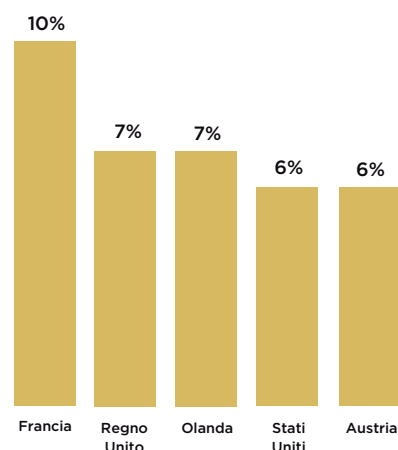
John Dramani Mahama, salito alla presidenza dopo la morte del Presidente Atta Mills nel luglio del 2012, è stato eletto a dicembre dello stesso anno e il suo partito (Congresso Nazionale Democratico) ha ottenuto la maggioranza dei seggi in Assemblea. Questo risultato, contestato dall'opposizione Nana Akufo Addo (Nuovo Partito Patriottico), è stato finalmente ratificato dalla Corte Suprema a fine agosto 2013, senza provocare reazioni da parte dell'opposizione che ha deciso di non appellarsi. Questo episodio della vita politica del Ghana ha rafforzato molto la sua immagine di modello democratico. Dopo la scoperta delle riserve di petrolio, le aspettative della popolazione sono aumentate in termini di miglioramento del tenore di vita. L'insofferenza generale ha portato all'organizzazione di scioperi e manifestazioni, come quelle dei medici del settore pubblico e degli insegnanti nell'aprile 2013, che non mettono in discussione la stabilità sociale del paese. Il clima imprenditoriale continua a migliorare (accesso al credito, procedure amministrative), ma nuovi ostacoli sono emersi in materia di governance con la gestione delle entrate generate dall'avviamento dell'estrazione petrolifera.

### Punti di forza

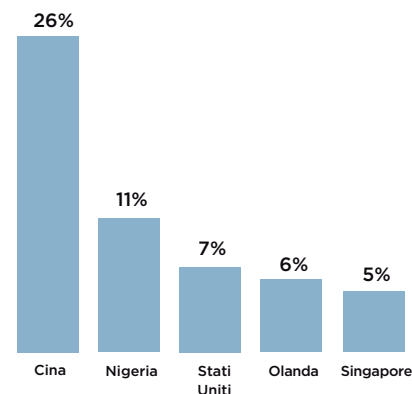
- Consistenti risorse minerarie (oro), agricole (cacao) e ora petrolifere
- Affermazione della democrazia, stabilità politica e sociale
- Buona governance, contesto imprenditoriale attrattivo e favorevole agli IDE
- Sostegno di donatori multilaterali (FMI, Banca Mondiale, UE...) e bilaterali (Stati Uniti, Regno Unito, Cina)

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Carenze in termini di infrastrutture (energia, trasporti)
- Dipendenza dai prezzi delle materie prime (Oro, petrolio, cacao)
- Rapido aumento del deficit e del debito pubblico
- Fragilità delle banche pubbliche che pesa sull'intero sistema bancario

## Valutazioni Coface

**A3**

Paese

**A1**

Contesto  
imprenditoriale

### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	1,1	0,1	1,9	2,1
Inflazione (media annua %)	4,5	2,8	2,2	2,3
Indebitamento netto (% del Pil)	-7,8	-7,9	-6,4	-6,0
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-0,9	-3,6	-3,5	-2,8
Debito pubblico (% del Pil)	84,3	88,8	92,1	95,3

(s): Stime  
(p): Previsioni



## Valutazione del rischio

### Una crescita forte ma dipendente da settori volatili

Nel 2013 la crescita è stata sostenuta dalla ripresa dei consumi privati e dalla ricostituzione delle scorte di magazzino. I settori che hanno contribuito maggiormente alla crescita sono stati i servizi e l'edilizia. Nel 2014, i consumi privati rimarranno il principale fattore di crescita. Ciononostante, il livello di disoccupazione è elevato se paragonato alla media di lungo termine (7,8% nel 2013 contro il 5% tra il 2000 e il 2008). Ma la Banca di Inghilterra (BoE) si è impegnata a mantenere una politica monetaria espansiva finché il tasso di disoccupazione non sarà inferiore al 7% e l'inflazione stabilizzata al 2% (31%). Secondo le stime della Banca Centrale, è improbabile che intervengano restrizioni di politica prima del 2015. In questo contesto, nel 2014 le famiglie e gli investitori potranno ancora beneficiare di tassi di interesse storicamente bassi. Nonostante le prime siano fortemente indebitate (il 132% del loro reddito disponibile in giugno 2013), beneficiario di un patrimonio netto elevato (700% del reddito annuale) sostenuto dal forte aumento dei prezzi dell'immobiliare (+7,5% nel 2013). Di conseguenza la fiducia delle famiglie è buona, in vista di un aumento dei salari reali. A gennaio, il Ministro delle finanze M. Osborne si è dichiarato a favore di un incremento del salario minimo dell'11% entro il 2015. Inoltre, lo Stato sostiene l'edilizia grazie ad una serie di aiuti al settore immobiliare (Help to Buy). Nel 2013, il governo ha destinato l'1% circa della propria ricchezza nazionale, circa 17 miliardi di sterline, alla costruzione di infrastrutture e alloggi; allo stesso tempo ha annunciato di voler dare priorità al potenziamento della rete stradale. Il settore perciò avrà un trend positivo nel 2014. Nel settore manifatturiero, il livello di produzione rimane inferiore del 15% rispetto al periodo pre-crisi, al livello di inizio anni '90.

I sondaggi realizzati a gennaio 2014 tra i manager d'impresa indicano una fiducia maggiore nell'economia britannica a medio termine. Dato il massiccio utilizzo di capacità produttiva (82%), l'aumento degli investimenti e in particolare il rinnovo di capitale fisso sosterranno l'attività. Si registra un aumento dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie e alle piccole imprese nell'ultimo trimestre 2013. Tali prestiti continueranno a crescere nel 2014 dal momento che la BoE aiuterà le PMI a finanziarsi offrendo liquidità a basso costo alle banche prestatrici. In più, l'imposta sulle imprese diminuirà di un punto (23%). Nel 2014, lo Stato limiterà i sussidi statali (esclusi sanità, educazione e pensioni) a vantaggio degli oneri che pesano sulle aziende (minori contributi ai dipendenti) e sui redditi più elevati (aliquota superiore a 45% contro il precedente 50%). L'inflazione, leggermente al di sopra del 2%, resterà nella area target grazie ad una domanda interna positiva e all'incremento dell'attività commerciale con i partner europei.

### Esportazioni in aumento nel 2014

La lieve ripresa dell'attività dell'Eurozona (47% delle esportazioni) intensificherà il contributo positivo del commercio estero alla crescita. I due principali clienti del Regno Unito, Germania e Stati Uniti (ciascuno conta l'11% delle esportazioni), conosceranno un'accelerazione della loro crescita. Inoltre, nonostante la bassa elasticità rispetto al prezzo, i prodotti britannici beneficiano della relativa debolezza della sterlina. In effetti nel 2013, la sterlina registrava un tasso di cambio di 0,85£ per 1€ contro 0,65£ tra il 2000 e il 2007, ossia un deprezzamento superiore al 20%. La bilancia corrente britannica dipende molto dai servizi finanziari. Effettivamente, se la bilancia commerciale è in deficit di 7 punti circa del Pil, la bilancia dei servizi è attivo di 5. Londra rimane la prima piazza finanziaria a livello mondiale. L'accelerazione della crescita dei paesi avanzati sarà favorevole ai servizi finanziari britannici. In tale contesto, il deficit corrente si ridurrà leggermente nel 2014.

### Il sistema bancario resta sovradimensionato

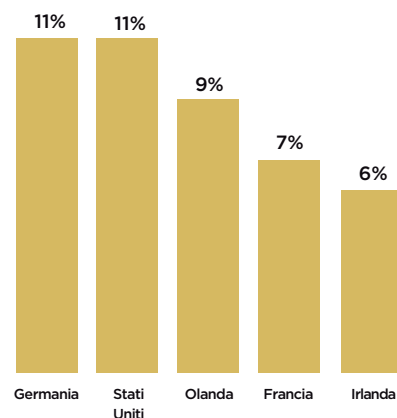
Le banche rappresentano un punto debole dell'economia. In valore assoluto, il sistema bancario britannico è il terzo al mondo dopo quello di Stati Uniti e Giappone (1.000 miliardi di sterline e 900% del Pil). Al fine di limitare i rischi sistemici legati a fallimento o a ricapitalizzazione di uno dei principali operatori, le banche britanniche hanno dovuto risanare i loro bilanci. Hanno perciò ridotto i propri bilanci quasi del 20% e accelerato raccolta per contenere i rischi di rifinanziamento. In particolare, le due grandi istituzioni nazionalizzate (RBS e Lloyds) sono in anticipo con l'attuazione dei piani di ristrutturazione imposti dalla Commissione Europea. Tuttavia, le banche più presenti sul mercato domestico restano fortemente esposte al rischio immobiliare. Le recenti misure governative di sostegno a questo settore (lo Stato può sottoscrivere fino al 20% dei prestiti) potrebbero incoraggiare le banche a concedere più prestiti e gonfiare la bolla immobiliare.

### Punti di forza

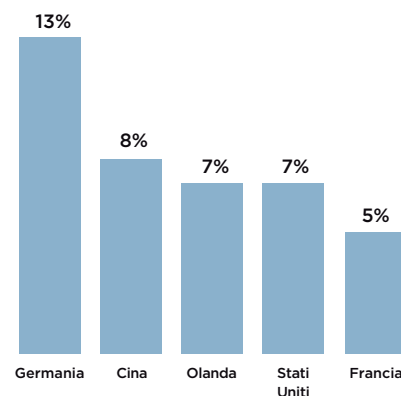
- Politica monetaria flessibile della Banca di Inghilterra
- Produzione di idrocarburi che copre i tre quarti del fabbisogno energetico

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Economy Economia fortemente dipendente dai servizi finanziari e dall'immobiliare
- Disaccordo all'interno della coalizione governativa sulla questione europea
- Debito e deficit pubblico elevati
- Indebitamento privato elevato
- Fragilità del sistema bancario
- Quota significativa di giovani nelle cifre sulla disoccupazione, possibile fonte di tensioni sociali



## Valutazioni Coface

<b>B</b>	Paese
<b>B</b>	Contesto imprenditoriale
<b>RISCHIO ABBASTANZA LIMITATO</b>	Medio termine

### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	4,3	3,5	1,3	1,0
Inflazione (media annua %)	8,4	6,5	6,8	6,0
Indebitamento netto (% del Pil)	1,6	0,0	-0,5	-0,7
Saldo di conto corrente (% del Pil)	5,3	3,7	1,7	1,0
Debito pubblico (% del Pil)	11,7	10,9	10,4	10,5

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Rallentamento della crescita accentuato nel 2014

Il rallentamento della crescita registrato nel 2013 dovrebbe accentuarsi nel 2014. I consumi privati, motore principale dell'attività nel 2013, sostenuti dall'aumento dei salari del settore pubblico (che impiega circa un quarto della popolazione attiva) continuano ad essere incoraggiati dalla bassa disoccupazione. Ciononostante, la domanda delle famiglie si sta esaurendo a causa dell'inflazione elevata, del peso dell'indebitamento e delle incertezze economico-politiche. Gli investimenti, stagnanti nel 2013, hanno registrato un calo netto a gennaio 2014 (-7% rispetto a gennaio 2013) e dovrebbero restare in evidente contrazione nel corso del 2014. Le imprese beneficeranno del congelamento dei prezzi dei servizi pubblici (acqua, energia) ma lo scarso livello di fiducia da parte degli imprenditori continuerà a limitare i loro investimenti. Inoltre, il forte aumento del tasso di interesse stabilito dalla Banca Centrale (CBR) a marzo 2014 inciderà sul credito e gli investimenti. La produzione industriale potrebbe beneficiare della lieve ripresa nei mercati dell'UE e della crescita cinese che rimarrà elevata. Al contrario, si prevede che le esportazioni di petrolio non aumentino di molto a causa della modesta evoluzione dei volumi esportati e della relativa stabilità dei prezzi. L'aumento delle tariffe dei servizi pubblici, anche se moderato per i privati, così come l'impatto delle alluvioni dell'autunno 2013 sui prezzi dei beni alimentari (quasi il 40% delle spese delle famiglie), eserciteranno una pressione al rialzo dei prezzi.

Il deprezzamento del rublo comporterà l'aumento del costo dei beni importati, incidendo sull'aumento del tasso di inflazione che dovrebbe superare di nuovo il limite (5%) fissato dalla CBR.

### Lento ma costante peggioramento dei saldi di bilancio e corrente

Il saldo di bilancio continua a peggiorare e a registrare un leggero deficit nel 2014. Le rendite petrolifere (50% del totale) non dovrebbero aumentare e la debolezza dell'attività economica limiterà le altre entrate. La crescita lenta rischia di aggravare il rallentamento delle spese sociali e dei salari. Inoltre, il bilancio federale dovrà coprire un nuovo deficit del sistema pensionistico. Tuttavia, le finanze pubbliche russe restano solide con un debito pubblico prossimo al 10% del Pil, dando così al governo un margine di manovra almeno nel breve periodo.

La bilancia corrente rimarrà in attivo nel 2014, ma continuerà a peggiorare. Le esportazioni, principalmente petrolio e gas (2/3 delle entrate dell'export) saranno limitate a causa dei prezzi di mercato che, nella migliore delle ipotesi, si stabilizzeranno. Tuttavia, l'aumento modesto delle importazioni ridurrà il peggioramento della bilancia corrente. Le incertezze sull'evoluzione della situazione ucraina e le sue eventuali ripercussioni politiche ed economiche in Russia,

rischiano di accelerare la fuga di capitali che ha già raggiunto i 63 mld di \$ nel 2013. Per di più, il livello di indebitamento delle imprese private è notevolmente aumentato.

Il rublo ha registrato un calo del 10% circa tra gennaio e marzo 2014, provocando l'aumento dei tassi (da 5,5% a 7%) così come l'intervento della CBR sul mercato dei cambi. Malgrado la prospettiva di introduzione nel 2015 di un regime a tasso di cambio fluttuante, la CBR potrebbe nuovamente decidere di stabilizzare il rublo nel 2014.

La performance del sistema bancario russo è migliorata ma il rischio di insolvenza delle banche private resta elevato, aggravato dall'impatto del deprezzamento del rublo e considerando la significativa dollarizzazione del settore.

### Un contesto sociale e politico teso unito a un contesto imprenditoriale carente

La crisi ucraina e l'intervento militare in Crimea hanno fortemente deteriorato le relazioni tra Russia, Stati Uniti e Unione Europea, con l'imposizione di sanzioni politiche che potrebbero aumentare in caso di deterioramento della situazione.

L'impatto della crisi ucraina sulla situazione politica e sociale interna sembra essere limitato. Nonostante l'affermarsi di A. Navalny, attivista anti-corruzione, come portavoce capace di riunire le differenti correnti di protesta, l'opposizione non riesce a farsi sentire. Le misure adottate da V. Putin dopo la sua rielezione (leggi restrittive sulle manifestazioni, controllo delle ONG e dei siti internet...) limitano la capacità di espressione dei manifestanti. Tuttavia permangono forti aspettative da parte della classe media di fronte all'incremento delle ineguaglianze e alle persistenti lacune del contesto imprenditoriale. Se l'attuazione delle riforme strutturali promesse da V. Putin dovesse tardare, il clima sociale potrebbe ulteriormente peggiorare.

Il clima imprenditoriale resta indebolito dalle lacune in materia di protezione dei diritti di proprietà e dalla mancanza di trasparenza delle imprese (soprattutto in termini di proprietà azionaria). La Russia è classificata al 176° posto (su 215) per la lotta alla corruzione secondo l'indice di governance della Banca Mondiale.

### Punti di forza

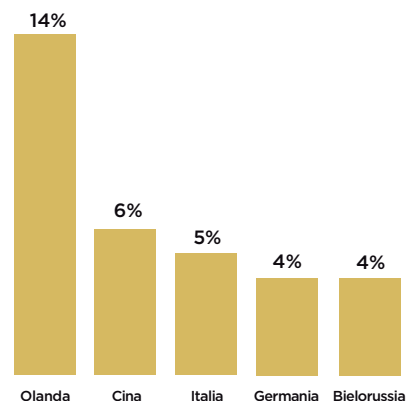
- Abbondanza di risorse naturali (petrolio, gas e metalli)
- Manodopera qualificata
- Debito pubblico limitato e riserve di cambio estero adeguate
- Grande potenza affermata a livello regionale ed energetico

### Punti di debolezza

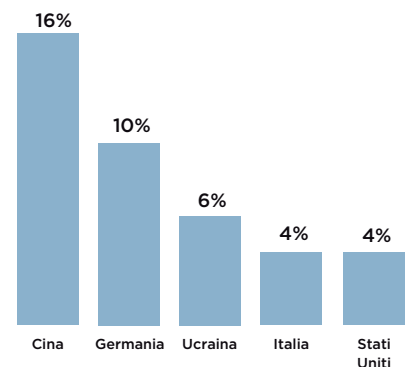
- Economia sempre più basata sulla rendita
- Scarsa competitività del settore industriale
- Settore bancario fragile
- Infrastrutture carenti
- Calo della popolazione
- Carenze persistenti nel contesto imprenditoriale

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



## Valutazioni Coface

**A4**

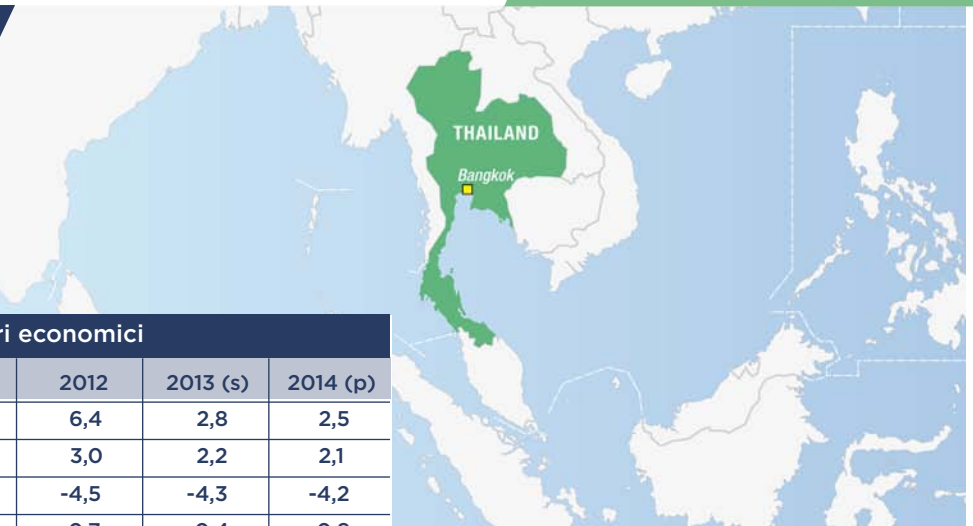
Paese

**A3**

Contesto  
imprenditoriale

RISCHIO  
ABBASTANZA LIMITATO

Medio termine



### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	0,1	6,4	2,8	2,5
Inflazione (media annua %)	3,8	3,0	2,2	2,1
Indebitamento netto (% del Pil)	-1,8	-4,5	-4,3	-4,2
Saldo di conto corrente (% del Pil)	1,7	0,7	0,4	0,9
Debito pubblico (% del Pil)	42,1	45,4	47,1	48,2

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Nessuna ripresa anticipata nel 2014

In un contesto di crisi politica e di indebitamento elevato delle famiglie, la crescita è fortemente rallentata nel 2013. È improbabile che nel 2014 l'attività si riprenda. La domanda interna continuerà ad essere ostacolata dalle incertezze sull'esito della crisi politica. In effetti, la fiducia da parte di investitori e consumatori è calata a causa dell'agitazione politica che investe il paese da novembre 2013. Alcune imprese hanno rinviato i loro investimenti, a cominciare dalla Toyota, e le fabbriche operano solo al 60% delle loro capacità. Dopo il colpo di stato del 2006, il paese è stato regolarmente soggetto a episodi di instabilità politica. Ma se l'economia ha sempre resistito relativamente bene a tali vicende, la percezione della Thailandia da parte degli investitori è peggiorata. Inoltre, il livello di indebitamento delle famiglie è alto (80% del Pil), riducendo la loro capacità di maggiori consumi e limitando quella della Banca Centrale di abbassare i suoi tassi di interesse nonostante il rallentamento dell'attività. Allo stesso modo ne risentiranno i consumi nelle zone rurali, in cui il programma di sovvenzioni del prezzo del riso non è stato rinnovato malgrado le richieste degli agricoltori. In più, dal momento che non è stato ancora approvato un governo definitivo, la spesa pubblica rimarrà al livello minimo, rallentando così la realizzazione del piano infrastrutturale «Thailandia 2020». Anche il turismo risente del clima politico instabile. Tuttavia, la crescita sarà sostenuta dal commercio estero che beneficerà della ripresa nelle economie avanzate. Il settore delle materie prime, invece, continuerà a risentire del calo dei prezzi.

### Una situazione finanziaria solida

Il deficit di bilancio dovrebbe rimanere elevato nel 2014, anche se le misure di rilancio si esauriscono e il governo provvisorio può ricorrere alla spesa solo sotto la supervisione della commissione elettorale. Ciononostante, l'indebitamento pubblico rimarrà sostenibile nel 2014. A livello estero, la bilancia corrente registrerà un miglioramento nel 2014 grazie all'aumento delle esportazioni, agevolato dalla ripresa delle economie avanzate. In più, le importazioni risentiranno della debolezza della domanda interna. La Thailandia rimane un polo di produzione manifatturiero privilegiato per l'industria automobilistica ed elettronica anche se i flussi di IDE dipenderanno dall'evoluzione della situazione politica. Il paese è esposto a una crisi di fiducia da parte degli investitori in un contesto di crisi politica e di contrazione della liquidità disponibile dovuta alle restrizioni anticipate della politica monetaria americana. Tuttavia, il livello soddisfacente delle riserve di cambio (più di 8 mesi di importazioni a gennaio 2014) conferisce al paese una buona capacità di resistenza in caso di fuga di capitali improvvisa.

### Le elezioni anticipate non hanno ancora portato alla risoluzione della crisi politica

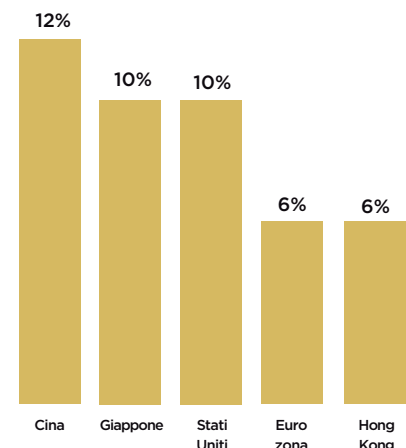
Yingluck Shinawatra (sorella dell'ex Primo Ministro Thaksin Shinawatra), diventata Primo Ministro dopo la vittoria di Puea Thai alle elezioni del 2011, è stata costretta a sciogliere il Parlamento nel dicembre 2013 e ha indetto elezioni anticipate nel febbraio 2014. Yingluck ha dovuto affrontare manifestazioni su larga scala innescate dalla sua proposta di legge di amnistia che ha fatto riemergere le tensioni tra pro e anti Thaksin (partito democratico). Thaksin, deposto dai militari nel 2006, è stato condannato in contumacia a due anni di prigione per corruzione e l'opposizione ritiene che tale amnistia sia stata concepita per consentire il suo ritorno in Thailandia. L'opposizione ha così boicottato le elezioni e bloccato alcuni seggi di voto. Le manifestazioni continuano da novembre 2013 e Bangkok è stata oggetto di un blocco durato due mesi prima che l'opposizione decidesse di liberare le vie della città per circoscrivere le proprie proteste unicamente in un parco di Bangkok. Prima di poter formare un nuovo governo si dovranno organizzare delle elezioni parziali, dal momento che solo l'89% dei distretti ha potuto eleggere il proprio rappresentante sebbene la Costituzione preveda un minimo pari al 95%. Sono previste anche elezioni senatoriali il 30 marzo. Il Puea Thai, che gode di grande popolarità nelle zone rurali, ha buone possibilità di vincere le elezioni. Attualmente contro Yingluck è stata mossa un'azione legale per cattiva gestione del programma di sovvenzione del riso e per omicidio, in virtù della denuncia presentata dalle famiglie di due persone uccise durante le manifestazioni. In caso di destituzione, è probabile che sarà l'attuale ministro degli affari esteri, anche lui membro di Puea Thai, a sostituirla.

### Punti di forza

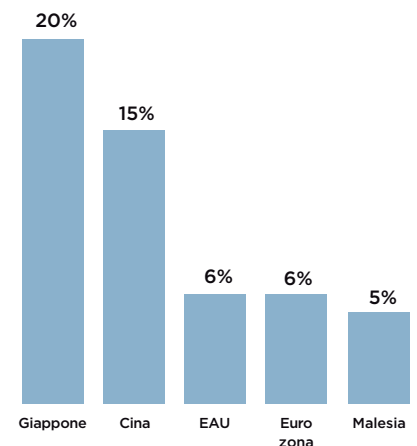
- Diversified Produzione agricola e industriale diversificata ed efficiente
- Riposizionamento dei prodotti manifatturieri verso l'alta gamma
- Snodo commerciale regionale aperto a vicini dinamici
- Potenziamento del sistema bancario

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Instabilità politica ricorrente dal 2006
- Commercio estero dipendente dall'economia cinese
- Riforme strutturali insufficienti
- Clima imprenditoriale segnato da legami persistenti tra il settore privato e le élite politiche
- Elevato indebitamento delle famiglie

## Valutazioni Coface

<b>B</b>	Paese
<b>B</b>	Contesto imprenditoriale
RISCHIO ABBASTANZA ELEVATO	Medio termine

### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	-1,9	3,6	2,7	3,0
Inflazione (media annua %)	3,5	5,6	6,1	5,5
Indebitamento netto (% del Pil)	-3,5	-5,7	-7,0	-6,5
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-7,4	-8,2	-8,2	-7,0
Debito pubblico (% del Pil)	44,5	45,5	49,0	52,0

((s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Continue tensioni sociopolitiche e numerose questioni economiche e sociali

Le elezioni dell'ottobre 2011 all'Assemblea Costituente hanno conferito la maggioranza relativa al partito islamico-conservatore Ennahda e portato alla nascita di una coalizione con due partiti laici e la carica di Primo Ministro, la più importante, a Ennahda. Gli omicidi, nel febbraio e luglio 2013, di due membri dell'opposizione laica hanno generato una crisi politica conclusasi a gennaio 2014 - appena dopo l'adozione di una costituzione relativamente consensuale e progressista - con la formazione di un nuovo governo di transizione costituito da indipendenti e tecnici.

Dopo le elezioni legislative e presidenziali, rinviate alla seconda metà del 2014, con molta probabilità si assisterà alla formazione di una nuova coalizione composta sia da laici che islamici; il nuovo governo conoscerà le stesse difficoltà nell'adottare un programma economico di stampo liberale.

Lo stato di emergenza, in vigore dalla rivoluzione del gennaio 2011, è stato finalmente revocato a marzo 2014, nonostante il potere debba ancora scontrarsi con un movimento islamico radicale e violento. Inoltre, deve ancora affrontare numerose sfide sociali ed economiche, così come le aspettative della popolazione al riguardo, che alimentano scioperi e movimenti sociali. Le maggiori questioni restano la creazione di posti di lavoro e una migliore ripartizione sociale e geografica della crescita, essendo l'entroterra del paese svantaggiato rispetto alle regioni costiere.

### Aumento limitato della crescita previsto nel 2014

Per il 2014, le autorità mirano a un tasso di crescita del 4% basato sullo sviluppo sostenuto delle industrie manifatturiere e dei servizi, ma più moderato nel settore agricolo. Inoltre, si prevede un lieve calo del settore non manifatturiero. Quanto alla domanda interna, ci si aspetta un aumento del 5% circa dei consumi e degli investimenti. Questa ripresa dell'economia rischia tuttavia di essere frenata dalle tensioni sociopolitiche fino al compimento del processo di transizione, così come da una congiuntura economica globale moderatamente positiva e una modesta ripresa nell'Unione Europea, principale partner economico del paese. Sembra dunque più probabile un tasso di crescita appena superiore a quello del 2013.

### Lieve miglioramento dei due significativi gemelli, attenuati da aiuti finanziari internazionali

Grazie ai tagli alla spesa corrente alle sovvenzioni, il deficit di bilancio potrebbe leggermente diminuire nel 2014, ma vi è il rischio di discontinuità della politica fiscale dovuta al susseguirsi di diversi governi nel corso dell'anno. Il debito pubblico, già superiore in percentuale del Pil alla media dei paesi emergenti simili, aumenta in maniera graduale, anche se in parte è domestico e per il resto è soggetto a condizioni agevolate.

I conti con l'estero resteranno sotto pressione. Le esportazioni aumenteranno di poco a causa dell'instabilità politica e sociale e della situazione economica stagnante del principale partner commerciale del paese, l'UE, mentre le importazioni risentiranno ancora dei costi elevati di quelle dell'energia (il 15% del totale). Inoltre, le rimesse degli emigrati aumenteranno, ma la ripresa del turismo dipenderà dal miglioramento della situazione politica e sicurezza; complessivamente, il deficit corrente rimarrà alto malgrado una lieve diminuzione.

Il 2014 sarà segnato da un ulteriore peggioramento del tasso di indebitamento estero. Tuttavia, la Tunisia ha ottenuto, dal G8 del 2011, aiuti finanziari bi- e multilaterali per coprire i propri deficit pubblico ed estero. A tale scopo serviranno i prestiti della Banca Mondiale e della Banca Africana di Sviluppo, a cui si uniscono quelli della BEI e dell'AFD (Agence Française de Développement). In più, il FMI ha accordato a giugno 2013 un prestito di 1,75 mld di \$ in due anni. Tali istituzioni tuttavia richiedono in cambio l'accelerazione delle riforme economiche, improbabile a questo punto. Allo stesso tempo, le autorità sperano di poter ricorrere ai fondi islamici, che consentirebbero un leggero aumento delle riserve di cambio, il cui livello (con circa quattro mesi di importazioni) è molto inferiore alla media dei paesi emergenti.

### Settore bancario e contesto imprenditoriale fragile

La solvibilità bancaria, la qualità degli attivi e la redditività, già carenti prima del 2011, sono ulteriormente peggiorate. Le lacune del sistema bancario potrebbero compromettere la stabilità macroeconomica.

In seguito alla caduta, relativamente recente, del precedente regime e della instabilità, il contesto imprenditoriale rimane difficile - con lo sviluppo del settore informale, della corruzione, del contrabbando e dei conflitti sociali - anche se nel 2014 sono previsti alcuni miglioramenti della legge sui fallimenti e del codice per gli investimenti.

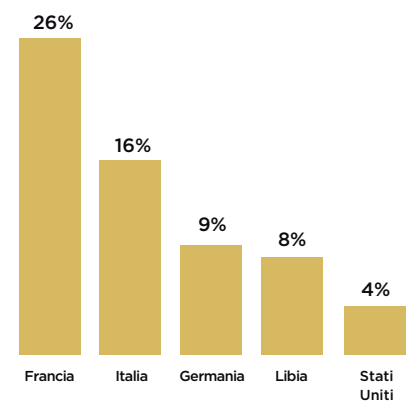
Coface registra un aumento degli incidenti di pagamento e un prolungamento dei tempi di recupero crediti.

### Punti di forza

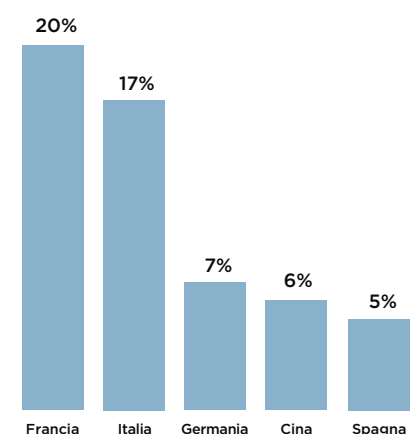
- Risorse naturali (gas, fosfati), agricole e turistiche
- Economia in corso di diversificazione e manodopera abbastanza qualificata
- Vicinanza al mercato europeo e accordo di associazione con l'UE

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Forti ineguaglianze sociali e geografiche
- Spaccature significative nella società, divisa tra laici ed islamici, tradizione e modernità
- Tasso di disoccupazione elevato, principalmente tra i giovani, in particolare i laureati
- Peso importante dell'agricoltura sull'economia
- Settore turistico in difficoltà a causa di problemi politici e di sicurezza e dell'aumento della concorrenza
- Dimensioni dell'economia informale (40% circa del Pil) e contesto imprenditoriale migliorabile

## Valutazioni Coface

**A4**

Paese

**A4**

Contesto  
imprenditoriale

**RISCHIO  
MODERATO**

Medio termine

### Principali indicatori economici

	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	8,8	2,2	3,8	2,0
Inflazione (media annua %)	6,5	8,9	7,5	7,0
Indebitamento netto (% del Pil)	-0,7	-1,9	-1,2	-2,0
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-9,7	-6,2	-7,8	-6,0
Debito pubblico (% del Pil)	39,1	36,2	35,0	34,9

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Il ritmo di crescita risente della debolezza della domanda interna

Nel 2014 i consumi delle famiglie, principale motore di crescita (70% del Pil), subiranno gli effetti combinati del deprezzamento della lira turca, dell'inflazione elevata, dell'aumento dei tassi di interesse e delle misure volte a limitare le importazioni (soprattutto l'aumento delle tasse sulle auto importate). In questo contesto di rallentamento della crescita, gli ultimi arrivati sul mercato del lavoro potrebbero avere difficoltà a ottenere un impiego. La disoccupazione potrebbe quindi interessare più del 10% della popolazione attiva (9,9% a novembre 2013). Per quanto riguarda i settori, il miglioramento della competitività di prezzo legato al deprezzamento della lira così come la ripresa della domanda estera dovrebbero favorire i settori esportatori alto valore aggiunto e servizi associati al turismo. Inoltre, gli investimenti pubblici continueranno a crescere rapidamente all'avvicinarsi delle elezioni locali e presidenziali, rispettivamente in marzo e agosto 2014. Il settore bancario è ben capitalizzato, con prestiti in sofferenza contenuti (inferiori al 3%) sul totale dei prestiti. Ciononostante, l'aumento dei tassi di interesse influirà sugli investimenti privati e sull'offerta di credito alle famiglie. Infine, oltre alle altre pressioni sui consumi, l'inflazione risentirà del rincaro dei prodotti importati in seguito al deprezzamento della lira turca.

### Un tasso di cambio vulnerabile

La gestione delle finanze pubbliche resta conservatrice, il che si traduce in saldo primario (esclusi i pagamenti degli interessi sul debito) in attivo. Nel 2014, le entrate pubbliche risentiranno del calo dei consumi. Comunque, questo deficit pubblico non comprometterà la sostenibilità del debito pubblico, il cui livello è moderato, mentre aumentano maturità e quota. Benché le importazioni siano in calo, il deficit corrente rimarrà sostanziale nel 2014. La sua dimensione, la seconda al mondo in valore dopo gli Stati Uniti, resta così la principale criticità dell'economia turca e le sue risorse finanziarie rimarranno dipendenti da capitali volatili. Il progressivo inasprimento della politica monetaria americana, annunciato a maggio e attuato a dicembre 2013, ha determinato una fuga di capitali nei grandi paesi emergenti. La Turchia è stata particolarmente colpita dal deprezzamento della lira pari al 20% nel 2013, con l'avversione al rischio ulteriormente alimentata dalle tensioni politiche sfociate a dicembre. La tardiva reazione della Banca Centrale a fine gennaio 2014 è stata significativa, con l'aumento dei principali tassi di interesse da 425 a 550 punti base. Le riserve della Banca Centrale (eccetto quelle auree) hanno subito un calo di 10 miliardi di \$ per poi raggiungere i 105 miliardi. Ciononostante, rimangono ad un livello sufficiente per 5 mesi di importazioni. Nel 2014, a causa delle tensioni politiche e del livello sempre alto del deficit con l'estero, la lira turca potrebbe di nuovo registrare una forte volatilità.

### Un contesto politico in tensione

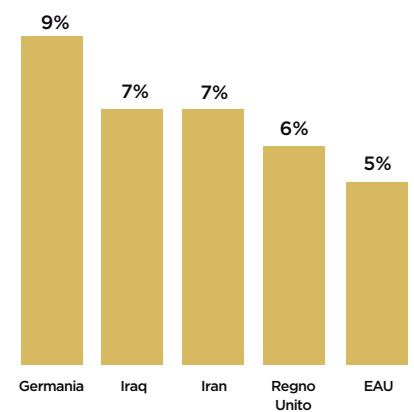
Anche la mancanza di visibilità politica costituisce un fattore di destabilizzazione dell'economia turca. Il governo del Primo Ministro Erdogan è stato indebolito dall'emergere di una serie di episodi di corruzione nel dicembre 2013 riguardanti le famiglie dei ministri, i membri politici dell'AKP e numerosi uomini d'affari vicini al governo. La seconda fase dello scandalo è iniziata nei primi di febbraio a causa di alcune intercettazioni telefoniche tra il Primo Ministro e suo figlio. Allo stesso tempo, sono state condotte dal governo "purghe" su larga scala con il trasferimento di migliaia di ufficiali di polizia e magistrati, la riforma del HSYK (Consiglio Superiore dei Magistrati e Pubblici Ministeri) o ancora l'adozione di una legge sul controllo di Internet. Il responsabile designato è il movimento Gulen, una potente rete globale che diffonde la cultura turca con le sue scuole (dershane) e suoi centri culturali. In effetti Fethullah Gulen si è indignato per la deriva autoritaria del Primo Ministro. L'AKP sta cercando di limitare l'espansione del movimento. È in questo contesto politico estremamente teso che a fine marzo si svolgeranno le prossime elezioni regionali; il potere dell'AKP potrebbe avere termine. Se al contrario dovesse trovare conferma, considerando la mancanza di alternative, il Primo Ministro Erdogan potrebbe presentarsi alle prossime elezioni presidenziali in agosto (le prime a suffragio universale), soprattutto perché non può ottenere un terzo mandato consecutivo come Primo Ministro. Il clima politico rimarrà perciò teso, intensificato dalla stanchezza di una parte della popolazione per l'attuale esecutivo. Inoltre, il processo di pace iniziato nel maggio 2013 con il partito dei lavoratori del Kurdistan (PKK) resta precario. Infine, la presenza di 500.000 rifugiati e le incursioni militari siriane in territorio turco rappresentano una ulteriore fonte di tensione che potrebbe aggravarsi nel corso del 2014.

### Punti di forza

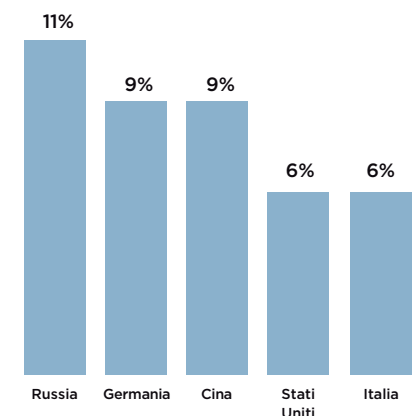
- Finanze pubbliche sotto controllo
- Settore bancario resiliente
- Vitalità demografica e manodopera altamente qualificata
- Importante punto nevralgico regionale, che consolida l'attrattività del mercato turco

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale

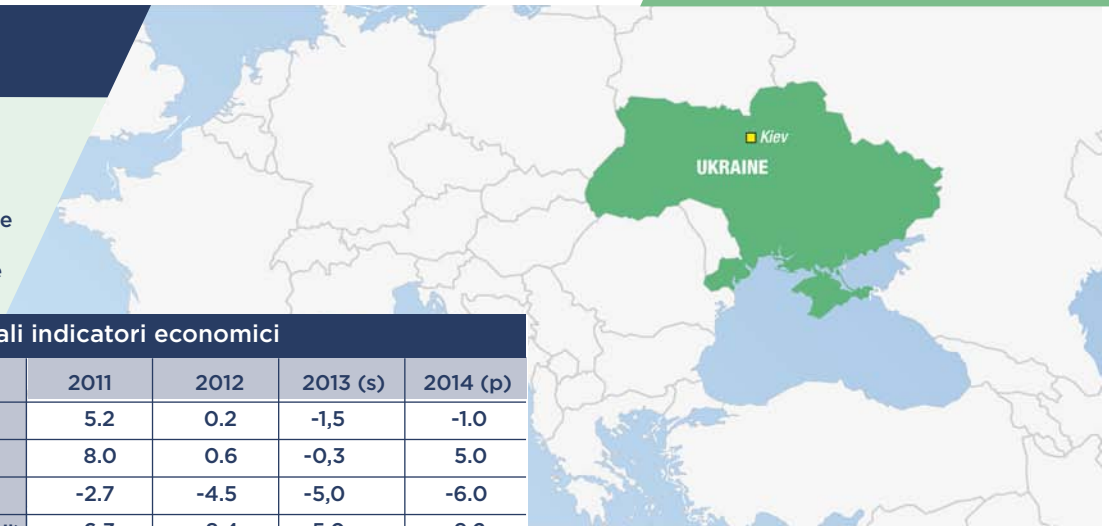


### Punti di debolezza

- Risparmio domestico insufficiente, consistente deficit corrente e forte dipendenza dai capitali esteri
- Significativo indebitamento estero delle imprese
- Continue tensioni politiche
- La questione curda rimane fonte di instabilità sociale e politica
- Stabilità geopolitica minacciata dal conflitto siriano

## Valutazioni Coface

<b>D</b>	Paese
<b>D</b>	Contesto imprenditoriale
<b>RISCHIO MOLTO ELEVATO</b>	Medio termine



Principali indicatori economici				
	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	5.2	0.2	-1,5	-1.0
Inflazione (media annua %)	8.0	0.6	-0,3	5.0
Indebitamento netto (% del Pil)	-2.7	-4.5	-5,0	-6.0
Saldo di conto corrente (% del Pil)	-6.3	-8.4	-5,0	-9.2
Debito pubblico (% del Pil)	36.8	37.4	41.3	44.7

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Crescita sempre insufficiente nel 2014

L'economia ucraina, in recessione dal 2012, non sembra poter ripartire nel 2014. I consumi, principale motore di crescita, dovrebbero risentire del rallentamento dei salari tenuto conto dei forti vincoli di bilancio, ma anche dell'aumento dei prezzi. La produzione industriale, che ha registrato un calo del 5% a gennaio 2014 rispetto al gennaio 2013, continuerà a subire gli effetti della situazione politica, della domanda interna debole e dell'aumento dei costi della produzione (gas importato).

I prezzi al consumo, che hanno beneficiato nel 2013 del blocco delle tariffe pubbliche, dovrebbero aumentare nuovamente nel 2014. Le tensioni inflazionistiche aumenteranno a seguito del mancato rinnovo della riduzione del 30% del prezzo del gas accordato dalla Russia per il primo trimestre 2014. Inoltre, il sostegno finanziario promesso dal FMI è soggetto a condizioni in materia di riforme di bilancio, soprattutto i tagli alle sovvenzioni sui prezzi del gas. Infine, la svalutazione della hryvnia influirà sul tasso di inflazione.

### Una situazione finanziaria estremamente precaria

Il deficit di bilancio dovrebbe peggiorare nel 2014. L'aumento delle entrate sarà frenato dal calo del Pil. In più, nonostante il rallentamento dei salari, la spesa (che ammonta ormai a più del 50% del Pil), dovrebbe rimanere elevata almeno fino alle elezioni presidenziali di maggio 2014. Le misure prese nell'ottica di un nuovo accordo con il FMI potrebbero arginare il peggioramento del deficit.

La bilancia corrente si deteriorerà nel 2014. Il relativo miglioramento della situazione economica mondiale, soprattutto nella UE, potrebbe contribuire a sostenere la domanda e i prezzi dell'acciaio, principale prodotto di esportazione del Paese. Le vendite di prodotti agricoli (farina, mais) dovrebbero rimanere stabili. Tuttavia, le tensioni riaccese con la Russia, partner commerciale principale, peseranno sulle esportazioni. A partire da aprile 2014, l'aumento dei prezzi del gas importato ed eventuali nuove sanzioni commerciali che potrebbero essere imposte da Mosca, aggraveranno il deficit corrente che potrebbe accentuarsi in caso di svalutazione della valuta nazionale.

Per il 2014, l'ammontare del debito estero derivante dagli impegni finanziari dello stato è valutato in 10 mld di \$, di cui 3 mld al FMI e 1 mld di Eurobond che matureranno in giugno. La sospensione da parte della Russia di un aiuto finanziario concordato per 15 mld \$ ha privato l'Ucraina dei finanziamenti indispensabili per far fronte al proprio debito estero. Il sostegno finanziario multilaterale (FMI, UE) e/o bilaterale non sarà concesso prima delle elezioni del maggio 2014. Il rischio di default sovrano non è dunque totalmente escluso.

In mancanza di riserve sufficienti per sostenere il corso della valuta, la Banca Centrale (NBU) ha abbandonato a febbraio 2014 l'ancoraggio della hryvnia al dollaro. Il deprezzamento dovrebbe proseguire dato il contesto politico ed economico alquanto incerto. Non si può escludere una forte svalutazione che avrebbe notevoli ripercussioni sul debito estero, denominato per il 70% in valuta estera. Le imprese private, ma anche il settore bancario, già indebolito da crediti in sofferenza e capitalizzazione insufficiente, ne sarebbero particolarmente colpite.

### Forte aumento delle tensioni sociali e crescenti rischi sull'integrità territoriale del paese

I movimenti di protesta emersi a fine 2013 in seguito alla decisione dell'Ucraina di rinunciare all'Accordo di Associazione con l'UE, che hanno causato più di 80 vittime, hanno portato alla destituzione del Presidente V. Yanukovich.

La situazione politica e sociale, molto instabile, rischia di continuare a lungo. La mancanza di un leader sufficientemente carismatico capace di riunire movimenti di protesta differenti, con diverse rivendicazioni, e le difficoltà di formare un governo di coalizione dopo la destituzione del presidente, rendono la situazione alquanto incerta fino alle elezioni anticipate del maggio 2014 e oltre.

Inoltre la decisione del Parlamento di eliminare il bilinguismo in alcune regioni russofone ha fortemente riacceso le tensioni che contrapponevano le regioni orientali, più ricche e a maggioranza russofona, a quelle occidentali, più orientate all'Europa. Lo spiegamento delle truppe russe in Crimea accresce il rischio che pesa sull'integrità territoriale dell'Ucraina.

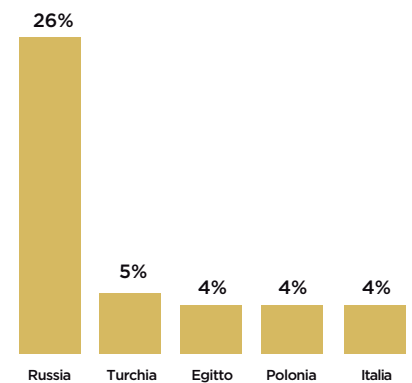
Il miglioramento del contesto imprenditoriale, soprattutto la lotta alla corruzione che affligge il paese, dovrebbe essere tra le priorità del nuovo governo ucraino. Tuttavia, l'attenzione di misure in materia necessiterà di tempo, potendo incontrare l'opposizione di una parte dell'oligarchia ucraina.

### Punti di forza

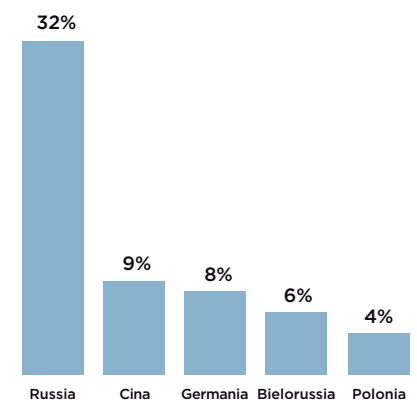
- Posizione strategica tra Russia e Unione Europea
- Potenziale agricolo rilevante
- Manodopera qualificata e a basso costo

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale

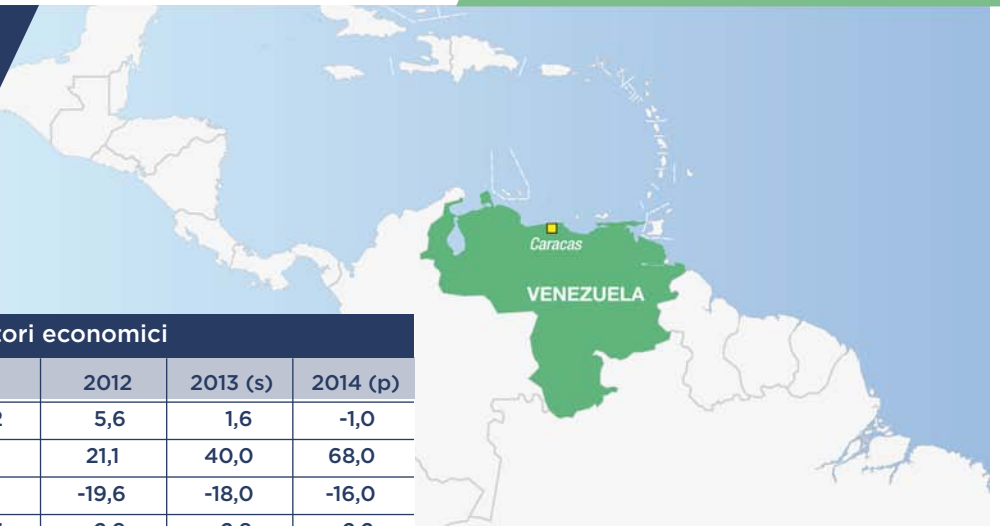


### Punti di debolezza

- Forti tensioni con la Russia e inter-regionali che minacciano l'integrità del paese
- Situazione politica e sociale estremamente instabile
- Scarsa diversificazione economica e dipendenza dai corsi dei metalli e dal prezzo gas importato
- Sovra indebitamento del settore privato e rapido aumento del debito pubblico
- Sistema bancario estremamente fragile a causa di un alto livello di crediti in sofferenza e carenza di liquidità

## Valutazioni Coface

<b>C</b>	Paese
<b>D</b>	Contesto imprenditoriale
<b>RISCHIO MOLTO ELEVATO</b>	Medio termine



Principali indicatori economici				
	2011	2012	2013 (s)	2014 (p)
Crescita del Pil (%)	4,2	5,6	1,6	-1,0
Inflazione (media annua %)	26,1	21,1	40,0	68,0
Indebitamento netto (% del Pil)	-13,1	-19,6	-18,0	-16,0
Saldo di conto corrente (% del Pil)	7,7	2,9	2,8	2,2
Debito pubblico (% del Pil)	43,3	46,0	50,0	52,0

(s): Stime  
(p): Previsioni

## Valutazione del rischio

### Recessione e iperinflazione in clima di tensioni politiche e sociali

Dopo il rallentamento nel 2013, alla crescita farà seguito la recessione nel 2014. Malgrado i molteplici sussidi e i prezzi imposti per diversi beni di consumo o durevoli, il forte rallentamento dei consumi proseguirà. Con la fine del periodo elettorale, la spesa pubblica diminuirà. Il calo degli investimenti da parte delle imprese continuerà. Il peggioramento della situazione politica e sociale non spingerà le famiglie a spendere, né le imprese, locali o estere, ad investire. L'inflazione rimarrà elevata per la carenza di alcune tipologie di beni (auto, prodotti per l'igiene e derrate alimentari di base) derivante dall'arretratezza dei settori agricolo e industriale e dalla difficoltà di ottenere valuta per importare, e per finanziamento monetario del deficit pubblico.

### Un deficit di bilancio elevato finanziato dalla creazione di moneta

Il deficit di bilancio rimarrà elevato provocando così un ulteriore aumento del debito. Nonostante la maggior parte del deficit sia finanziata dalla creazione di moneta da parte della Banca Centrale, il resto coperto da prestiti concessi dalle banche locali. Queste ultime, inoltre, sono obbligate a concedere prestiti ad alcuni settori, ad allocare il 5% dei propri profitti in programmi sociali e a rispettare i tassi di interesse fissati dalle autorità. La spesa pubblica, di cui le sovvenzioni, in particolare quelle sui prezzi del carburante, rappresentano un terzo, rimarrà elevata. In più, le entrate di cui un terzo è costituito dal risultato operativo della compagnia petrolifera nazionale PDVSA, sono nettamente insufficienti. Il finanziamento di PDVSA di alcune spese pubbliche, soprattutto sociali, nasconde una parte della realtà della situazione delle finanze pubbliche. Per avere un'idea precisa dell'indebitamento pubblico, bisogna mettere in conto anche una parte di quello di PDVSA. L'utilizzo delle risorse di PDVSA, senza la quale alcun progetto di estrazione può avere inizio, va a scapito dei suoi investimenti e della produzione di petrolio futura, da cui dipende un quarto dell'economia.

### Un saldo corrente attivo in calo che non copre più la fuga di capitali

Il saldo corrente attivo è in sensibile declino. Le esportazioni petrolifere (90% del totale delle esportazioni) sono in calo a seguito dell'aumento dei consumi domestici e di produzione in lenta contrazione. Per contro, il controllo dei cambi esteri e dei flussi commerciali non impedisce l'ingente importazione di beni di consumo e durevoli, ma anche di prodotti petroliferi raffinati, conseguenza del pessimo stato in cui si trova il settore non petrolifero e delle insufficienti capacità di raffinazione. La retribuzione dei fornitori esteri, sia per l'estrazione che per il trasporto, è elevata. Un eventuale aumento della produzione petrolifera nella "cintura" dell'Orinoco e lo sviluppo delle aree di gas offshore, in cooperazione con Trinidad, richiederanno l'ulteriore ricorso a partner esteri. Mentre i nuovi investimenti diretti esteri sono limitati, la partecipazione di partner stranieri nelle società petrolifere miste implica il rimpatrio dei profitti. Infine, nonostante lo stretto controllo dei cambi, si registrano fughe di capitali su larga scala, agevolate dalla corruzione e incoraggiate dalla repressione finanziaria e dalle aspettative di inflazione.

Le obbligazioni di PDVSA sul mercato internazionale e il ricorso a prestiti bilaterali (Cina, Russia) non sono sufficienti a riequilibrare la bilancia dei pagamenti, così che il paese deve attingere dalle proprie riserve il cui livello è diminuito parecchio. Ha influito anche il calo del prezzo dell'oro, che ne costituisce la maggior parte.

### Contesto imprenditoriale molto difficile

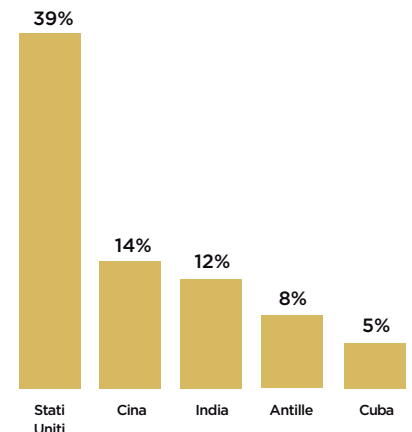
Le elezioni presidenziali dell'aprile 2013 sono state vinte per pochi voti da Nicolas Maduro, candidato del PSUV (Partito Socialista Unito del Venezuela) ed ex vice-presidente del defunto Hugo Chavez. Tuttavia, a inizio 2014, sono sfociate nell'ovest del paese manifestazioni studentesche contro la forte criminalità. La loro dura repressione, al prezzo di varie vittime e numerosi arresti, ha portato alla radicalizzazione e all'estensione del movimento ad altre regioni e gruppi della popolazione anch'essi insoddisfatti della penuria, della corruzione, del favoritismo, del monopolio e della manipolazione dei media da parte delle autorità. Una parte dell'opposizione politica sostiene il movimento. Le autorità contano sul sostegno del loro elettorato popolare che ha beneficiato della riduzione della povertà estrema, del miglioramento delle condizioni di igiene e dell'aumento dell'occupazione nel settore pubblico nell'ambito della rivoluzione bolivariana. L'esito del movimento di protesta è incerto, considerando che l'opposizione non è coesa e che potrebbero nascere dissensi tra i sostenitori del presidente, il quale non possiede il carisma del suo predecessore. La situazione rimarrà tesa fino alle elezioni legislative del settembre 2015, soprattutto per le imprese. Il rischio di nazionalizzazione, il razionamento delle importazioni e il controllo dei prezzi e dei margini, con irruzioni da parte dell'esercito nei negozi, sono all'ordine del giorno. I fornitori, sia esteri che locali, dello Stato e del settore petrolifero registrano ritardi di pagamento significativi. Gli importatori difficilmente riescono ad ottenere la valuta per pagare i propri fornitori, nonostante abbiano preventivamente ottenuto i permessi di importazione. Le imprese estere stabilitesi localmente riscontrano lo stesso problema quando devono rimpatriare i loro utili. A causa dell'iperinflazione, del controllo sui cambi e della fuga dal bolivar, si evidenzia un'enorme disparità tra il tasso di cambio ufficiale, irrealmente malgrado la sua svalutazione occasionale, e quello applicato sul mercato parallelo. I beni di prima necessità che possono essere importati al tasso ufficiale sono così oggetto di traffici illeciti che incrementa la carenza di scorte.

### Punti di forza

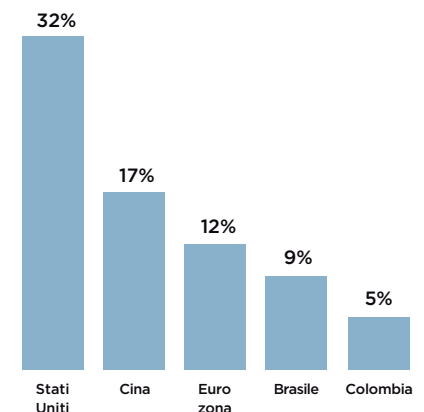
- Abbondanti risorse di petrolio lungo il fiume Orinoco e potenziale gas offshore
- Vicinanza geografica con gli Stati Uniti, principale mercato di esportazione del petrolio venezuelano
- Influenza nella regione caraibica grazie all'iniziativa PetroCaribe
- Risorse (anche negli Stati Uniti) della compagnia petrolifera nazionale PDVSA
- Riduzione della povertà estrema

## Scambi commerciali

### Esportazioni di beni, % del totale



### Importazioni di beni, % del totale



### Punti di debolezza

- Economia estremamente dipendente dagli idrocarburi
- Cattiva gestione delle rendite petrolifere
- Stato interventista (controllo dei cambi, dei prezzi, dei margini, delle importazioni, del credito)
- Forte influenza delle autorità sulle istituzioni
- Inflazione galoppante e penuria
- Corruzione e instabilità