



Economic Outlook

Non è il momento di compiacersi

Editoriale

Già dal suo titolo ("La primavera è nell'aria") la nostra precedente edizione dell'Economic Outlook suggeriva un cauto ottimismo nei confronti dei segnali di una ripresa più solida dell'economia globale e tuttavia, nonostante la crescita iniziasse a mostrare un miglioramento, avevamo evidenziato un'ondata di incertezza politico-economica dopo le elezioni statunitensi e in vista delle tornate elettorali in molti paesi europei. Questa incertezza, se prolungata, avrebbe spinto imprese e famiglie ad adottare maggiore cautela in termini di spesa, determinando un rallentamento della ripresa globale.

Trascorsi sei mesi, è oggi evidente che i segnali di un rafforzamento della ripresa non erano dei falsi allarmi. In primo luogo, la crescita economica ha continuato a consolidarsi a livello regionale, facendo rivedere al rialzo le previsioni (tra cui le nostre) soprattutto per quanto riguarda l'Eurozona. In secondo luogo, e soprattutto, l'incertezza economica e politica è scesa bruscamente nel 2017. A dispetto dei proclami da parte degli Stati Uniti in materia di scambi commerciali, i timori di un protezionismo statunitense su vasta scala sono stati ridimensionati. In Europa, gli elettori hanno allontanato lo spettro del populismo consentendo di guardare con cauto ottimismo alla crescente integrazione a livello europeo. Si può dire che stiamo finalmente navigando in acque più tranquille.

Un'introduzione dai toni così entusiastici potrebbe in qualche modo sorprendere i nostri lettori abituali; tuttavia, il compiacimento è esattamente ciò di cui non abbiamo bisogno in questo momento. Il motivo non è tanto che l'accelerazione è trainata dai consumi né il livello di crescita ancora contenuto; quello di cui dobbiamo essere consapevoli è che le acque si faranno sicuramente più agitate. L'attuale ripresa, in gran parte di natura congiunturale, sarà indubbiamente seguita da una fase di recessione.

È quindi essenziale che, nel momento in cui la ripresa frenerà, le acque agitate dell'economia globale possano contare sulla disponibilità di strumenti di politica economica, soprattutto in termini di politica monetaria. Verrebbe da chiedersi: ci saranno? Per il momento, pensiamo di sì. La stretta monetaria decisa dalla Federal Reserve, e che sarà in seguito adottata anche dalla Banca Centrale Europea, fornirà questi strumenti: i tassi di interesse stanno risalendo e l'eccesso di liquidità sarà ritirato dal mercato. Tuttavia, ad oggi sembra che si tratterà di un processo molto, molto graduale, ma verrà il momento in cui un'accelerazione sarà inevitabile. Si tratterà di un'azione di riequilibrio. La stretta monetaria dovrebbe fornire gli strumenti necessari per rispondere alla prossima fase di recessione. Allo stesso tempo, accelerare una fase di recessione attraverso la stretta monetaria è qualcosa da evitare.

Le acque al momento sono calme e dovremmo approfittarne. Ma sono acque ancora inesplorate e non è il momento di festeggiare.

John Lorie, Chief Economist Atradius

Indice

Sintesi	4
1. Il contesto macroeconomico globale	5
La crescita del PIL si sta consolidando a livello mondiale	5
La crescita del commercio è in forte ripresa	6
Tornano le oscillazioni del prezzo del petrolio	8
L'aumento dei prezzi delle materie prime è avvolto dall'incertezza.....	9
Dubbi inflazionistici (in qualche misura)	10
Ulteriori passi verso una stretta monetaria.....	11
La persona giusta a capo della Fed	12
Mercati finanziari dinamici, ma la fiducia non è incondizionata.....	13
Fattori di rischio	14
2. Economie avanzate: rischi e prospettive	16
Solidità economica superiore alle aspettative	16
La ripresa dell'Eurozona sta accelerando	17
L'economia degli USA è sulla strada giusta	20
Regno Unito: la crescita continua, ma più lentamente	22
L'Asia più avanzata raccoglie i frutti della ripresa del commercio	23
3. Economie emergenti: rischi e prospettive	24
Il momento è positivo, ma con andamenti divergenti.....	24
Asia Emergente: la politica della Fed non è più così importante come in passato	25
America Latina: la ripresa acquista terreno.....	27
Europa centrale e orientale: continua la ripresa.....	31
MENA: il momento peggiore per una stretta monetaria	33
Africa Sub Sahariana: i paesi indebitati sono esposti alla stretta monetaria degli USA	34
4. Implicazioni per l'andamento delle insolvenze	36
Miglioramento del contesto d'insolvenza.....	36
Appendice: Tabelle previsionali	41

Esonero di responsabilità

Il presente studio ha scopi puramente informativi e non deve essere interpretato come raccomandazione per lo svolgimento di specifiche operazioni, investimenti ovvero per l'adozione di particolari strategie. Il lettore deciderà autonomamente come interpretare le informazioni fornite, a fini commerciali o altro. Sebbene sia stato fatto ogni sforzo per garantire che le informazioni contenute in questa relazione siano affidabili, Atradius declina ogni responsabilità per eventuali errori o omissioni, ovvero per i risultati ottenuti sulla base di queste informazioni. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza elaborazioni, senza garanzie di completezza, accuratezza, puntualità o per i risultati di un loro eventuale utilizzo, e senza garanzie di alcun tipo, implicite o esplicite. Atradius, i suoi partner o i rispettivi partner, agenti e dipendenti declinano ogni responsabilità nei confronti di chiunque per decisioni prese o azioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente relazione ovvero per danni indiretti, speciali o analoghi subiti, anche se a conoscenza della possibilità del verificarsi di tali danni.

Sintesi

L'accelerazione dell'economia globale a partire dalla seconda metà del 2016 è diventata più solida nel corso dell'anno. Mentre sei mesi fa eravamo cautamente ottimisti, questa edizione dell'Economic Outlook mostra un quadro positivo dell'economia mondiale nel periodo di riferimento. Tuttavia, non è ancora il momento di festeggiare. In particolare, la normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti, così necessaria per rispondere ad una futura recessione, è un'azione di riequilibrio.

Punti principali

- La crescita del PIL globale dovrebbe aumentare del 2,9% con un'accelerazione significativa rispetto alla crescita del 2,4% dello scorso anno. Le previsioni per il 2018 sono stabili, con una crescita prevista del 3,1%.
- Nei primi mesi del 2017 la crescita dell'Eurozona è stata migliore del previsto e dovrebbe favorire l'andamento positivo di altri mercati avanzati (+2,3% di crescita). Per quanto riguarda gli Stati Uniti, le previsioni indicano un aumento del 2,2%, mentre l'economia del Regno Unito dovrebbe rallentare all'1,5% nel 2017 e 2018.
- I mercati emergenti stanno ugualmente registrando una solida crescita, dovuta in larga misura, all'aumento della domanda estera, al miglioramento delle politiche e alla ripresa dei prezzi delle materie prime. L'America Latina dovrebbe crescere dell'1,1% quest'anno e del 2,5% nel 2018, mentre l'economia dell'Europa orientale è sorprendentemente al rialzo, con una crescita prevista del 3,1% quest'anno e del 2,3% nel 2018. L'Asia Emergente continua a guidare la crescita con una previsione del 6% nel 2017 e del 5,9% nel 2018.
- La ripresa di natura congiunturale dell'economia globale sta favorendo un contesto di insolvenza più positivo in entrambi i mercati avanzati ed emergenti.

Questa ripresa ha continuato a prendere slancio, portando la crescita del PIL mondiale al 2,9%, dopo l'aumento più contenuto registrato dall'inizio della crisi finanziaria globale. L'andamento positivo si è esteso a tutte le regioni, in entrambe le economie avanzate ed emergenti, e dovrebbe proseguire per tutto il 2018. Analizzeremo queste prospettive sempre più favorevoli nel Capitolo 1. Parleremo anche delle acque inesplorate in cui navigano al momento le economie avanzate, dove l'inflazione si mantiene ostinatamente bassa, mentre le banche centrali

sono orientate verso una stretta monetaria. Benché le prospettive per il 2017 e 2018 si confermino solide, gli strumenti di politica monetaria dovranno essere sufficientemente efficaci da contrastare la prossima fase di recessione economica.

Vi sono ancora diversi rischi che potrebbero spingere l'economia globale in acque più agitate. A nostro avviso, i rischi principali sono: (1) una politica errata da parte della Federal Reserve, (2) un brusco atterraggio della Cina, (3) il protezionismo degli USA, (4) le oscillazioni del prezzo del petrolio, (5) il rischio geopolitico e (6) la correzione del mercato finanziario.

Il Capitolo 2 riassume le prospettive per i mercati avanzati. L'Eurozona è stata finora la regione migliore in termini di risultati nel 2017, dato che la politica monetaria espansiva e il miglioramento del mercato del lavoro hanno finalmente sostenuto la crescita dei consumi. Mentre l'incertezza politica rappresentava il rischio principale nell'edizione di maggio, gli sviluppi successivi hanno ampiamente allontanato lo spettro del populismo e rafforzato le previsioni positive. L'incertezza politica continua a destare preoccupazione negli Stati Uniti, ma il nostro scenario di base prevede una continuità politica. La crescita economica degli USA sta accelerando, sostenuta dai consumi, dall'aumento degli investimenti e, se possibile, da una serie di misure di stimolo fiscale. L'economia britannica si dimostra elastica, ma sta lentamente rallentando a causa del calo dei consumi e degli investimenti. I paesi avanzati dell'Asia stanno beneficiando in modo significativo della ripresa globale del commercio internazionale.

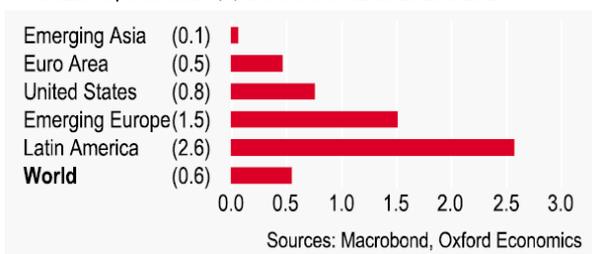
L'aumento dei flussi commerciali sostiene anche le prospettive positive dei mercati emergenti, di cui parliamo nel Capitolo 3. La modesta ripresa dei prezzi delle materie prime dà un ulteriore contributo ai paesi esportatori. Le prospettive economiche più solide suggeriscono che, nella maggior parte delle regioni, una politica di stretta monetaria chiara e graduale da parte della Federal Reserve non dovrebbe avere un effetto destabilizzante. La crescita economica moderatamente più lenta della Cina dovrebbe tuttavia determinare un lieve rallentamento in molti mercati emergenti nel 2018.

Le nostre previsioni in materia di insolvenze sono riassunte nel Capitolo 4. In aggiunta a un nuovo modello previsionale, abbiamo esteso le nostre previsioni ai paesi dell'Asia Avanzata e ad alcuni mercati emergenti, in base alla disponibilità di dati. A parte alcune eccezioni, l'andamento delle insolvenze dovrebbe essere moderatamente positivo nel 2017 e 2018, sostenuto dalla ripresa congiunturale dell'economia mondiale.

1. Il contesto macroeconomico globale

1.1 Accelerazione della crescita del PIL nelle diverse regioni

Variazione percentuale (%) crescita del PIL dal 2016 al 2017



La crescita del PIL si sta consolidando a livello mondiale

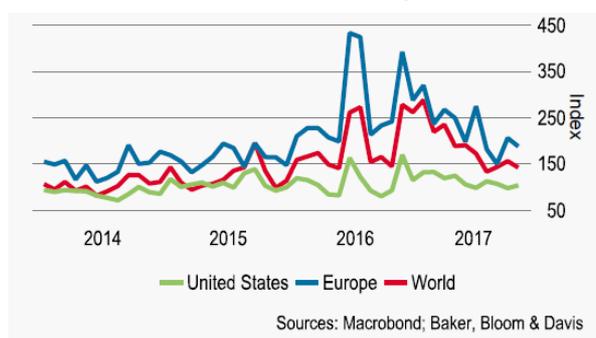
Le previsioni moderatamente ottimiste presentate lo scorso mese di maggio sono state confermate da una ripresa economica più solida del previsto nel corso del 2017. Ci aspettiamo che la crescita del PIL vedrà un'accelerazione di 0,5 punti percentuale quest'anno rispetto al 2016, con il contributo di quasi tutte le regioni. La sola eccezione è rappresentata dall'Asia Emergente, ma soltanto per il fatto che non era stata toccata dal rallentamento della crescita del 2016.

La crescita economica dell'Asia Emergente si è mantenuta stabile nel 2017. La lieve accelerazione registrata in Cina e Indonesia ha compensato il temporaneo rallentamento dell'India. In America Latina, Argentina e Brasile stanno uscendo dalla recessione grazie al miglioramento delle politiche interne e all'aumento dei prezzi di energia e materie prime. Lo stesso vale per l'Europa orientale, dove la Russia ha fatto finalmente registrare un'inversione di tendenza con una crescita positiva del PIL sostenuta dalla moderata ripresa del prezzo dell'energia. Gli Stati Uniti stanno recuperando un 2016 insolitamente deludente, portandosi verso il tradizionale livello di crescita di circa il 2%. Infine, la crescita economica nell'Eurozona si conferma sorprendentemente solida e sta persino accelerando, sulla scia di fattori quali la politica monetaria molto espansiva e il miglioramento dell'occupazione, che favorisce la crescita dei consumi. Il contesto di crescita è sostenuto dal calo dell'incertezza politico-economica. I timori legati al protezionismo degli Stati Uniti sono stati ridimensionati dopo che la presidenza USA ha capito

che governare è diverso dal fare campagna elettorale. Inoltre, i timori dell'Europa, legati all'avanzare dei partiti populisti e al futuro dell'Eurozona, e persino al futuro dell'Unione dopo la Brexit, si sono attenuati. Come vedremo nel Capitolo 2, in questo momento sono persino in corso discussioni per una crescente integrazione europea. Il calo dell'incertezza economica e politica consente di attenuare i rischi più significativi per le prospettive dell'economia globale.

1.2 Attenuazione dell'incertezza politica

Indice di incertezza economica e politica, fonti giornalistiche



L'attenuazione dell'incertezza politica dovrebbe proseguire nel 2018. Grazie all'introduzione di alcuni moderati sgravi fiscali, la crescita degli Stati Uniti dovrebbe accelerare al 2,6%. L'Eurozona dovrà confrontarsi con alcune difficoltà legate alla crescita del commercio, che dovrebbe rallentare rispetto al livello del 2017, ma il PIL dovrebbe comunque continuare a crescere del 2%. La crescita del PIL dell'Asia Emergente subirà una moderata pressione dovuta al rallentamento della Cina, che dovrebbe portarsi al 6,4% nel 2018 a seguito degli sforzi del governo di contenere la crescita del credito. L'accelerazione della crescita dell'India (intorno al 7,5%) potrà compensare solo in parte il rallentamento della Cina.

Tabella 1.1. Crescita reale del PIL (%) - Regioni globali

	2016	2017f	2018f
Eurozona	1,8	2,3	2,0
Stati Uniti	1,5	2,2	2,6
Asia Emergente	6,0	6,0	5,9
America Latina	-1,5	1,1	2,5
Europa Orientale	1,3	3,1	2,7
Mondo	2,4	2,9	3,1

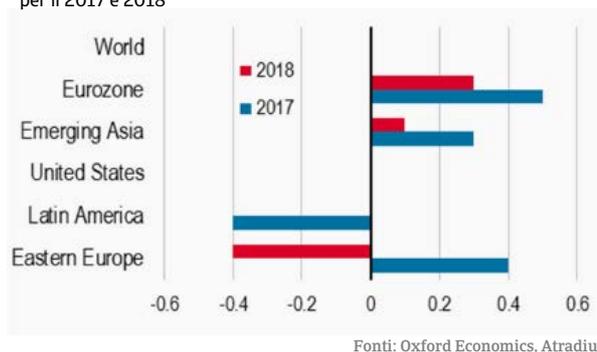
Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Nel frattempo, è stata anche confermata la tendenza verso previsioni più stabili, come avevamo evidenziato nelle precedenti edizioni¹. La maggior parte delle previsioni per il 2017 sono state riviste al rialzo negli ultimi sei mesi, in particolare per quanto riguarda l'Eurozona e l'Asia. Lo scorso anno il PIL dell'America Latina ha visto una contrazione maggiore del previsto e le previsioni di crescita sono state quindi riviste al ribasso. Tuttavia, continuiamo a considerare il quadro generale complessivamente più stabile.

¹ Si noti che le previsioni attuali si basano sullo scenario di base di Oxford Economics, mentre le previsioni precedentemente riportate nel nostro Outlook provenivano da Consensus Economics. A questo livello non osserviamo differenze sostanziali tra le previsioni di Oxford Economics e quelle di Consensus Economics.

1.3 Le stime del PIL tendono al rialzo

Variazione da maggio a novembre 2017 delle previsioni di crescita per il 2017 e 2018



La crescita del commercio è in forte ripresa

La ripresa della crescita del commercio iniziata alla fine del 2016 è proseguita nel 2017. Il commercio globale ha visto un'espansione più solida e diffusa del previsto, con una crescita del 3,6% nei 12 mesi antecedenti ad agosto 2017, dopo il modesto aumento dell'1,4% nel 2016. Gli scambi commerciali sono cresciuti del 3,3% negli USA (rispetto allo 0,2% nel 2016), del 6,3% nell'Asia Emergente (1,6%), dell'8,2% nell'Europa Emergente (4,1%) e persino del 3,7% in America Latina (0,7%), con tutti i paesi in accelerazione significativa nel periodo da gennaio a luglio² (incluso). Anche l'Eurozona, una delle rare note positive del 2016, ha registrato un lieve aumento del 2,6% (2,2% lo scorso anno).

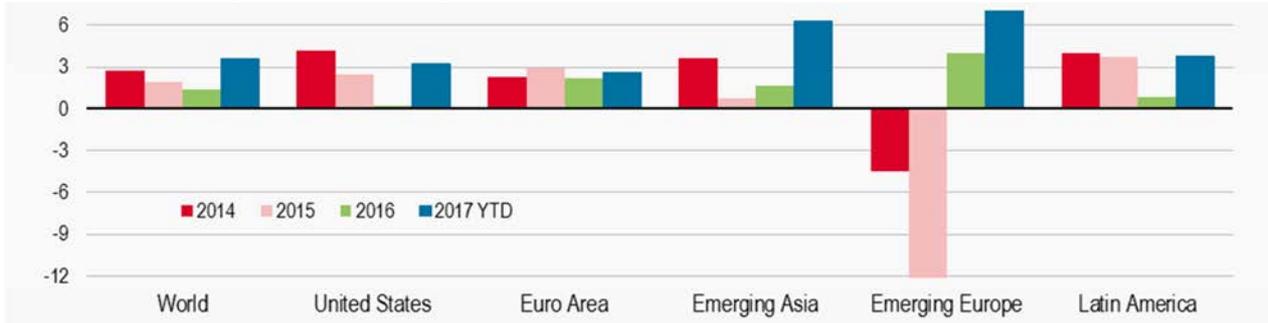
Gli indicatori prospettici sembrano suggerire che questi livelli di crescita persisteranno per qualche tempo. Il Baltic Dry Index (1985=100), che si era dimostrato particolarmente affidabile nel prevedere l'attuale ripresa degli scambi commerciali ipotizzata nell'edizione di maggio del nostro Economic Outlook, è salito ad oltre 1500 lo scorso mese di ottobre, dopo il precedente picco registrato a marzo (1300). Gli ordini globali di export, un altro indicatore affidabile, dopo il rapido aumento iniziato a luglio 2016, si sono mantenuti stabili e suggeriscono una crescita delle esportazioni, benché ad un ritmo meno sostenuto.³ La revisione al rialzo delle nostre previsioni dello scorso mese di maggio non è quindi una sorpresa. Le nostre previsioni attuali indicano un aumento del 5% per il 2017, un dato più alto rispetto a maggio. Per il 2018 le prospettive sono altrettanto positive, benché un po' meno brillanti. Il 2017 conteneva un elemento di convergenza, soprattutto nel caso di Asia e Stati Uniti, che dovrebbe esaurirsi nel 2018. Ci aspettiamo una decelerazione ad un livello relativamente solido del 3,5%

² Abbiamo utilizzato i dati relativi al volume degli scambi commerciali (su base mensile rolling) confrontati con il periodo precedente secondo i criteri adottati dall'Ufficio Olandese per l'Analisi delle Politiche Economiche (CPB). Pertanto, i dati relativi a luglio 2017 coprono il periodo iniziale da luglio 2016 e sono confrontati con quelli relativi a luglio 2016 ai fini del calcolo della crescita del commercio. Al contrario, i dati dell'anno di calendario 2016 sono confrontati con i dati dell'anno di calendario 2015.

³ Si veda <https://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc>.

1.4 Accelerazione della crescita, al livello più alto dal 2011

Volume di beni scambiati, media mobile 12 mesi, variazione % anno su anno



Fonti: CPB, Atradius

Questo quadro generale fa nascere alcune domande. Innanzitutto: come si spiega questa crescita superiore alle aspettative nel 2017? E, in secondo luogo: si tratta di una crescita solida o soltanto di una ripresa temporanea?

Per rispondere alla prima domanda dobbiamo analizzare quattro fattori principali: (1) l'incertezza politico-economica, (2) gli Stati Uniti, (3) la Cina, e (4) gli sviluppi idiosincratici in alcune delle principali economie emergenti, tra cui Brasile e Russia. Per quanto riguarda l'incertezza politico-economica, abbiamo già visto come l'indice sia sceso drasticamente nel corso della primavera. Ciò vale per Stati Uniti ed Eurozona, ma anche a livello globale: l'indice globale è infatti crollato da 300 all'inizio dell'anno a 130 alla fine di settembre. Se consideriamo che uno studio della Banca Mondiale aveva evidenziato una differenza del 75% nella crescita del commercio tra il 2016 e il 2015 imputabile al clima di incertezza politica,⁴ è lecito pensare che il calo dell'incertezza abbia dato il suo contributo. L'indice dell'incertezza politico-economica (EPU) è crollato negli Stati Uniti nel momento in cui si è capito che l'amministrazione Trump non avrebbe fatto seguire i fatti ai proclami in materia di commercio.⁵ Ciò ha sicuramente contribuito a migliorare la fiducia e, di conseguenza, la spesa di imprese e famiglie. Soprattutto le imprese statunitensi, in modo particolare quelle che operano nel settore energetico, hanno accelerato gli investimenti nel primo semestre del 2017. L'impatto sulla crescita del commercio è stato accentuato dal basso livello degli investimenti statunitensi nel 2016.⁶ Dal punto di vista dell'export, la forza del Dollaro statunitense aveva contribuito alla flessione delle esportazioni nel 2016. Questi effetti si sono esauriti nella prima metà del 2017.

Inoltre, in Cina la domanda di importazioni si è mantenuta solida grazie alla crescita della produzione industriale (+6,4% nel primo semestre di quest'anno) e

dei servizi (+7,7%). Come avevamo evidenziato nella precedente edizione dell'Economic Outlook, l'impatto

della Cina sulla crescita del commercio globale non va sottovalutato. Le simulazioni di Oxford Economics indicano che almeno il 30% della recente accelerazione della crescita degli scambi commerciali va direttamente imputato alla domanda della Cina⁷. Se consideriamo anche i canali indiretti, tra cui le catene di fornitura intra-regionali, questo dato potrebbe salire fino al 70%⁸. Un altro fattore è rappresentato dal commercio di materie prime. Data l'enorme estensione del suo mercato, la domanda della Cina sostiene il commercio e i prezzi delle materie prime, favorendo livelli maggiori di investimenti nei paesi esportatori.

Infine, per quanto riguarda gli sviluppi idiosincratici in diverse economie emergenti, è utile sottolineare che il Brasile sta uscendo dalla recessione, con un impatto positivo sul commercio a livello regionale, un effetto ulteriormente rafforzato dalla ripresa in Argentina. Lo stesso vale per l'Europa orientale. La Russia sta attraversando una fase di ripresa, benché moderata, sostenuta dall'aumento del prezzo del petrolio.

Per rispondere alla seconda domanda, a nostro avviso i fattori responsabili dell'accelerazione del commercio nel 2017 potrebbero perdere parte dello slancio nel 2018. L'effetto positivo sul commercio legato alla drastica riduzione dell'incertezza politica verrà meno nel 2018. Non è previsto infatti un ulteriore calo di questo fattore. Inoltre, il ritmo di crescita della Cina dovrebbe rallentare a partire dal 2018. Ciò significa che due dei principali fattori responsabili dell'accelerazione del commercio saranno eliminati. D'altro canto, la crescita del commercio statunitense non dovrebbe riportarsi ai bassi livelli del 2016, alla luce del lieve aumento previsto del PIL. Inoltre, i livelli degli scambi commerciali dell'Eurozona dovrebbero mantenersi stabili, date le previsioni relativamente favorevoli in termini di PIL. Infine, le previsioni per il 2018 per quanto

⁴ "Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade", Banca Mondiale, febbraio 2017.

⁵ Gli Stati Uniti sono usciti dal Partenariato Trans-Pacifico (TPP), una mossa la cui ratifica da parte del Congresso era ritenuta improbabile. La rinegoziazione dell'Accordo di libero scambio nord-americano (NAFTA) era attesa da tempo. Sono in corso indagini sulle importazioni di acciaio basate su presunte questioni di sicurezza nazionale e sono stati imposti dazi su pannelli solari, aerei Bombardier e lavatrici. Tuttavia, siamo ben lontani dalla temuta ondata di protezionismo. Cosa più importante, una delle promesse elettorali di Trump, ossia la tassazione delle importazioni al 30%, è finita nel dimenticatoio all'inizio di quest'anno.

⁶ La componente di import negli investimenti è superiore ad altri componenti del PIL.

⁷ China-commodity nexus at the heart of global upturn. Research Briefing Oxford Economics, 12 giugno 2017.

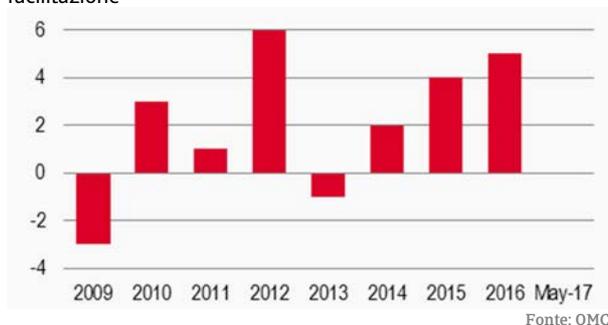
⁸ I livelli di investimenti in paesi con forti legami con la Cina, tra cui Corea, Hong Kong, Taiwan e Giappone, hanno infatti mostrato risultati sorprendenti nel 2017.

riguarda il PIL di paesi quali Brasile, Argentina, Russia e Turchia sono promettenti. Tutto questo suggerisce una lieve flessione dei livelli degli scambi commerciali nel 2018, con una crescita prevista intorno al 3,5%.

Si tratta di un livello ragionevole, ma ben al di sotto dei livelli pre-crisi (circa 5,5% all'anno). Per il momento, un ritorno a quei livelli non è ipotizzabile: innanzitutto, un eventuale impulso alla liberalizzazione del commercio è ancora lontano, considerato il congelamento di iniziative quali il TPP e il TTIP. Inoltre, nonostante l'ottimismo mostrato dall'OMC, non è stato fatto alcun progresso verso una facilitazione netta del commercio (intesa come facilitazioni commerciali meno restrizioni) nel 2017. Si tratta di un cambiamento rispetto alla tendenza favorevole a partire dal 2014. Dal punto di vista positivo, tuttavia, il numero di restrizioni al commercio è al livello più basso dalla crisi del 2008. In secondo luogo, sono stati fatti soltanto dei progressi limitati per quanto riguarda il gap di trade finance, il cui dato più recente è pari a 1.600 miliardi di Dollari (o il 10-15% del valore totale dei mercati finanziari di esportazione).⁹ Sono state proposte diverse misure per affrontare la questione,¹⁰ ma il loro impatto è ancora tutto da verificare.

1.5 La facilitazione netta del commercio registra una battuta d'arresto

Differenza tra le misure di facilitazione del commercio e le misure di restrizione al commercio; positivo = maggiore facilitazione



Tornano le oscillazioni del prezzo del petrolio

Nel nostro Economic Outlook di maggio avevamo previsto un periodo di relativa stabilità dei prezzi del petrolio, fermi in media a 50/60 dollari al barile di Brent nel 2017 e 2018. Il tetto minimo dei prezzi è garantito da un accordo tra i paesi dell'OPEC e i fornitori non OPEC, tra cui la Russia, volto a tagliare la produzione. Lo scorso mese di maggio l'accordo è stato prolungato fino a marzo 2018. Il tetto massimo è fissato dai produttori statunitensi di gas di scisto, che sono pronti ad

aumentare la produzione in risposta alle crescenti pressioni sui prezzi.

A partire da maggio ciò non si è rivelato una verità assoluta, visto che i prezzi sono oscillati intorno ai 50 Dollari fino a toccare i 45 Dollari a luglio.

La causa è stata attribuita alla mancanza di fiducia nei confronti del rispetto dei tagli alla produzione fissati dall'OPEC e altri fornitori. Inoltre, ha pesato l'incertezza nei confronti della situazione negli Stati Uniti, dove gli stock sono aumentati a causa degli inaspettati livelli di produzione. Queste incertezze, che hanno determinato un sentimento negativo sul mercato, sono oggi attenuate: gli stock statunitensi hanno visto una drastica flessione durante l'estate. I dati relativi alla domanda di petrolio suggeriscono un riequilibrio del mercato petrolifero prima del previsto. In altre parole, gli attuali livelli elevati di stock potrebbero essere smaltiti nel momento in cui la fornitura di petrolio non soddisferà la domanda. Ciò ha fatto salire il prezzo del petrolio sopra al tetto dei 60 Dollari. Ne consegue che il prezzo del petrolio si mantiene in linea con quanto previsto, ma è soggetto a maggiori oscillazioni.

1.6 Il prezzo del petrolio si riporta tra 50 e 60 Dollari

Prezzo spot giornaliero, Dollari per barile di Brent



Per quanto riguarda il periodo di riferimento, continuiamo a prevedere un graduale aumento del prezzo intorno a 50/60 Dollari per barile di Brent.

La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere di 1,4/1,5 milioni di barili al giorno (mb/d) nel 2017 verso 97 mb/d e oltre nel 2018. Una quota significativa della domanda proviene dalla Cina. Mentre la crescita dell'economia cinese vedrà una decelerazione e un riequilibrio, i livelli più elevati di reddito dovrebbero sostenere la domanda di petrolio in modo significativo, intorno al 6% nel 2017. Inoltre, poiché molte imprese petrolifere cinesi sono in sofferenza a causa degli attuali livelli di prezzo, il paese ha deciso di costituire delle riserve strategiche di petrolio. Ciò comporta un aumento della domanda, che è salita da 1 mb/d a 8 mb/d. Nel contempo, la domanda da parte dell'Asia ha generalmente continuato a crescere nel 2017, un andamento che difficilmente vedrà una battuta d'arresto nel 2018 (e oltre) alla luce delle previsioni di crescita del PIL.

Dal punto di vista dell'approvvigionamento, la produzione statunitense di gas di scisto ha mostrato una buona elasticità dato che i costi di produzione sono scesi

⁹ Dato 2015 della Banca asiatica di sviluppo.

¹⁰ Relazione sugli sviluppi legati al commercio del direttore generale dell'Organismo di revisione della politica commerciale (TPRB), OMC, 12 luglio 2017, pag. 71.

a livelli più bassi del previsto.

L'aumento della produzione degli USA dovrebbe quindi compensare in parte l'accordo OPEC, come abbiamo già riscontrato nei primi mesi del 2017. Il rispetto dei livelli stabiliti dall'accordo OPEC sta iniziando a essere messo in discussione (al di sotto dell'80% nel mese di giugno); inoltre, Libia e Nigeria, due paesi OPEC che non hanno aderito all'accordo, stanno aumentando la loro produzione, così come l'Iran. Ciò aumenterà la pressione su altri paesi OPEC per ridurre la produzione. Nonostante questi segnali di instabilità, non ci aspettiamo che l'OPEC ritornerà a quella strategia di acquisizione di quote di mercato parzialmente attuata nel 2014/2016. I paesi OPEC non possono infatti sostenere i livelli di prezzo al di sotto dei 30 Dollari che avevamo applicato in quel periodo. Il risultato di questi sviluppi in materia di offerta e domanda, è che vi saranno pressioni per un riequilibrio del mercato petrolifero che ad oggi ha favorito l'offerta, con il conseguente aumento degli stock. Il quadro sta ora cambiando e l'Agenzia internazionale dell'energia (AIE) ha già evidenziato un deficit di approvvigionamento nel secondo trimestre. È evidente che questo comporta una pressione al rialzo dei prezzi nel periodo di riferimento.

A medio termine, continuiamo a prevedere un ulteriore aumento del prezzo del petrolio soprattutto alla luce della domanda relativamente stabile da parte delle economie emergenti. Le previsioni di un aumento graduale a medio termine si basano sul presupposto che i livelli di investimenti vedranno una ripresa in modo da soddisfare la domanda. In caso contrario, il prezzo del petrolio andrà incontro a forti oscillazioni, anche a medio termine.

L'aumento dei prezzi delle materie prime è avvolto nell'incertezza

I prezzi delle materie prime, che avevano visto una flessione dall'inizio dell'anno, dovrebbero registrare una tendenza al rialzo a medio termine. L'indice dei prezzi del metallo è salito nella prima parte del 2017 per poi scendere drasticamente e tornare nuovamente a salire. Ciò ha determinato un livello di prezzi superiore a quanto osservato alla metà del 2015.

1.7 La ripresa dei prezzi delle materie prime registra un'inversione

Indice dei prezzi, 2010 = 100



Fonti: Macrobond, FMI

Il quadro, per quanto riguarda i singoli metalli, è piuttosto

eterogeneo. I prezzi dei minerali ferrosi hanno registrato una flessione maggiore rispetto agli altri metalli. L'indice si è riportato ai livelli registrati alla metà del 2016, nonostante la ripresa dopo l'estate. Gli indici di altri componenti significativi, di rame e alluminio, hanno beneficiato di un andamento più favorevole. Infatti, soprattutto nel caso dell'alluminio, i prezzi si sono mantenuti sostanzialmente stabili dall'inizio del 2017 e sono tornati a crescere dopo l'estate. I dati aggiornati sono ancora più favorevoli, ma anche più esposti ad oscillazioni.

Nonostante il calo registrato a partire dall'inizio di quest'anno, i prezzi delle materie prime restano più alti rispetto alla metà del 2015. La ripresa dell'economia globale contribuisce in modo significativo. Ancora più importante è la politica di stimolo fiscale varata dalla Cina a favore dell'edilizia (includendo le infrastrutture) e del settore immobiliare: il 51% della domanda globale di materie prime proviene infatti dalla Cina. Anche i settori automobilistico ed edile sono in ripresa a livello globale, a ulteriore sostegno della domanda. Inoltre, un contributo è venuto anche dalla debolezza del Dollaro statunitense dato che le materie prime sono denominate in Dollari.

Mentre la domanda si mantiene sostanzialmente solida, gli sviluppi in termini di approvvigionamento hanno avuto il loro peso sulle oscillazioni dei prezzi. In particolare, la decisione della Cina di ridurre la propria capacità ha un impatto rilevante. Si tratta di una strategia ambiziosa: la produzione di acciaio sarà ridotta del 20% rispetto ai livelli del 2016 mentre quella dell'alluminio vedrà una riduzione del 30%. Benché i dati ufficiali mostrino un calo della produzione in linea con quanto previsto, fonti ufficiose suggeriscono che almeno una parte dei tagli alla produzione sono dovuti a impianti nuovi più moderni¹¹. Inoltre, i dati di produzione non riflettono i tagli previsti: per esempio, la produzione di alluminio è cresciuta del 17% nei primi otto mesi di quest'anno.¹² Questa situazione è fonte di incertezza e finché il governo cinese non interverrà in modo convincente i dati continueranno ad essere messi in discussione e le oscillazioni dei prezzi si manterranno elevate.

Nel frattempo, l'andamento dei prezzi è al rialzo, considerato che i mercati stanno spostandosi verso un saldo negativo nel 2018 e l'offerta inizierà quindi a compensare la domanda. Nel caso dell'alluminio, l'eccesso di offerta nel 2017 dovrebbe registrare un'inversione di tendenza nel 2018, quando saranno evidenti i tagli alla produzione annunciati dalla Cina. Ciò contribuirà a sostenere i prezzi. Per quanto riguarda il rame, invece, non sono previsti tagli significativi alla produzione, mentre la produzione mineraria dovrebbe registrare una flessione,¹³ contribuendo, anche in questo caso, al saldo negativo. Il quadro, per quanto riguarda i minerali ferrosi, è meno dinamico, poiché il

¹¹ Vedi The Economist, Great Leap Backward, settembre 2017.

¹² Rising metal prices need more than eco talk. Financial Times, 23 settembre 2017.

¹³ ABNAMRO. Weather dominates commodity markets, Monthly Commodity Update, settembre 2017.

raffreddamento dell'economia cinese e le norme ambientali più rigide aumenteranno la pressione sulla produzione di acciaio, favorendo una flessione della domanda di minerali ferrosi e aumentando l'incertezza nei confronti di un saldo negativo di questi metalli che, qualora si concretizzasse, rafforzerebbe la previsione di un aumento dei prezzi. Fino ad allora, prevarrà l'incertezza.

Dubbi sull'inflazione (in un certo senso)

I prezzi delle materie prime, che avevano visto una flessione dall'inizio dell'anno, dovrebbero registrare una tendenza al rialzo a medio termine.

L'indice dei prezzi del metallo è salito nella prima parte del 2017 per poi scendere drasticamente e tornare nuovamente a salire. Ciò ha determinato un livello di prezzi superiore a quanto osservato alla metà del 2015.

Come già indicato, in questa edizione dell'Economic Outlook ci concentriamo sull'importanza della politica monetaria, e più nello specifico sullo smantellamento della politica monetaria straordinariamente espansiva di Stati Uniti ed Eurozona a partire dalla Grande Crisi Finanziaria del 2008.

L'attuale situazione di calma degli sviluppi economici globali rappresenta il momento ideale per identificare gli strumenti di politica monetaria che saranno necessari alle istituzioni per contrastare la prossima fase recessione¹⁴ o di crisi.

Innanzitutto, prenderemo in considerazione l'inflazione. Al momento, si tratta del principale obiettivo della Federal Reserve e della BCE.¹⁵ Successivamente, analizzeremo l'attuale portata delle politiche monetarie e le prospettive e implicazioni dei flussi finanziari nelle economie emergenti.

A nostro avviso, non vi è motivo di rimandare la stretta monetaria negli USA mentre, nel caso dell'Eurozona, le cose sono più complesse e richiedono un approccio più cauto.

Nell'edizione di maggio del nostro Economic Outlook avevamo evidenziato come l'inflazione negli USA e nell'Eurozona si stesse riportando verso l'obiettivo fissato del 2%, chiedendoci tuttavia se si trattasse di dati solidi; sei mesi dopo, è evidente che non lo erano ed è quello di cui parliamo nel Capitolo 2.

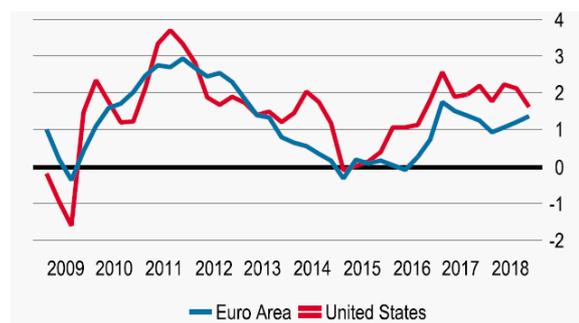
Infatti, i livelli di inflazione sono tornati a scendere negli Stati Uniti e nell'Eurozona nel corso del 2017. Di per sé, si tratta di dati piuttosto sorprendenti dato che entrambe le regioni stanno attraversando una fase di ripresa, anche se l'Eurozona è in evidente ritardo poiché la ripresa è iniziata molto più tardi.

¹⁴ Saranno anche necessari strumenti di politica fiscale. Analizzeremo questo aspetto in un'altra edizione dell'Economic Outlook.

¹⁵ L'obiettivo della Federal Reserve prevedeva anche la piena occupazione, che oggi sta per essere raggiunta negli USA: per questo motivo, la Fed si sta concentrando anche sul tasso di inflazione.

1.8 L'inflazione dovrebbe mantenersi al di sotto dell'obiettivo

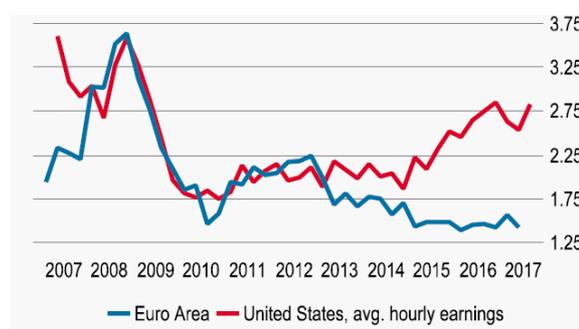
Indici di inflazione primaria, crescita % anno su anno



Fonte: Macrobond, Oxford Economics

1.9 Forti pressioni sui salari negli USA

Salari, % variazione anno su anno



Fonte: Macrobond

Il mercato del lavoro statunitense ha quasi raggiunto l'obiettivo della piena occupazione, con un tasso di disoccupazione del 4,1%. Di norma, questo dovrebbe portare all'aumento dei salari e, di conseguenza, dei prezzi. Dal canto loro, le imprese vogliono mantenere i loro profitti. Il primo passo di questo processo è già stato avviato negli USA, con tassi di crescita dei salari chiaramente tendenti al rialzo e che al momento oscillano intorno al 3%. Tuttavia, l'aumento dei salari non si è finora tradotto in un aumento dei prezzi.¹⁶ Sembra che vi siano altri fattori in gioco che impediscono alle imprese di aumentare i prezzi dei loro prodotti e servizi.

Non si tratta dello scarso potere contrattuale delle imprese statunitensi. Infatti, uno studio¹⁷ ha evidenziato un aumento del potere contrattuale negli ultimi 20 anni, in linea con la crescita dei margini di profitto e la concentrazione del mercato. Le imprese potrebbero quindi aumentare i prezzi, ma non sembrano volerne approfittare. Perché? Per rispondere a questa domanda, ci si potrebbe chiedere se sia davvero necessario aumentare i prezzi dal punto di vista dei margini di profitto. In presenza di altri costi più bassi, che

¹⁶ Il fatto che l'aumento dei salari sia in linea con l'attuale tasso di disoccupazione è, al momento, oggetto di discussione. Vi sono alcuni fattori, negli USA come altrove, che frenano la crescita dei salari, tra cui la globalizzazione. Ciò provoca la migrazione dei flussi di manodopera, soprattutto verso paesi che offrono stipendi più alti, frenando la crescita dei salari. La migrazione dei flussi di manodopera frena anche il già limitato potere contrattuale dei sindacati con un effetto simile, così come, dal punto di vista della domanda, lo spostamento delle attività aziendali verso paesi con salari più bassi.

¹⁷ Per ulteriore riferimento, si veda ad esempio, <http://equitablegrowth.org/report/u-s-merger-policy-amid-the-new-merger-wave/>.

consentono quindi di mantenere profitti elevati, la risposta è probabilmente "No".

Questi costi (più bassi) non sono difficili da individuare. Innanzitutto, i prezzi bassi del petrolio e l'apprezzamento del Dollaro svolgono un ruolo importante, come evidenziato in uno studio dell'Istituto della Finanza Internazionale (IIF).¹⁸ Lo studio mostra che l'attuale tasso di inflazione degli Stati Uniti è in linea con il tasso di disoccupazione, il prezzo basso del petrolio e l'apprezzamento del Dollaro. Questi ultimi fattori hanno contribuito a riequilibrare i profitti delle imprese che devono confrontarsi con salari più alti. In secondo luogo, in molti settori i prezzi sono più bassi a causa del cosiddetto "effetto Amazon". Le imprese si spostano online per vendere prodotti e servizi a costi più bassi. La maggiore trasparenza dovuta a Internet è un altro fattore che contribuisce a tenere bassi i prezzi. Lo studio dell'IIF,¹⁹ che utilizza un approccio settoriale, conclude che il basso tasso di inflazione è determinato soltanto da pochi settori, tra cui i farmaci su prescrizione, i servizi di telefonia mobile e l'abbigliamento da donna. È in questi settori che l'impatto dello shopping online è particolarmente significativo.

Il mercato del lavoro dell'Eurozona non ha chiaramente ancora raggiunto l'obiettivo della piena occupazione ed è anzi ben lontano. Benché il tasso di disoccupazione abbia visto una flessione di circa 2,5 punti percentuali dall'inizio del 2015, l'attuale livello del 9% è ancora considerevolmente elevato; inoltre, un gran numero di lavoratori vorrebbe aumentare l'orario di lavoro. Non si prevede quindi una pressione sui salari, benché in alcuni paesi, tra cui Paesi Bassi e Germania, la rigidità del mercato del lavoro suggerisce un aumento degli stipendi locali. Tuttavia, al momento questo meccanismo non è ancora visibile nei dati occupazionali relativi all'Eurozona e la crescita dei salari resta intorno all'1,5%. Ne consegue che la pressione inflazionistica da parte del mercato del lavoro è limitata. Resta però il fatto che, anche prendendo questi fattori in considerazione, insieme ai prezzi bassi del petrolio e alla svalutazione dell'Euro, l'attuale tasso di inflazione dell'Eurozona è decisamente basso secondo lo studio dell'IIF.²⁰ Le riforme dei mercati dei prodotti, che favoriscono l'apertura e la concorrenza in settori quali i servizi legali e sanitari in paesi tra cui Spagna, Portogallo e Grecia, potrebbero svolgere un ruolo importante. Mancano però dei dati affidabili da cui partire.

Tuttavia, osservando con più attenzione, il quadro appare meno sorprendente. L'inflazione negli USA sembra ampiamente in linea con quanto previsto, considerate le condizioni del mercato del lavoro, il prezzo del petrolio, le oscillazioni del Dollaro e l'effetto Amazon. Visto che quest'ultimo, probabilmente non durerà per sempre e, che il prezzo del petrolio dovrebbe tornare a salire, l'aumento dei salari dovrebbe riuscire a spingere l'inflazione; questo effetto può essere accentuato o attenuato dalle oscillazioni del Dollaro. A breve termine, è quindi possibile ipotizzare un tasso di inflazione più elevato, nell'ordine del 2%. Non è questo il caso

dell'Eurozona, dove è prevista un'inflazione più bassa e più soggetta a oscillazioni. Il fattore dominante è rappresentato dal tasso di disoccupazione ancora alto che frena la crescita dei salari. Anche l'aumento del prezzo del petrolio contribuirà a sostenere l'inflazione. Tuttavia, dato che una parte dei fattori non è stata ancora identificata, resta una buona dose di incertezza ed è probabile che l'inflazione si manterrà al di sotto del 2% nel periodo di riferimento.

Ulteriori passi verso la stretta monetaria

Questa analisi dell'inflazione suggerisce che la Federal Reserve ha spazio per attuare una stretta monetaria, mentre la BCE deve muoversi con cautela. Ciò induce a chiedersi a che punto siamo e dove vogliamo arrivare in termini di politica monetaria. Sembra che si tratterà di un'azione di riequilibrio.

La Grande Crisi Finanziaria ha richiesto interventi tempestivi per tenere a galla l'economia. La Federal Reserve ha raggiunto l'obiettivo: ha agito rapidamente riducendo il tasso di riferimento dal 5% allo 0%; inoltre, ha iniziato ad acquistare titoli di Stato e titoli garantiti. Il suo bilancio è stato quindi gonfiato da 3.000 miliardi a 4.500 miliardi di Dollari. Questo programma è stato denominato "Quantitative Easing" (QE), con riferimento al volume (piuttosto che al prezzo e, quindi, al tasso di interesse) della politica monetaria.

In breve, è stata messa a disposizione un'enorme liquidità, a costi bassi o nulli, favorendo la spesa. Questa mossa ha funzionato. L'economia si è stabilizzata e a giugno del 2013 la Federal Reserve ha iniziato a ridurre il QE, mentre il programma di acquisto è terminato alla fine del 2014. A partire da quel momento, la Fed avrebbe solo sostituire gli attivi rimborsati. Dal punto di vista del bilancio, ciò si traduce nel termine della crescita. Alla fine di settembre del 2017, la Fed ha fatto un ulteriore passo in avanti annunciando l'intenzione di avviare la chiusura del QE (riducendo quindi il suo bilancio) per un importo che aumenterà gradualmente fino ad arrivare a circa 50 miliardi di Dollari al mese.²¹ A questo ritmo, la chiusura del QE richiederà diversi anni, forse più di 20.²²

Nel frattempo, il tasso di riferimento è stato portato all'1%. La Fed prevede di aumentare ulteriormente i tassi, sempre in modo graduale, portandoli a livelli nell'ordine del 4-5% se prendiamo come riferimento il livello del 2008.²³ L'aumento dei tassi sarà complementare alla riduzione del bilancio della Federal Reserve, che continuerà a "lavorare silenziosamente dietro le quinte", come ha affermato il Presidente della Fed. Il quadro che emerge è quindi di una stretta molto,

²¹ Vi sarà un limite all'importo con cui il bilancio sarà ridotto e non reinvestito. Questi importi aumenteranno gradualmente a 30 miliardi di Dollari per i titoli di Stato e 20 miliardi di Dollari per i titoli garantiti.

²² Dopo 20 anni, la riduzione sarà pari a circa 2.500 miliardi di Dollari.

²³ Il livello di questo riferimento potrebbe essere messo in discussione dato che il tasso di interesse reale sottostante è indubbiamente più basso a causa dei livelli più elevati di risparmio a livello globale. Abbiamo parlato della cosiddetta "staginazione secolare" nel nostro Economic Outlook di maggio 2016.

¹⁸ The Low Inflation Puzzle, IIF Global Macro Views, 7 giugno 2017.

¹⁹ A Bottom-up explanation of US low inflation, IIF Global Macro Views, 13 luglio 2017.

²⁰ IIF come da nota 19.

molto graduale. Di conseguenza, l'accelerazione della stretta monetaria della Fed si farà, a un certo punto, inevitabile. Come vedremo più in dettaglio nella sottosezione successiva, si tratterà di un'azione di riequilibrio. Mentre la Federal Reserve ha risposto tempestivamente e in modo efficace alla crisi, la BCE ha seguito un approccio più cauto affidandosi inizialmente a tagli dei tassi di interesse intorno all'1%. Il QE a livello europeo è stato sviluppato soltanto dopo la crisi delle banche successiva alla crisi del 2008. Il primo passo, nel 2010, è stato quello di acquistare titoli di Stato e linee di swap nel tentativo di mantenere la liquidità del sistema finanziario. Alla fine del 2011, con il drastico peggioramento del settore bancario dell'Eurozona, la BCE ha lanciato il suo piano di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) che forniva finanziamenti a lungo termine al sistema bancario, a tassi molto bassi.²⁴ Nel frattempo, proseguiva l'acquisto di titoli di Stato, portando il bilancio della BCE a circa 3.500 miliardi di Euro. Tutte queste misure hanno aiutato il sistema bancario, ma non sono state sufficienti a far ripartire l'economia dell'Eurozona. Con l'inflazione prossima allo zero o persino a un livello negativo, la BCE ha lanciato la sua versione del QE nel 2014. L'acquisto di attivi per 80 miliardi di Euro al mese ha gonfiato il bilancio della BCE a 4.500 miliardi di Euro, un livello che continua a crescere. Contestualmente il tasso di riferimento per i prestiti bancari veniva portato a zero.²⁵

1.10 Bilanci BCE e Federal Reserve

Asset, trilioni di Euro



Fonte: Macrobond

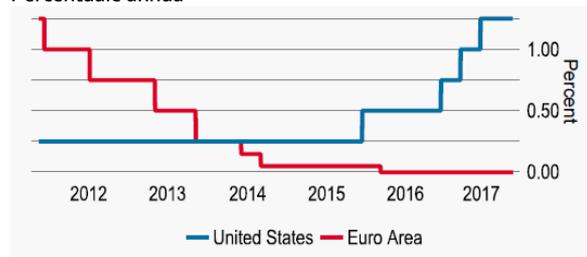
Oggi, mentre la Federal Reserve sta già valutando una graduale stretta monetaria, la BCE è ancora ben lontana. Alla luce dell'attuale situazione inflazionistica dell'Eurozona, si tratta di un atteggiamento giustificato. Se i dati economici (e di inflazione) dovessero farsi più solidi, la BCE dovrà innanzitutto sospendere il QE. Ciò dovrebbe avvenire intorno alla fine del 2018: la BCE ha recentemente annunciato l'intenzione di ridurre il QE a 30 miliardi di Euro al mese, almeno fino a settembre 2018. L'aumento dei tassi di interesse della BCE non dovrebbe avvenire prima dell'inizio del 2019. Pertanto, nell'Eurozona i rubinetti restano aperti nel periodo di riferimento.

²⁴ Alla fine del 2011 e inizio del 2012 alle banche europee è stato erogato un importo complessivo pari a 800 miliardi di Euro per le scadenze fino a 3 anni al tasso dell'1%.

²⁵ I tassi di deposito per le banche nella BCE sono persino negativi dello 0,5% e ciò significa che le banche devono sostenere dei costi per depositare liquidità nella BCE.

1.11 Tassi di riferimento BCE vs Federal Reserve

Percentuale annua



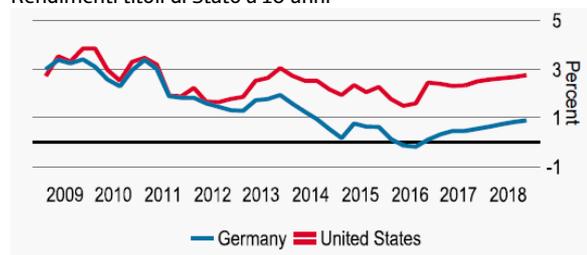
Fonti: Macrobond, Oxford Economics

La persona giusta a capo della Fed

Tenendo a mente l'attuale orientamento della politica monetaria, è il momento di approfondire l'approccio della Federal Reserve verso una stretta monetaria, o meglio verso la prevista stretta monetaria. Il QE e le altre misure adottate dalla Fed hanno fatto scendere di circa un punto percentuale i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni: si potrebbe quindi concludere che con la stretta monetaria i rendimenti torneranno a salire. Tuttavia, si tratta di un grande punto interrogativo, visto che la Fed ha finora fornito soltanto degli orientamenti (la cosiddetta "forward guidance") per quanto riguarda una stretta monetaria graduale. Pertanto, a meno di sorprese da parte della Fed (o dei dati), i rendimenti a 10 anni dovrebbero tornare a salire molto lentamente, a differenza dei rendimenti a breve termine che seguono più da vicino gli aumenti dei tassi ufficiali. Il quadro che emerge è dunque quello di rendimenti più alti a breve termine, mentre i rendimenti a lungo termine dovrebbero mantenersi sostanzialmente invariati. Ne deriva un appiattimento della curva dei rendimenti a seguito della stretta da parte della Fed.

1.12 I rendimenti a lungo termine dovrebbero salire in modo graduale

Rendimenti titoli di Stato a 10 anni



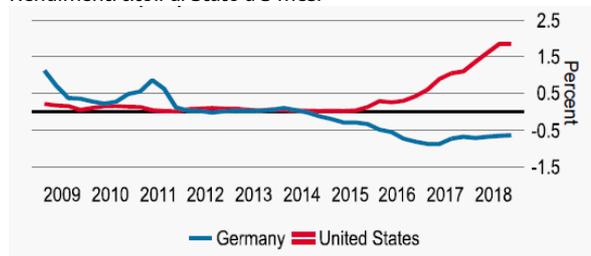
Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Facciamo ora un passo indietro a giugno 2013, quando la Fed annunciò la sua intenzione di mettere fine al QE scatenando una forte reazione dei mercati (il cosiddetto "taper tantrum"). Benché il buon senso avrebbe dovuto suggerire che il QE non sarebbe durato all'infinito, l'annuncio giunse di sorpresa innescando una mini-crisi sui mercati, con l'inversione dei flussi finanziari dalle economie emergenti, il deprezzamento delle valute EME e l'aumento dei rendimenti a 10 anni negli Stati Uniti. La Fed si mosse

tempestivamente rassicurando il mercato che l'eventuale aumento dei tassi avrebbe tenuto in considerazione l'impatto sui mercati finanziari globali, riuscendo a riportare la calma.

1.13 I tassi a breve termine differiscono in modo significativo

Rendimenti titoli di Stato a 3 mesi



Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Stavolta è diverso. La Fed ha messo a punto un'attenta strategia di comunicazione in modo da preparare i mercati ai futuri sviluppi della stretta monetaria. Pertanto, a meno di sorprese, i flussi finanziari verso le economie emergenti dovrebbero restare invariati, o persino accelerare, come si prevede al momento. Ciò consente agli investimenti delle imprese e del governo di proseguire a tassi relativamente bassi.

1.14 I flussi di capitale verso i paesi EME stanno recuperando miliardi di Dollari

Miliardi di Dollari



Fonte: IIF

Se la Fed sarà in grado di attenersi a questo prudente percorso, l'accelerazione potrebbe avvenire in modo relativamente indolore. Si noti l'utilizzo della preposizione "se": non è infatti certo che prevarrà la strada della cautela.

È qui che entra in gioco il Presidente Trump, che potrebbe avere l'opportunità di riformare la politica monetaria, alla luce del fatto che si stanno liberando tre posizioni nel Consiglio della Fed, tra cui il Presidente, Janet Yellen, che aveva guidato con successo l'attuale politica.

Il suo successore Jerome Powell, che è stato per un certo periodo governatore della Fed, sarebbe stato scelto per dare continuità all'attuale politica di prudenza.

Ciò escluderebbe quindi il rischio di un approccio più aggressivo e squilibrato nei confronti della stretta monetaria. Tuttavia Powell, che ha una formazione da avvocato, non ha nei confronti degli economisti lo stesso carisma che avevano e hanno tuttora Yellen e, prima ancora, Bernanke.

Con la nuova politica che deve muoversi in acque inesplorate, potrebbe rivelarsi una scelta più rischiosa rispetto alla conferma di Janet Yellen. Il "taper tantrum" del 2013 dimostra che la Fed sta camminando su una corda molto sottile e serve quindi una buona dose di equilibrio, cosa che Powell deve ancora dimostrare di avere. È questa l'incertezza che avvolge la politica della Fed.

In breve, è evidente che il margine di manovra nell'attuare la stretta monetaria è limitato. Benché si tratti di un processo importante per creare gli strumenti necessari per affrontare una futura fase di recessione,²⁶ una stretta monetaria in quanto tale va gestita con attenzione; in caso contrario, un'eventuale recessione sarebbe accelerata da quello stesso processo volto a contrastarla, e senza che l'economia abbia a disposizione strumenti sufficientemente efficaci. In questo contesto, la nomina del nuovo Presidente della Federal Reserve rappresenta un rischio evidente per l'economia globale.

Mercati finanziari dinamici, ma la fiducia non è incondizionata

Nell'edizione precedente dell'Economic Outlook avevamo sottolineato l'euforia dei mercati finanziari, soprattutto negli Stati Uniti. Sugerivamo anche che non si trattava di una situazione sostenibile e che era quindi probabile una correzione. Questo perché i profitti delle imprese e i dati macroeconomici non la giustificavano. I mercati finanziari si mostravano entusiasti, forse troppo, nei confronti dei piani del nuovo governo in materia di spesa per le infrastrutture e riduzione delle tasse.²⁷

Trascorsi altri sei mesi, i mercati finanziari si confermano dinamici, soprattutto quelli azionari. Gli indici dei prezzi delle azioni negli USA, nell'Eurozona e nelle economie emergenti hanno continuato a salire. L'indice VIX, che misura la volatilità del mercato azionario statunitense, ha visto un'ulteriore flessione rispetto allo scorso mese di maggio. Questa bassa volatilità implicita indica che dal punto di vista dei mercati finanziari la probabilità di una correzione dei prezzi delle azioni è relativamente bassa. I prezzi più alti e la minore volatilità sono oggi supportati anche dai dati macroeconomici e dagli indicatori di fiducia, sia nei mercati avanzati sia nelle economie emergenti. I mercati finanziari hanno ancora fiducia e questa fiducia appare oggi più solida.

²⁶ Questa opinione non deve necessariamente restare indiscussa. Gli echi della crisi finanziaria del 2008 sono ancora forti e per contrastarla erano stati prevalentemente utilizzati strumenti di politica monetaria. Ci si potrebbe chiedere se sia opportuno utilizzare la politica monetaria per affrontare il prossimo ciclo economico. Poiché pensiamo di sì, la nostra ipotesi di base è che l'impatto della crisi del 2008 non stia più frenando (in modo significativo) l'economia, almeno non negli USA.

²⁷ Si parlava di un "effetto Trump".

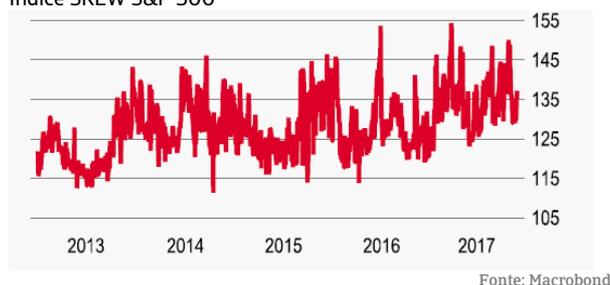
1.15 La volatilità continua a seguire un andamento al ribasso

Indice di volatilità (VIX) S&P 500



1.16 L'indice SKEW mostra maggiori rischi potenziali

Indice SKEW S&P 500



Ma i mercati sono davvero più fiduciosi? La domanda nasce in quanto l'Indice SKEW CBOE, che misura i rischi di coda di S&P 500, ha continuato a salire da maggio ed è oggi a un livello storicamente elevato.²⁸ Questo dato suggerisce che i mercati finanziari mettono in conto il rischio di un'ampia correzione dei prezzi. Si tratta di un segnale non del tutto inatteso dato il rapido e significativo aumento dei prezzi delle azioni negli USA (e altrove). A maggio ne avevamo già accennato, ma non eravamo ancora in grado di dimostrarlo. Oggi osserviamo che il rischio segnalato dall'Indice SKEW, quantomeno per gli USA, era già significativo a maggio e lo è ancora di più adesso.²⁹

Pertanto, l'aumento dei prezzi delle azioni e la ridotta volatilità comportano una maggiore probabilità di un'ampia correzione. Si tratta indubbiamente di un quadro più completo dell'attuale situazione dei mercati finanziari e ne ridimensiona in parte lo stato di euforia. Tuttavia, non ci vieta di concludere che le condizioni del mercato finanziario sono favorevoli, grazie anche ai tassi di interesse bassi. Questa conclusione riflette e supporta il contesto economico di cui abbiamo parlato in precedenza.

Fattori di rischio

Se è vero che le prospettive sono migliorate, è anche vero che i rischi sono cambiati. Come abbiamo visto in questo capitolo, in cima alla nostra lista dei rischi troviamo una politica errata da parte della Federal Reserve. Da quanto abbiamo finora osservato, la politica degli Stati Uniti è improntata a una relativa cautela, nonostante la retorica e

le difficoltà dei negoziati NAFTA. Ciò conferma la nostra opinione, già espressa nell'edizione di maggio, che l'implementazione di una politica protezionista da parte degli USA rappresenta un rischio piuttosto basso. Nella nostra lista dei rischi abbiamo aggiunto anche le oscillazioni del prezzo del petrolio e il rischio geopolitico, mentre abbiamo spostato in fondo alla lista la correzione del mercato finanziario. Questo perché utilizziamo un'interpretazione più rigida di questo rischio, come vedremo in seguito. Infine, l'Eurozona continua a registrare una performance economica solida e persino in miglioramento: pertanto, abbiamo eliminato il rischio di una frenata della crescita in questa regione.

Politica della Fed. Il nostro scenario di base prevede una politica di stretta monetaria mirata e ben coordinata da parte della Federal Reserve, essenzialmente in linea con l'approccio attuale. Il rischio è rappresentato dal fatto che un cambiamento di leadership potrebbe comportare un approccio meno equilibrato. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse e la riduzione del QE potrebbero non essere supportati da un'attenta valutazione dell'economia. Va detto, comunque, che anche un approccio basato sui dati potrebbe rappresentare un rischio qualora l'amministrazione statunitense decidesse di utilizzare strumenti di politica fiscale per stimolare l'economia verso l'obiettivo di una crescita del 3% o superiore. L'aumento dei tassi negli Stati Uniti potrebbe scatenare un deflusso di capitali dalle economie emergenti, frenando l'accesso ai finanziamenti e le prospettive di crescita. In questo scenario, le imprese, le famiglie e i governi in tutto il mondo si troverebbero a dover sostenere costi finanziari più elevati. Con il cambiamento della leadership della Fed e l'incertezza che ne consegue, consideriamo oggi questo rischio moderato.

Brusco atterraggio della Cina. Le autorità cinesi hanno dimostrato di essere in grado di migliorare gli obiettivi di crescita del PIL fissati per l'economia del paese. A questo scopo sono stati utilizzati margini di manovra fiscali e monetari. Pertanto, è lecito pensare che il rischio di un calo improvviso della crescita economica o di un brusco atterraggio (che peraltro non è mai stato uno scenario di base per Atradius) sia stato ulteriormente scongiurato. Il contenimento della crescita del credito, che vedrà un'accelerazione dopo il Congresso Nazionale del Partito Comunista, supporta ulteriormente questa previsione. Come abbiamo visto nel Capitolo 3, le vulnerabilità dell'economia, e più nello specifico quelle relative al settore finanziario, hanno continuato ad aumentare nel 2017. Con l'aumento di questi rischi è aumentata anche la probabilità di un brusco atterraggio, anche se continuiamo a considerarlo un rischio basso o moderato.

Protezionismo degli Stati Uniti. In questo scenario, gli Stati Uniti si chiuderebbero maggiormente su sé stessi. Sono soprattutto concetti quali la tassazione delle operazioni transfrontaliere a destare preoccupazione. Le eventuali contromisure dei partner commerciali, specificatamente la Cina, non tarderebbero ad arrivare,

²⁸ Si veda BIS Quarterly Review, settembre 2017, pag. 11.

²⁹ L'indice VIX suggerisce il rischio di una correzione in sé, non la sua portata.

scatenando una potenziale guerra commerciale. Inoltre, questo scenario favorirebbe l'apprezzamento del Dollaro annullando gran parte dell'impatto protezionistico dell'imposta. Tuttavia, benché si tratti di uno scenario improbabile, è innegabile che l'amministrazione statunitense stia adottando un approccio più restrittivo. Lo dimostrano le difficoltà dei negoziati NAFTA (di cui parliamo nel Capitolo 3) nonché una serie di misure minori quali, ad esempio, le indagini sulle tariffe dell'acciaio basate su presunte questioni di sicurezza nazionale. È possibile che seguano altre misure, che limiterebbero il commercio e la crescita.

Volatilità del prezzo del petrolio. Il nostro scenario di base prevede un aumento graduale del prezzo del petrolio nel periodo di riferimento. Ciò si basa su un livello di investimenti che consente di soddisfare la domanda di petrolio a medio termine e non prevede scosse nell'andamento della domanda. Se questo livello di investimenti dovesse rivelarsi insufficiente, il prezzo del petrolio potrebbe salire velocemente ed essere esposto a forti oscillazioni a breve termine. Questo perché il mercato ha perso fiducia nei confronti di uno sviluppo graduale. Pertanto, l'economia globale dovrebbe confrontarsi con sempre maggiori oscillazioni del prezzo del petrolio, frenando la crescita dei paesi importatori, tra cui l'Eurozona. La volatilità ostacolerebbe anche gli investimenti nel settore industriale e limiterebbe la capacità di modificare la politica macroeconomica nei paesi esportatori di petrolio. La crescita globale subirebbe un forte impatto.

Rischi geopolitici. Questi rischi sono recentemente aumentati, soprattutto in Medio Oriente e nella penisola coreana. Nel caso del Medio Oriente, l'Arabia Saudita è a capo di un boicottaggio nei confronti del Qatar per presunti legami con l'Iran.

Ciò ha fatto aumentare il rischio di un conflitto armato tra i due rivali nella regione. Questo evento avrebbe un impatto sull'economia globale legato alla produzione di petrolio in Medio Oriente. La conseguente volatilità del prezzo del petrolio peserebbe sul livello di fiducia e frenerebbe la crescita globale (calo degli investimenti e della spesa delle famiglie). L'impatto di un conflitto (limitato e quindi non nucleare) nella penisola coreana avrebbe delle conseguenze prevalentemente a livello regionale, pur favorendo le tensioni tra Stati Uniti e Cina. L'eventuale calo del livello di fiducia, legato ai mercati finanziari, metterebbe sotto pressione la crescita a livello globale. I premi di rischio delle economie emergenti vedrebbero un aumento, riducendo le opportunità di finanziamento per le imprese.

Correzione del mercato finanziario. L'aumento dei prezzi delle azioni all'indomani dell'elezione di Donald Trump è proseguito ed è oggi supportato da dati economici più solidi. Ciò contribuisce ad aumentare la fiducia nei confronti dei prezzi delle azioni e, con l'avvio della stretta monetaria della Fed, di una correzione graduale. Tuttavia, è opinione diffusa che, in un mondo ancora inondato di liquidità, i prezzi delle azioni, e più in generale i prezzi degli attivi, sono saliti in modo eccessivo. Nell'indice VIX non vi è traccia di una futura correzione, mentre l'indice SKEW suggerisce che un'eventuale correzione sarebbe molto ampia e, se è così, avrebbe degli effetti negativi soprattutto qualora la politica della Fed si rivelasse errata. Il danno sarebbe legato al fatto che le imprese e le famiglie potrebbero reagire riducendo le spese. In un momento in cui la domanda globale sta mostrando concreti segnali di ripresa, si tratta di uno scenario da evitare.

Tabella 1.2 Rischi per le prospettive economiche globali

Rischio	Sintomi	Effetti	Probabilità	Impatto
1 Errata politica da parte della Federal Reserve	Turbolenza sul mercato finanziario, contrazione dei flussi di capitale verso le economie emergenti	Difficoltà di accesso al credito per le imprese nelle economie emergenti; problemi nel servizio del debito	moderata	alto
2 Brusco atterraggio della Cina	Instabilità del settore bancario, limitazioni al credito, accelerazione dei deflussi di capitale, pressione sulla valuta	Volatilità del mercato finanziario, ripercussioni sulle economie dipendenti dalle rimesse	bassa/moderata	alto
3 Protezionismo degli USA	Introduzione di barriere al commercio, ad esempio dazi o restrizioni mirate	Forti restrizioni al commercio con gli USA	bassa	alto
4 Volatilità del prezzo del petrolio	Investimenti insufficienti nell'industria petrolifera a fronte di una domanda solida. Pressione sui prezzi delle scorte petrolifere.	Calo della fiducia, soprattutto delle imprese, a causa dell'incertezza. Sviluppi inattesi in termini di inflazione. Calo degli investimenti	bassa	moderato
5 Rischio geopolitico	Aumento delle tensioni in Medio Oriente, in particolare tra Arabia Saudita e Iran e/o nella penisola coreana	Calo della produzione del petrolio e del PIL dei paesi mediorientali, volatilità del prezzo del petrolio, calo della fiducia. Penisola coreana: calo della fiducia, soprattutto a livello regionale	bassa	moderato
6 Correzione del mercato finanziario	Correzione significativa, rapida e sostenuta dei mercati azionari, indipendente dai rischi da 1 a 5	Calo della fiducia, con un impatto sulla spesa. Contrazione del reddito delle famiglie, con un impatto sui consumi.	bassa	moderato

Fonte: Atradius Economic Research

2. Economie avanzate: rischi e prospettive

Tabella 2.1. Crescita reale del PIL (%) – Principali mercati

	2016	2017f	2018f
Eurozona	1,8	2,3	2,0
Stati Uniti	1,5	2,2	2,6
Regno Unito	1,8	1,5	1,5
Giappone	1,0	1,7	1,7

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Solidità economica superiore alle aspettative

La ripresa dell'economia nei mercati avanzati ha proseguito il suo slancio nel corso del 2017 grazie alla domanda interna e all'aumento superiore al previsto della domanda estera. Le revisioni al rialzo sono state particolarmente significative nel caso dell'Eurozona e del Giappone, la cui crescita è stata sorprendente. Le previsioni per quanto riguarda USA e Regno Unito sono sostanzialmente in linea con quanto evidenziato nell'edizione di maggio dell'Economic Outlook.

Restano ancora delle sfide: la maggior parte delle economie avanzate continuano a doversi confrontare con l'inflazione bassa, fatta eccezione per il Regno Unito dove la svalutazione della Sterlina ha fatto salire i prezzi al consumo. Tuttavia, tutti i paesi stanno navigando in acque inesplorate dopo circa un decennio di politica monetaria non convenzionale. Per evitare di mettere a rischio l'attuale ripresa dell'economia, la stretta monetaria sarà un'azione di riequilibrio, ma a circa dieci anni dalla crisi globale del credito, gli strumenti di politica monetaria a disposizione delle banche centrali, per rispondere alla prossima fase di recessione, sono ancora limitati. Gli Stati Uniti stanno iniziando a predisporre questi strumenti, a cui presto seguirà l'Eurozona, mentre Regno Unito e Giappone sono ancora indietro.

La ripresa dell'Eurozona sta accelerando

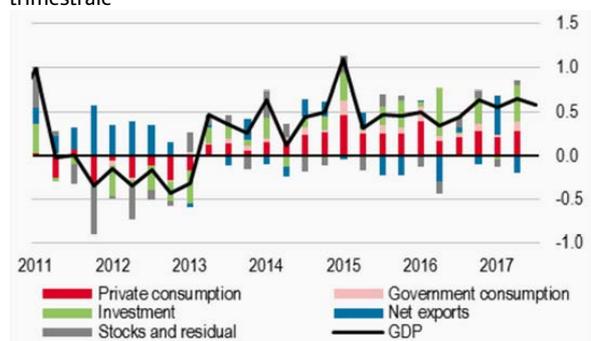
La crescita economica dell'Eurozona continua ad essere sostenuta dalla bassa inflazione, dall'aumento dell'occupazione e dalle condizioni finanziarie favorevoli. Il PIL dovrebbe aumentare del 2,3% quest'anno, un miglioramento significativo rispetto alle previsioni di maggio. Nel 2018, a causa del calo delle esportazioni e della crescita dei consumi, il PIL dovrebbe registrare un aumento più contenuto (2,0%). Nel medio termine, i rischi continuano ad essere al ribasso, considerato che il rischio politico non si è attenuato e la probabilità di una "hard Brexit" sta invece aumentando. Nota positiva dall'ambizioso presidente francese Emmanuel Macron, che sta spingendo per una maggiore integrazione europea che, se correttamente eseguita, potrebbe rafforzare la credibilità economica e politica in seno all'Unione.

L'indicatore del clima economico (ESI) è salito a 114 ad ottobre, il livello più alto dagli inizi del 2000. L'indice PMI dell'Eurozona si è portato a 56,7 a settembre, in salita rispetto al livello già elevato di agosto (55,7). Si tratta di un segnale di solida crescita che dimostra come l'Eurozona stia indubbiamente attraversando una fase di ripresa congiunturale.

Secondo le ultime stime, il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,6% nel terzo trimestre del 2017 rispetto al trimestre precedente. Il dato riferito al PIL del secondo trimestre di quest'anno è stato rivisto al rialzo su base trimestrale (dallo 0,6% allo 0,7%). Più in dettaglio, nel secondo trimestre dell'anno i paesi a più rapida crescita erano Paesi Bassi (+1,5% rispetto al trimestre precedente), Irlanda (+1,4%), Spagna (+0,9%) e Germania (+0,6%), seguiti in coda da Italia (+0,4%) e Portogallo (+0,3%).

2.1 La crescita dell'Eurozona continua ad accelerare

Eurozona: PIL e componenti destagionalizzati, % variazione trimestrale



I fattori che hanno supportato la crescita nel 2016 dovrebbero perdurare anche quest'anno. Rispetto all'edizione di maggio dell'Economic Outlook, tutti i paesi dell'Eurozona hanno registrato un miglioramento delle condizioni economiche, con accelerazione della domanda e aumento della fiducia, e l'economia mondiale sta attraversando una fase di ripresa congiunturale. D'altro

canto, l'apprezzamento dell'Euro sta lentamente trasformandosi in un ostacolo alla crescita. Nel 2017 si prevede che i paesi a più rapida crescita nell'Eurozona saranno l'Irlanda (4,1%), la Spagna (3,1%) e i Paesi Bassi (3,1%). La crescita in questi Stati Membri è sostenuta dalla domanda interna, dalla ripresa del mercato immobiliare e dal miglioramento delle condizioni finanziarie. Le condizioni sul mercato interno stanno migliorando anche in Italia e Grecia, anche se con tassi di crescita del PIL inferiori rispetto agli altri paesi dell'Eurozona (rispettivamente 1,6% e 1,1%).

Tabella 2.2. Crescita reale del PIL (%) - Eurozona

	2016	2017f	2018f
Austria	1,5	2,9	2,2
Belgio	1,5	1,7	1,5
Francia	1,1	1,8	1,8
Germania	1,9	2,2	2,1
Grecia	0,0	1,1	2,4
Irlanda	5,1	4,1	2,5
Italia	1,1	1,6	1,4
Paesi Bassi	2,1	3,1	2,1
Portogallo	1,5	2,7	2,2
Spagna	3,3	3,1	2,6
Area Euro	1,8	2,3	2,0

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Il contesto esterno sta migliorando

La crescita economica dell'Eurozona continua ad essere sostenuta dalla bassa inflazione, dall'aumento dell'occupazione e dalle condizioni finanziarie favorevoli. Il PIL dovrebbe aumentare del 2,3% quest'anno, un miglioramento significativo rispetto alle previsioni di maggio. Nel 2018, a causa del calo delle esportazioni e della crescita dei consumi, il PIL dovrebbe registrare un aumento più contenuto (2,0%). L'espansione della produzione a livello mondiale dovrebbe aumentare nel 2017 rispetto allo scorso anno e contribuirà a sostenere questo tasso di crescita nel 2018, come evidenziato nel capitolo precedente. La crescita dell'export dell'Eurozona sta beneficiando della ripresa congiunturale del commercio internazionale, anche se limitata dal tasso di cambio reale effettivo. Il tasso di cambio ponderato è cresciuto del 5,1% dallo scorso mese di aprile e non dovrebbe tornare a scendere in modo significativo: ciò significa che il cambio dell'Euro dovrebbe mantenersi intorno a 1,20 rispetto al Dollaro statunitense.

Nonostante l'apprezzamento dell'Euro, la crescita dell'export dovrebbe aumentare del 4,5% quest'anno rispetto al 3,2% nel 2016. Tuttavia, alla luce del rallentamento del commercio globale nel secondo semestre del 2017 e nel 2018 e degli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'Euro, il prossimo anno la crescita dell'export dovrebbe rallentare al 3,5%. I rischi in questo caso sono più equilibrati nel breve termine, ma tendono al ribasso nel medio termine. È soprattutto l'incertezza politica a rappresentare un rischio al ribasso per l'Eurozona. I timori legati all'ondata di vittoria dei partiti populistici si sono attenuati dopo le elezioni in Olanda e in Francia. Le elezioni in Italia, previste all'inizio

del 2018, continuano a rappresentare un rischio dato che il partito euroscettico dei 5 Stelle (M5S) è dato al 30% e potrebbe, almeno in teoria, formare una coalizione di maggioranza con altri partiti euroscettici. Allo stesso tempo, l'incertezza politica è aumentata in Spagna, a seguito del referendum sull'indipendenza della Catalogna, ma il nostro scenario di base è stabile e prevede un impatto limitato sulla crescita del PIL.

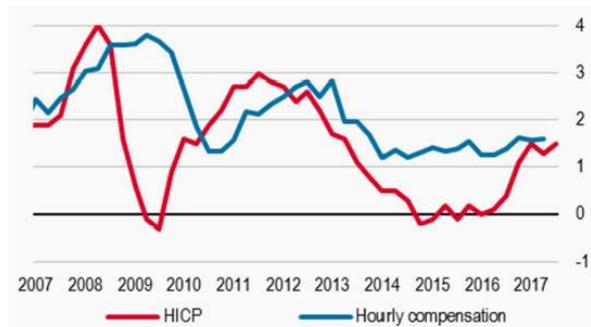
A medio termine, una "hard Brexit" potrebbe frenare la ripresa dell'Eurozona, anche se pensiamo che il suo impatto non dovrebbe essere sopravvalutato, come evidenziato nell'Economic Outlook di novembre 2016. I negoziati tra l'UE e il Regno Unito sono stati finora deludenti e sembrano in una fase di stallo³⁰: manca infatti l'accordo su alcuni temi critici quali i costi legati al "divorzio" dall'UE e i diritti dei cittadini europei residenti nel Regno Unito.

Accelerazione della domanda interna

La domanda interna resta il principale motore di crescita nel 2017. I dati relativi al secondo trimestre mostrano un rafforzamento della spesa delle famiglie e degli investimenti. La crescita dei consumi privati è favorita dall'aumento dell'occupazione, dall'inflazione bassa e dagli indicatori di fiducia positivi. Il mercato del lavoro ha accelerato nella prima metà del 2017 rispetto al 2016. Il tasso di inflazione sarà più alto nel 2017 rispetto allo scorso anno grazie all'aumento dei prezzi dell'energia. L'aumento del tasso di inflazione frena la crescita del reddito reale disponibile: ciò significa che i consumi dovrebbero rallentare negli ultimi mesi dell'anno e nel 2018, quando l'espansione più moderata dell'occupazione determinerà condizioni meno favorevoli per la crescita dei consumi. Negli ultimi quattro mesi, mentre l'inflazione oscillava tra l'1,3% e l'1,9%, l'inflazione di fondo si manteneva relativamente stabile, intorno all'1,2%. Le maggiori pressioni inflazionistiche, dovute all'aumento dei prezzi dell'energia, alla moderata crescita dei salari nel secondo trimestre e ai livelli elevati di fiducia, non saranno sufficienti a spingere il tasso di inflazione verso l'obiettivo del 2%. Prevediamo un tasso di inflazione dell'1,4% quest'anno e dell'1,2% nel 2018.

2.2 Crescita dell'inflazione e dei salari nell'Eurozona

Inflazione IAPC e retribuzione per dipendente, % anno su anno



La crescita dei salari è ancora modesta e non dovrebbe

³⁰ Brexit Talks Hit Deadlock as Both Sides Prepare for Cliff Edge, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-12/barnier-chides-talks-deadlock-as-cliff-edge-brexit-inches-closer> (12 ottobre 2017).

favorire una pressione inflazionistica significativa nel breve termine e questo per una serie di ragioni. Nonostante il calo della disoccupazione nell'Eurozona, il mercato del lavoro è ancora estremamente fragile. Il tasso di disoccupazione ancora elevato, il sottoutilizzo della forza lavoro e il potenziale di manodopera aggiuntiva contribuiscono a ridurre le pressioni in termini di contrattazioni salariali.³¹ Anche la relazione tra tasso di disoccupazione e tasso di inflazione sembra essere meno forte rispetto al passato³². Le spiegazioni possibili sono diverse, tra cui la debole crescita della produttività, l'aumento degli incentivi per offrire ai disoccupati migliori possibilità di trovare un lavoro e la revoca del meccanismo di indicizzazione automatica dei salari in alcuni paesi.

Come già evidenziato nel Capitolo 1, lo scorso ottobre la BCE ha annunciato l'intenzione di ridurre il volume mensile di acquisti di attivi portandolo dagli attuali 60 miliardi di Euro a 30 miliardi da gennaio 2018 in poi. L'acquisto di attivi proseguirà fino alla fine di settembre 2018, o più a lungo se necessario, per raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2%. La decisione di mantenere l'attuale programma di acquisto di attivi (APP), riducendone però la quantità, rappresenta una mossa più cauta del previsto. La BCE sembra ancora guardare con preoccupazione ai modesti livelli di inflazione e all'impatto negativo del recente apprezzamento dell'Euro sull'inflazione. Tuttavia, la BCE subisce anche la pressione legata alla scarsità di titoli di debito del settore pubblico, idonei per l'acquisto ai sensi dell'APP. In particolare, vi è una mancanza di titoli di Stato tedeschi.³³ Pertanto, l'aumento dei tassi di interesse non è previsto prima del 2019.

La crescita degli investimenti ha visto un aumento significativo nel 2016 (+4,3% rispetto all'anno precedente). I dati relativi al secondo trimestre del 2017 confermano questo andamento positivo che dovrebbe proseguire fino alla fine dell'anno, alla luce dell'aumento della redditività delle imprese, dell'elevato livello di fiducia e delle condizioni di finanziamento favorevoli. Il tasso di utilizzo degli impianti sta mostrando un solido miglioramento e ha toccato l'83,2% nel terzo trimestre di quest'anno. Anche i prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie hanno registrato un miglioramento nel primo semestre del 2017. La crescita totale degli investimenti fissi dovrebbe salire al 2,6% quest'anno, per poi accelerare al 3,1% nel 2018. Tuttavia, alcune questioni strutturali, tra cui la bassa crescita della produttività e la riduzione della leva finanziaria (*deleveraging*), potrebbero ostacolare una crescita più sostenuta degli investimenti.

³¹ BCE ed Eurostat hanno definito un tasso di "disoccupazione complessiva" che prende in considerazione i sottoccupati (dipendenti part-time che vorrebbero aumentare l'orario di lavoro) e la potenziale manodopera aggiuntiva (persone che cercano lavoro ma non lo trovano e persone abili al lavoro ma che non lo cercano).

³² Questa relazione è conosciuta come la Curva di Phillips, dal nome dell'economista neozelandese William Phillips, e descrive la relazione a breve termine tra tasso di disoccupazione e tasso di inflazione. Si tratta di una relazione inversa: un aumento dell'inflazione, ad esempio attraverso la politica monetaria, determina un decremento della disoccupazione.

³³ "The ECB's 2018 Scarcity Constraint", Global Macro Views, Institute of International Finance, 15 giugno 2017.

Anche il settore bancario mostra alcune debolezze strutturali: le banche dell'Eurozona continuano a soffrire per l'eccesso di capacità, la quota elevata di prestiti in sofferenza e modelli imprenditoriali inadeguati. Nonostante il ritorno alla crescita, l'Italia resta sotto osservazione a causa del livello elevato di prestiti in sofferenza, dovuto alla prolungata crisi del settore immobiliare. La debolezza dei bilanci delle banche implica che il canale di trasmissione monetaria non sta lavorando in modo ottimale: infatti, la debolezza patrimoniale delle banche limita la concessione di nuovi prestiti pur in presenza di tassi di interesse bassi. È anche per questo che i prestiti bancari, benché in aumento, stanno crescendo a un ritmo più lento rispetto al periodo pre crisi.

Box 1: Un'Eurozona più integrata

Forte del contesto favorevole dovuto alla ripresa congiunturale nell'Eurozona, e approfittando dello slancio dei primi mesi del suo mandato, Emmanuel Macron sta cercando di riavviare il dibattito sulla maggiore integrazione dell'Eurozona. In un recente discorso alla Sorbona di Parigi, Macron ha invitato l'UE a contrastare l'evasione fiscale delle multinazionali e penalizzare gli stati membri che fissano aliquote d'imposta sulle società troppo basse. Tutto ciò sarebbe accompagnato da una revisione del quadro istituzionale, tra cui un ridimensionamento della Commissione Europea e la creazione di liste paneuropee di candidati per le elezioni parlamentari del 2019. Le sue proposte ricalcano alcune delle idee espresse da Jean-Claude Juncker nel suo discorso sullo stato dell'Unione, in cui auspicava anche un rafforzamento dei poteri dell'UE in materia di bilancio, istituzioni e competenze in aree quali la politica fiscale e la politica estera. Anche Macron auspica un'Europa "a più velocità" con una maggiore integrazione tra i paesi del blocco dell'Eurozona. Nel lungo termine, il neo-presidente francese sembra intenzionato a trovare un accordo con la Germania volto a ripristinare la credibilità della Francia agli occhi dei tedeschi, attraverso il contenimento del deficit di bilancio e la riforma dell'economia e, in cambio, ottenere l'appoggio della Germania per aumentare l'integrazione dell'Eurozona, con una maggiore convergenza fiscale e investimenti condivisi, una sorta di bilancio comune, un ministro delle finanze e un parlamento.

L'ulteriore integrazione dell'Eurozona potrebbe anche includere il completamento dell'unione bancaria, che ad oggi non prevede sostegno fiscale per il salvataggio delle banche in difficoltà, e un sistema comune di garanzia dei depositi. L'Europa deve anche trasformare il suo Fondo salva-Stati, il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), in un Fondo Monetario Europeo con maggiore capacità di contrarre prestiti e di aumentare le sottoscrizioni di capitale. Questo Fondo Monetario Europeo potrebbe sostituirsi alla BCE e alla Commissione Europea nella negoziazione dei termini dei programmi di finanziamento con i governi.

È difficile dire se questa visione di un'Eurozona più integrata potrà mai diventare realtà. I partiti euroscettici di destra hanno generalmente rafforzato la loro posizione all'interno dei parlamenti nazionali dei paesi in cui quest'anno si sono tenute le elezioni, limitando il margine di manovra in questa direzione. In Germania, l'Alternative für Deutschland (AFD) ha ottenuto il 13% dei consensi ed è entrato per la prima volta in parlamento. Inoltre, la posizione del CDU/CSU di Angela Merkel si è indebolita e la Cancelliera è destinata a governare con i Verdi e il Partito Liberale Democratico (FDP), quest'ultimo moderatamente euroscettico e contrario ai trasferimenti fiscali e al bilancio comune dell'Eurozona. In Austria e nei Paesi Bassi, i partiti di destra FPÖ e PVV hanno guadagnato posizioni rispetto alle elezioni precedenti, sarà quindi più difficile per i partiti di centro perseguire una maggiore integrazione dell'Eurozona.

2.3 Prestiti in sofferenza

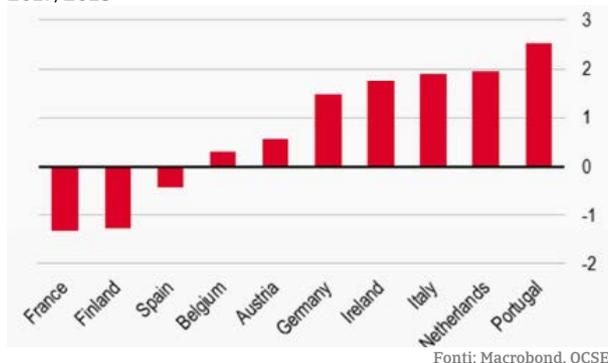
Prestiti in sofferenza sul totale dei prestiti, % trimestrale



In presenza di debolezze strutturali e di una politica monetaria obbligata, il sostegno fiscale può rappresentare uno strumento utile di supporto alla crescita. Il saldo primario delle amministrazioni pubbliche è un modo per misurare la posizione fiscale di un paese in quanto misura il saldo di bilancio prima del pagamento degli interessi. Dopo che negli anni successivi alla crisi finanziaria la maggior parte dei saldi primari erano in negativo, le posizioni fiscali sono generalmente migliorate. Nel 2017/2018 i governi della maggior parte dei principali paesi dell'Eurozona registreranno un avanzo primario. Nel caso di Belgio, Austria, Irlanda, Italia e Portogallo, i pagamenti degli interessi sono superiori all'avanzo primario. Tuttavia, Paesi Bassi e Germania registrano un avanzo sia prima che dopo il pagamento degli interessi e possono quindi fare di più per supportare la crescita dell'Eurozona, ad esempio intensificando gli investimenti produttivi in infrastrutture, istruzione e Ricerca e Sviluppo. I paesi le cui economie sono particolarmente deboli, quali Spagna e Italia, potrebbero beneficiare delle ripercussioni positive di questi investimenti.

2.4 Posizione fiscale nei paesi dell'Eurozona

Saldo primario amministrazioni pubbliche (% del PIL), media 2017/2018



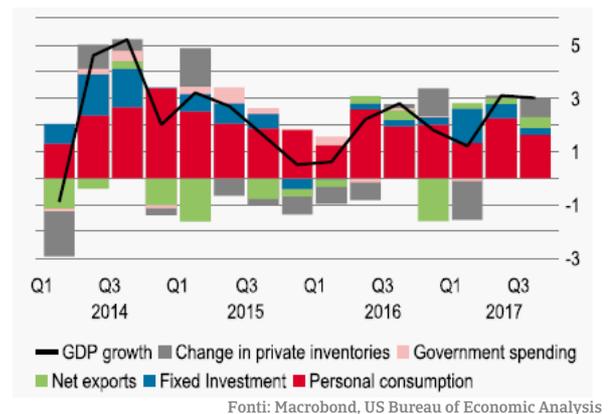
L'economia degli USA è sulla strada giusta

L'economia statunitense sta attraversando l'ottavo anno di ripresa e continua ad accelerare. Tuttavia, l'inflazione ostinatamente bassa ha frenato la Federal Reserve dall'aumentare i tassi di interesse più velocemente per prepararsi ad affrontare la recessione di questo ciclo

economico. Nella prima metà del 2017 il PIL è cresciuto del 2,1% e dovrebbe chiudere l'anno al 2,2%. Dopo la crescita deludente dello scorso anno (1,5%), gli Stati Uniti stanno beneficiando della fase di espansione a livello globale, in particolare della ripresa di esportazioni e investimenti.

2.5 Gli investimenti stimolano la crescita degli USA nel 2017

Contributi trimestrali alla crescita del PIL (% variazione anno su anno)



Gli investimenti hanno visto un aumento significativo nel primo trimestre e hanno continuato a dare il loro contributo nel corso dell'anno. Tuttavia, una parte è da attribuire alla ripresa degli investimenti nel settore del petrolio/gas. In risposta all'aumento dei prezzi del petrolio, le imprese del settore energetico statunitense hanno rimesso in moto gli impianti. Circa un terzo delle attività di raffinazione è concentrato in Texas e Louisiana, due degli stati colpiti dai recenti uragani: è probabile quindi che le opere di ripristino degli impianti daranno un impulso agli investimenti nei prossimi mesi. Anche il settore non petrolifero ha fatto registrare una ripresa degli investimenti; tuttavia, la crescita moderata registrata nel primo e secondo trimestre suggerisce che il livello di fiducia delle imprese non è ancora abbastanza elevato da giustificare una forte impennata degli investimenti.

Le esportazioni nette hanno visto una sorprendente tendenza al rialzo nel 2017 grazie soprattutto alla solida domanda di export e al calo della domanda di import in un contesto di debolezza del Dollaro statunitense. Rispetto ai valori storici il Dollaro resta forte, ma si è indebolito nel corso del 2017 a causa dell'incertezza politica e della forza dell'Euro sostenuta da un ritmo di crescita più elevato. Prevediamo che il Dollaro eserciterà una pressione al ribasso sulle esportazioni nette nel 2018 a causa dell'inasprimento della politica monetaria da parte della Fed.

La spesa al consumo, che rappresenta oltre due terzi dell'economia statunitense, continua ad essere il motore principale di crescita. Nonostante il rallentamento della crescita del reddito reale, l'irrigidimento del mercato del lavoro sta continuando a sostenere la spesa e il livello di fiducia. Le prospettive per i consumi privati restano solide, sostenute dalla crescita moderata del reddito reale, dal calo della disoccupazione e dall'accesso al credito a condizioni favorevoli.

L'incertezza politica continua a rappresentare un rischio al ribasso, oppure al rialzo

La crescita del 2,2% nel 2017 è ben al di sotto dell'obiettivo ambizioso del 3% che avrebbe dovuto essere in gran parte sostenuto dagli stimoli fiscali. Ad oggi, l'amministrazione Trump non è stata in grado di approvare una legislazione in materia di sanità né di riforma fiscale. Tuttavia, lo scorso settembre il Presidente Trump ha annunciato la più grande riforma fiscale degli ultimi 30 anni che prevede la riduzione delle aliquote d'imposta sulle società e la semplificazione del Codice generale delle imposte. L'attuale proposta costerebbe circa 1.500 miliardi di Dollari nei prossimi dieci anni, ma non fornisce dettagli in merito al suo finanziamento. È quindi probabile che al Congresso sarà presentata una versione molto annacquata della proposta. Va detto però che le maggiori probabilità di una riforma fiscale rappresentano un rischio al rialzo per quanto riguarda la nostra previsione di crescita del PIL del 2,6% nel 2018.

D'altro canto, come abbiamo visto nel Capitolo 1, la politica commerciale si conferma un forte rischio al ribasso per le prospettive degli Stati Uniti e a livello globale. Per il momento, l'approccio dell'amministrazione Trump non è stato particolarmente radicale: l'uscita dal TPP e la rottamazione del TTIP erano ampiamente previsti e non modificano gli attuali regimi commerciali. Nell'ultima edizione del nostro Outlook avevamo concluso che la dipendenza di alcuni importanti segmenti dell'economia dalle catene di fornitura nordamericane avrebbe garantito un approccio pragmatico alle rinegoziazioni del NAFTA. La situazione si è però aggravata di fronte alle rigide richieste di "America first" che hanno di fatto bloccato i negoziati lo scorso ottobre. Poiché molti (ma non tutti) Repubblicani nel Congresso sono contrari al ritiro dall'accordo, è probabile che si avrà un ulteriore deterioramento dei rapporti tra il Presidente e i suoi legislatori. Ciò avverrebbe inoltre in un momento in cui il Presidente e il Congresso hanno disperatamente bisogno di una politica interna "vincente" in vista delle elezioni di metà mandato di novembre. Questo asso nella manica potrebbe assumere la forma di tagli fiscali. I legislatori hanno già affermato che non sosterranno questi tagli nel caso in cui il Presidente Trump decida di ritirarsi dal NAFTA. Ciò riduce le probabilità di un crollo del NAFTA e tuttavia, data l'imprevedibilità di Trump, il risultato potrebbe anche essere diverso.

Normalizzazione monetaria finora indolore

La Federal Reserve continua a muoversi con molta cautela nel suo percorso di normalizzazione monetaria: il processo è stato finora graduale e comunicato in modo chiaro e non sta avendo effetti particolarmente significativi sulla crescita del PIL. Ciò appare evidente nell'indice delle condizioni finanziarie nazionali della "Chicago Fed", che in media è intorno allo zero con una deviazione standard di uno (i valori positivi suggeriscono condizioni più rigide rispetto alla media e i valori negativi condizioni più favorevoli). In linea generale, le condizioni finanziarie nazionali si sono allentate a partire dal momento in cui la Fed ha iniziato il processo di riduzione a dicembre 2015. Questo trend offrirà alla Fed la fiducia necessaria per proseguire nel suo percorso di

normalizzazione nonostante i dati di inflazione ancora bassi.

2.6 Continua l'allentamento delle condizioni finanziarie negli USA

Indice delle condizioni finanziarie nazionali (NFCI) rispetto al tasso di riferimento della Federal Reserve



Fonti: Macrobond.

La Fed ha un duplice obiettivo: la disoccupazione e il tasso di inflazione. Mentre i dati relativi al mercato del lavoro sono solidi, l'inflazione continua a registrare risultati deludenti. Lo scorso settembre l'inflazione primaria, intesa come crescita annua dell'indice dei prezzi al consumo inclusi i prezzi dei beni alimentari e dell'energia, ha nuovamente superato l'obiettivo del 2% fissato dalla Fed: il balzo al 2,2% è tuttavia da attribuire all'aumento del 6,1% dei prezzi dell'energia legato agli uragani Harvey e Irma.

2.7 L'inflazione primaria è solo una parte del quadro generale

Inflazione primaria rispetto all'indice preferito dalla Fed



Fonti: Macrobond.

D'altro canto, per monitorare l'andamento dell'inflazione la Federal Reserve preferisce l'indice delle spese per i consumi personali (PCE), che resta contenuto e persino in calo. Pertanto, le pressioni sottostanti sui prezzi si confermano deboli. Ciò può essere in parte spiegato da alcuni fattori temporanei nei prezzi dei farmaci da prescrizione e della telefonia mobile, mentre altri fattori al ribasso, tra cui la forza del Dollaro e i prezzi bassi del petrolio, sembrano in attenuazione. La Fed potrebbe obiettare che la natura transitoria dell'attuale tasso di inflazione dovrebbe continuare ad attenuarsi, spingendo l'inflazione verso l'obiettivo nei prossimi mesi, in gran parte grazie all'aumento delle pressioni sui prezzi legate all'irrigidimento del mercato del lavoro.

Tuttavia, come evidenziato nel Capitolo 1, l'irrigidimento del mercato del lavoro non si sta traducendo in un aumento dei prezzi. Le prospettive sembrano comunque migliorare: la disoccupazione si mantiene bassa al 4,1% anche se a ottobre la crescita dei salari è scesa al 2,4%

rispetto al 2,8% di settembre. Tuttavia, il tasso di disoccupazione degli Stati Uniti, che prende in considerazione anche i lavoratori che non cercano più un lavoro e i dipendenti part-time che vorrebbero aumentare le ore lavorate, è migliorato scendendo al 7,9% rispetto all'8,3% nel mese precedente. Si tratta di una chiara indicazione di un probabile aumento delle pressioni sui salari benché il mercato del lavoro presenti ancora dei punti di debolezza. Ad esempio, il tasso di partecipazione della forza lavoro si mantiene relativamente basso al 62,7% dopo che a settembre aveva toccato il 63% per la prima volta da marzo 2014. Anche i cosiddetti "lavoratori scoraggiati", ossia coloro che vorrebbero lavorare ma hanno rinunciato a cercare un'occupazione, sono un chiaro segnale di debolezza. Ciò continuerà a frenare l'inflazione mantenendo l'indice PCE intorno all'1,6% quest'anno e all'1,7% nel 2018.

Un altro anno favorevole nel 2018 di cui si dovrebbe approfittare

Il vantaggio di un contesto inflazionistico contenuto è rappresentato dal fatto che il rischio di un surriscaldamento dell'economia appare oggi ridotto rispetto all'ultima edizione del nostro Outlook. Date anche le prospettive meno favorevoli per quanto riguarda gli stimoli fiscali, sembra poco probabile che la Fed procederà ad aumentare più rapidamente i tassi in modo da rispettare il suo obiettivo di inflazione. Gli Stati Uniti non hanno ancora raggiunto l'obiettivo della piena occupazione e vi sono quindi dei margini di miglioramento nel 2017 e 2018. Grazie alla solida crescita del PIL del 2,4% il prossimo anno, il mercato del lavoro dovrebbe continuare a consentire il rientro dei lavoratori scoraggiati. Per questo motivo crediamo che la recessione dell'attuale ciclo economico, che sta attraversando una fase di espansione da quasi otto anni, dovrebbe essere ulteriormente rimandata. Benché sia difficile stabilire il momento esatto della prossima fase di recessione negli USA, riteniamo improbabile che si verificherà nel periodo di riferimento di questo Outlook. Le condizioni finanziarie delle imprese e famiglie statunitensi restano favorevoli e il livello di fiducia è elevato. Le prospettive per il 2018 sono solide ed è evidente che la Fed non sarà frenata dal mancato obiettivo del tasso di inflazione. La Fed ha finora aumentato i tassi quattro volte, nonostante il tasso di inflazione basso, e ha avviato la riduzione del suo bilancio ad ottobre. A dicembre la Fed dovrebbe aumentare i tassi per la terza volta quest'anno, portandoli dall'1,25% all'1,50%. Prevediamo che la Fed continuerà ad aumentare gradualmente i tassi di interesse (almeno due volte nel 2018). È essenziale che la Fed approfitti di questo momento per aumentare i tassi di interesse in modo da garantire la disponibilità degli strumenti necessari per stabilizzare l'economia degli USA quando inizierà la prossima fase di recessione.

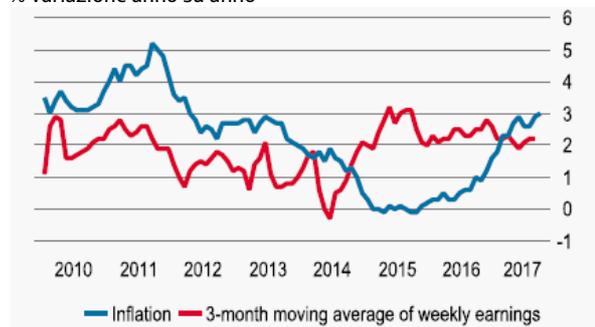
Regno Unito: la crescita continua, ma più lentamente

Nel 2017 l'economia britannica ha registrato una performance migliore del previsto, a dimostrazione della solidità intrinseca dell'economia interna. La crescita del PIL ha visto un aumento modesto dell'1,5% nel secondo e terzo trimestre di quest'anno. Quasi tutta la crescita deriva dai consumi piuttosto che dalle esportazioni o dagli investimenti delle imprese. La ripresa dell'economia globale, soprattutto nell'Eurozona, dovrebbe fornire uno stimolo all'export, grazie anche al forte deprezzamento della Sterlina. Tuttavia, l'economia britannica è fortemente dipendente dai consumi e il calo del livello di fiducia di imprese e famiglie dovuto all'incertezza pesa assai più dei vantaggi esterni.

Nonostante l'incertezza politica, il mercato del lavoro britannico ha continuato a rafforzarsi: il tasso di disoccupazione è sceso al 4,3% a giugno di quest'anno, il dato più basso dal 1975. Ciò ha favorito i consumi privati nonostante l'inflazione crescente. A partire da febbraio i prezzi hanno iniziato a salire più rapidamente dei salari. L'inflazione su base mensile si è attestata in media al 2,5% nei primi mesi del 2017 rispetto a un aumento mensile dei salari del 2,1%. Benché i consumatori avessero inizialmente mostrato una certa elasticità, le famiglie hanno iniziato a tagliare le spese. È improbabile che i consumi privati potranno continuare a sostenere la crescita se non ricorrendo a maggiori prelievi sui risparmi o alla sottoscrizione di nuovi prestiti. Inoltre, la rapida espansione del credito al consumo registrata quest'anno non dovrebbe proseguire, soprattutto se consideriamo la più recente rilevazione sul credito bancario della Bank of England che sottolinea la probabilità di un minor accesso al credito per le famiglie nel prossimo trimestre.

2.8 Contrazione dei redditi reali nel Regno Unito

% variazione anno su anno



Fonti: Macrobond, Istituto Statistico britannico (ONS)

Con l'avvio del programma di riduzione del QE nell'Eurozona e di normalizzazione monetaria negli USA, anche la Bank of England (BoE) sta valutando l'inasprimento della politica monetaria. Nella sua riunione di novembre, il Comitato per la politica monetaria della BoE ha aumentato i tassi di interesse per la prima volta in oltre dieci anni. Tuttavia, a differenza degli USA e dell'Eurozona, la stretta monetaria nel Regno Unito non è dovuta a un contesto

di solidità economica, bensì ai timori legati al tasso di inflazione costantemente elevato. L'inflazione primaria è favorita dalla debolezza della Sterlina, che dovrebbe comunque attenuarsi nel periodo di riferimento, ma vi sono anche pressioni interne legate alla crescita potenziale più debole che potrebbe mantenere alta l'inflazione. Gli effetti della Brexit su immigrazione, commercio e investimenti, uniti a una crescita della produttività molto bassa dall'inizio della crisi, suggeriscono che la crescita potenziale del PIL britannico sarà inferiore rispetto al passato, come sottolineato dal Governatore della BoE Mark Carney. Questo significa che serve un tasso di crescita più basso per contenere l'inflazione.

La crescita della produttività nel Regno Unito è rimasta ferma intorno all'1% negli ultimi dieci anni. Il problema è accentuato dall'incertezza legata alla Brexit, che sta già determinando un calo della migrazione netta e degli investimenti (inclusi gli IDE) e che rappresenta un rischio al ribasso per il PIL potenziale. I rischi legati al calo della manodopera in un contesto di disoccupazione molto bassa, nonostante qualche debole segnale di una ripresa della crescita dei salari, giustificano l'aumento dei tassi di interesse a novembre. Tuttavia, si tratterà di un'azione di riequilibrio per evitare di mettere a rischio l'attività economica e l'occupazione.

Questo lieve aumento degli oneri finanziari non dovrebbe avere un effetto destabilizzante e resterà probabilmente un caso isolato. La crescita nel 2018 dovrebbe essere sostenuta dalla domanda estera, ma i tassi di interesse più alti comportano il rischio di un'ulteriore flessione degli investimenti, già sotto pressione a causa del clima di incertezza. I fattori trainanti dell'inflazione dovrebbero confermarsi limitati (in media, l'1,8% nel periodo di riferimento).

L'Asia più avanzata raccoglie i frutti della ripresa del commercio

Il ritmo di crescita del Giappone sta aumentando più del previsto grazie al rafforzamento della domanda estera e alla politica fiscale favorevole. Sembra che alcuni dei benefici dell'*Abenomics* [la politica economica varata dal Primo Ministro giapponese Shinzō Abe] stiano avendo un effetto sull'economia, come dimostrano il rafforzamento del mercato del lavoro e la crescita del credito alle società non finanziarie, sostenendo la domanda interna.

L'aumento dell'attività interna ha favorito la crescita dell'inflazione che ha toccato lo 0,7% ad agosto, il livello più alto degli ultimi due anni. Questa tendenza dovrebbe proseguire, in parte grazie all'aumento dei prezzi del petrolio e alla debolezza dello Yen; tuttavia, la crescita modesta dei salari dovrebbe frenare l'inflazione, che si porterà soltanto allo 0,4% quest'anno e allo 0,6% nel 2018. Data l'inflazione ben al di sotto dell'obiettivo del 2%, la Bank of Japan (BoJ) manterrà la sua politica monetaria ultra-espansiva con tassi di interesse negativi.

La crescita del PIL dovrebbe mantenersi stabile all'1,7%

sostenuta dalla domanda interna, ma limitata, tuttavia, dalle carenze sul mercato del lavoro e dal rallentamento della domanda di import da parte della Cina.

stimolo all'export, grazie anche al forte deprezzamento della Sterlina

Tabella 2.3. Crescita reale del PIL (%) – Asia

	2016	2017f	2018f
Giappone	1,0	1,7	1,7
Honk Hong	2,0	3,6	2,5
Singapore	2,0	3,0	2,8
Corea del Sud	2,8	3,3	3,0
Taiwan	1,5	2,7	2,7

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Le prospettive economiche di altri paesi avanzati nella regione Asia-Pacifico sono altrettanto positive. Quest'anno, la ripresa del commercio globale e la domanda di import superiore al previsto da parte della Cina stanno favorendo la crescita del PIL di Corea, Hong Kong, Taiwan e Singapore. Questa tendenza dovrebbe tuttavia registrare un lieve rallentamento nel 2018 sempre a causa del calo della domanda cinese di import. Alcuni sviluppi locali avranno ugualmente un impatto sulle prospettive di crescita per il prossimo anno. Il livello elevato di debito del settore privato nella Corea del Sud continuerà a limitare la crescita dei consumi. A Hong Kong, il previsto calo dei prezzi delle case dovuto all'aumento dei tassi di interesse potrebbe frenare i consumi privati e gli investimenti delle imprese. Per quanto riguarda Singapore, lo slancio registrato quest'anno dovrebbe attenuarsi a causa del raffreddamento della domanda di import della Cina, mentre la domanda interna dovrebbe essere frenata dal calo dell'edilizia residenziale. Taiwan potrebbe rappresentare un'eccezione in questo gruppo, con una crescita moderatamente più elevata il prossimo anno. Un'inversione di tendenza per quanto riguarda gli investimenti nel settore dell'high-tech e un mercato del lavoro relativamente stabile potrebbero sostenere la fiducia e la spesa dei consumatori, fornendo stimoli sufficienti a compensare la debolezza della domanda estera.

3. Economie emergenti: rischi e prospettive

Tabella 3.1. Crescita reale del PIL (%) – Mercati emergenti

	2016	2017f	2018f
Africa Sub Sahariana	0,8	2,3	3,2
Asia Emergente	6,0	6,0	5,9
Europa orientale	1,3	3,1	2,7
America Latina	-1,5	1,1	2,5
MENA	4,2	2,2	3,3
Mercati Emergenti	3,6	4,4	4,7

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Il momento è positivo, ma con andamenti divergenti

La ripresa economica nei mercati emergenti e in via di sviluppo si sta consolidando grazie alla crescita del commercio globale, alla modesta ripresa dei prezzi delle materie prime, alle condizioni finanziarie esterne ancora favorevoli e alle politiche di sostegno in alcuni dei principali mercati.

Questo quadro generale evidenzia tuttavia andamenti divergenti tra le diverse regioni. La crescita si sta consolidando in America Latina, Europa orientale e Africa Sub Sahariana ed i principali paesi in queste regioni stanno uscendo dalla recessione. Nel frattempo, la crescita economica si sta stabilizzando nell'Asia Emergente, mentre l'area MENA sta registrando un temporaneo rallentamento. Anche in futuro dovrebbe proseguire questo andamento divergente. Tuttavia, mentre la ripresa in America Latina e Africa Sub Sahariana dovrebbe acquistare slancio e l'area MENA dovrebbe tornare a crescere nel 2018, Europa orientale e Asia vedranno un rallentamento, quest'ultima a causa della strategia di deleveraging della Cina.

Le principali sfide per le economie emergenti sono rappresentate dal ritmo più sostenuto della politica di normalizzazione monetaria degli Stati Uniti e dal rallentamento più marcato dell'economia cinese rispetto a quanto previsto nel nostro scenario di base. Rispetto a pochi anni fa, molti paesi sono oggi in una posizione migliore, in grado di affrontare eventuali scosse, e con minori vulnerabilità esterne. Tuttavia, per i paesi che hanno esigenze elevate di finanziamento esterno, riserve monetarie insufficienti e tassi di cambio fissi non è il momento di festeggiare.

Asia Emergente: la politica della Fed non è più così importante come in passato

In un mondo che mostra un favorevole sviluppo economico, l'Asia Emergente rimane la regione con la performance migliore. I tassi di crescita economica sono i più elevati e, se è vero il nostro scenario di base, continueranno ad esserlo nel prossimo futuro. Tuttavia, vi sono alcuni rischi al ribasso da non sottovalutare. La stretta monetaria della Fed, a cui seguirà in un secondo momento anche la BCE, è il rischio più probabile, ma non è la principale minaccia per la maggior parte dei paesi della regione. Il rischio più grave per la regione, ma non il più probabile, viene dall'interno, ossia la strada insidiosa che deve percorrere la Cina per riequilibrare la sua economia.

Tabella 3.2. Crescita reale del PIL (%) – Asia emergente

	2016	2017f	2018f
Cambogia	7,0	7,1	7,1
Cina	6,7	6,8	6,4
India	7,9	6,5	7,5
Indonesia	5,0	5,1	5,3
Laos	7,0	6,7	6,6
Malesia	4,2	5,6	4,8
Filippine	6,9	6,5	6,1
Thailandia	3,2	3,9	3,2
Vietnam	6,2	6,8	6,4
Asia Emergente	6,0	6,0	5,9

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

La stretta monetaria della Fed rappresenta una complicazione piuttosto che un rischio

Asia e Stati Uniti sono tradizionalmente molto legati. I flussi commerciali che attraversano il Pacifico, nonché i flussi di capitale nei canali finanziari, sono enormi. È per questo che l'andamento dei tassi di interesse negli USA, e quindi la politica monetaria della Fed, sono importanti dal punto di vista delle prospettive delle economie emergenti dell'Asia. È innegabile che la normalizzazione della politica della Fed, con l'aumento dei tassi di interesse e la riduzione del bilancio federale, avrà un impatto sull'Asia. Innanzitutto, ha un effetto frenante sulla crescita economica poiché le banche centrali in specifici paesi asiatici sentiranno l'esigenza di aumentare a loro volta i tassi, facendo salire gli oneri finanziari a livello locale. Saranno soprattutto i paesi con regimi di ancoraggio della valuta o di moneta stabilizzata, quali Hong Kong e Laos, oppure di tassi di cambio meno controllati, quali Vietnam, Pakistan e Myanmar, a risentirne in misura più o meno ampia.

Per quanto riguarda la regione nel suo complesso, l'impatto sarà minore in quanto un numero crescente di paesi ha un tasso di cambio flessibile e potrebbe non seguire la Fed nell'aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, questi paesi dovranno confrontarsi con una moneta più debole e quindi con maggiori costi per i debiti, riducendo la propensione al rischio degli investitori

internazionali per quanto riguarda l'acquisto di obbligazioni e titoli dei mercati emergenti. La ricerca di rendimenti di cui abbiamo parlato nel Capitolo 1 non vedrà una brusca battuta d'arresto se la Fed aumenterà i tassi in modo graduale. Inoltre, ci aspettiamo che la Fed comunicherà ogni tappa del processo di normalizzazione in modo chiaro e, ancora più importante per i mercati finanziari, con debito anticipato. È quindi improbabile che si avrà un'impennata dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi e internazionali. Va detto però che l'interesse degli investitori per i mercati emergenti registrerebbe un calo e i paesi che hanno elevati disavanzi con l'estero, o che dipendono dall'afflusso di capitali internazionali, potrebbero subire l'impatto della politica della Fed. Lo Sri Lanka è un buon esempio di un paese per cui la ripresa di un deflusso di capitali in risposta all'ulteriore rafforzamento del Dollaro e all'aumento dei tassi di interesse rappresenta un rischio significativo al ribasso. In questo caso, la prima linea di difesa è la maggiore flessibilità del tasso di cambio che potrebbe sostenere la costituzione di riserve e la competitività all'estero, agendo quindi da ammortizzatore. Lo scorso anno le autorità monetarie dello Sri Lanka hanno annunciato l'adozione di un regime valutario più flessibile, ma sarà importante la prova dei fatti.

Rischio crescente di "decompressione" dei rendimenti

Oltre allo Sri Lanka, anche altri paesi asiatici contano sugli afflussi di capitale per finanziare il disavanzo con l'estero, ma la vulnerabilità di molti di loro si è fortunatamente ridotta negli ultimi dieci anni. La riduzione dei disavanzi delle partite correnti, la quota più elevata di riserve e il migliore accesso ai mercati dei capitali suggeriscono che, in linea generale, le economie emergenti in Asia potranno sostenere l'impatto della stretta monetaria di USA e Europa. Tuttavia, il calo dei rendimenti dei titoli dei mercati emergenti, e ancor più i differenziali dei tassi di interesse, rappresentano un fattore di rischio. Nel suo recente *Global Financial Stability Report*, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha evidenziato che i rischi a breve termine per la stabilità finanziaria continuano a ridursi, mentre le vulnerabilità a medio termine stanno aumentando. I rendimenti degli strumenti a reddito fisso sono scesi così tanto che soltanto le obbligazioni societarie e dei mercati emergenti a maggior contenuto di rischio offrono oggi un rendimento superiore al 4%. Ciò ha chiaramente incoraggiato i flussi di capitale verso i paesi emergenti in Asia e altrove nonché il loro indebitamento.

Il livello molto basso dei premi di rischio del credito e le valutazioni elevate degli attivi espongono l'economia mondiale a una "decompressione" dei premi di rischio, un problema che, a nostro avviso, è estremamente rilevante per i mercati emergenti. Il debito delle società non finanziarie denominato in Dollari statunitensi in paesi come India e Indonesia resta elevato e rappresenta un rischio per il settore bancario di entrambi i paesi. Va detto però che sono stati fatti dei passi per rafforzare il settore finanziario e la maggior parte delle banche può

oggi sostenere un livello più alto di prestiti in sofferenza: per questo motivo, non possiamo parlare di rischio sistemico per quanto riguarda la maggior parte dei paesi. Le imprese coinvolte, tuttavia, sarebbero colpite se, in uno scenario sfavorevole, il mercato finanziario dovesse passare da "rischio sì" a "rischio no", come insegna l'esperienza del "*taper tantrum*" nel 2013.

Nel caso della Cina, il problema del debito delle società assume contorni diversi. Gli sviluppi esterni, quali la stretta monetaria della Fed e il possibile cambiamento della propensione al rischio dei mercati finanziari, non sono cruciali poiché il problema riguarda essenzialmente il debito finanziato con risorse interne. Non mancano tuttavia motivi di preoccupazione nei confronti dell'indebitamento crescente della Cina.

La Cina avvia un processo di deleveraging

Uno dei motivi alla base della solida performance dell'economia mondiale è la crescita superiore alle attese della Cina. Questo andamento, iniziato nel 2010, si era interrotto nella prima metà del 2017 quando il PIL reale era aumentato del 6,9% dopo un tasso di crescita media del 6,8% nel 2016. I dati del terzo trimestre hanno mostrato una crescita continua (il PIL reale è salito del 6,8%) grazie soprattutto alla domanda interna che, come nella prima metà dell'anno, era stata sostenuta dalla politica espansiva e da riforme che riguardavano l'offerta. Anche la domanda estera aveva dato il suo contributo, grazie alla maggiore solidità dell'economia mondiale e al deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale della valuta cinese negli ultimi due anni. Nel prossimobiennio si prevede un nuovo calo della crescita: gli indicatori più recenti puntano già al ribasso, suggerendo, ad esempio, un rallentamento della crescita degli investimenti e un calo degli indici dei direttori agli acquisti.

Il previsto rallentamento della crescita si inserisce nel processo di transizione dell'economia cinese verso un modello orientato sui consumi privati piuttosto che su esportazioni e investimenti. Ancora più importanti sono gli sforzi da parte delle autorità di inasprire le politiche creditizie per affrontare il problema del debito eccessivo accumulato negli ultimi anni. Come sottolineato dal FMI nel suo recente *Global Financial Stability Report*, i solidi tassi di crescita della Cina e l'inasprimento della politica finanziaria negli ultimi trimestri potrebbero aver attenuato le preoccupazioni circa i problemi a breve termine, ma la portata, la complessità e il ritmo della crescita del sistema finanziario suggeriscono un rischio maggiore di instabilità. Gli attivi del settore bancario sono oggi pari al 310% del PIL rispetto al 240% alla fine del 2012. Si tratta di dati preoccupanti. Alcuni studi del FMI avevano già evidenziato come le crisi finanziarie si fossero verificate nel momento in cui la crescita del credito accelerava di oltre 30 punti percentuali e i crediti in essere erano pari al 100% o più del PIL.

Come discusso nell'edizione di maggio del nostro Economic Outlook, è soprattutto la complessità del problema del debito a destare preoccupazione. Non è tanto per il debito del governo centrale, che è pari soltanto a circa il 19% del PIL; si tratta piuttosto della spesa parafiscale veicolata attraverso i canali di

finanziamento dei governi locali (i cosiddetti LGFV). Ciò ha svolto un ruolo chiave negli investimenti in infrastrutture e nel promuovere la crescita e tuttavia non ne troviamo traccia nei bilanci delle autorità locali. Inoltre, per finanziare le imprese statali inefficienti si ricorre spesso all'utilizzo del finanziamento all'ingrosso e al sistema bancario ombra.

Le autorità cinesi devono ora trovare il giusto equilibrio per ridurre l'indebitamento dell'economia attraverso l'inasprimento delle politiche del settore finanziario, evitando al tempo stesso un duro atterraggio dell'economia, che farebbe aumentare i problemi dal punto di vista dell'indebitamento nonché i crediti in sofferenza.

Nessun Minsky moment per la Cina

Il percorso di crescita previsto per i prossimi due anni sembra confortante. Il modello di Oxford Economics prevede una crescita del PIL del 6,4% nel 2018 e un ulteriore rallentamento al 6,0% nel 2019. Ciò implica che le autorità continueranno a implementare le previste misure di inasprimento monetario, per ridurre l'indebitamento delle componenti più a rischio del sistema finanziario, senza però attuare una stretta monetaria, che avrebbe un impatto significativo sull'economia reale. La People's Bank of China (PBOC) ha l'obiettivo di ridurre i rischi legati al debito eccessivo e agli investimenti speculativi. Il Governatore della PBOC Zhou Xiaochuan ha recentemente affermato che la Cina potrebbe potenzialmente dover affrontare un *Minsky moment* a causa del livello elevato di debiti delle società e di prestiti alle famiglie. Zhou fa riferimento alla teoria dell'economista Minsky secondo cui lunghi periodi di stabilità del mercato favoriscono l'instabilità, poiché incoraggiano gli investitori ad assumersi rischi eccessivi e le autorità ad adottare un approccio troppo compiacente. Benché le parole di Zhou dimostrino che le autorità potrebbero decidere di agire diversamente, riteniamo che dopo il Congresso del Partito Comunista, il processo di *deleveraging* vedrà un'accelerazione. Ciò contribuirà a ridurre il rischio sistemico e a rafforzare il settore finanziario. Nel nostro scenario di base, un maggiore senso di urgenza da parte delle autorità eviterà che il *Minsky moment* temuto da Zhou diventi realtà.

India: sacrifici a breve termine per vantaggi a lungo termine

Insieme alla Cina, anche l'India ha contribuito alla solida crescita dell'Asia quest'anno. Il PIL reale dovrebbe crescere al tasso annuale del 6,5%, con livelli di crescita particolarmente elevati per quanto riguarda la spesa pubblica (19%) e i consumi privati (7%), mentre la crescita sarà più contenuta in termini di export (5%) e investimenti da parte delle imprese (1%). Quest'anno i dati di crescita sono stati deludenti in quanto inferiori alle aspettative e anche ai tre anni precedenti. Il motivo di questo temporaneo rallentamento va tuttavia attribuito alle riforme economiche che daranno un'accelerazione alla crescita nei prossimi anni. Per il 2018 prevediamo che il PIL aumenterà del 7,5%, il tasso

di crescita più alto tra le principali economie mondiali.

La prima riforma che ha avuto inizialmente un impatto negativo sulla crescita è l'iniziativa in materia di tassi di cambio varata dalle autorità alla fine dello scorso anno. La carenza di liquidità e le difficoltà nei pagamenti hanno frenato i consumi e le attività delle imprese, ma l'effetto negativo si è esaurito nel corso di quest'anno. Per contro, il vantaggio a lungo termine è rappresentato dal fatto che l'economia formale crescerà a spese dell'economia informale con un conseguente aumento del gettito fiscale. La seconda riforma, ossia l'introduzione lo scorso mese di luglio dell'imposta nazionale sui beni e servizi, ha inizialmente creato delle difficoltà all'economia a causa di alcune incertezze legate al piano di implementazione. A lungo termine, il sistema sosterrà le prospettive dell'economia grazie alla creazione di un mercato unico nazionale, migliorando l'efficienza del commercio interno.

A breve termine, l'economia dell'India sarà anche sostenuta dagli effetti favorevoli dei monsoni e dai prezzi relativamente bassi del petrolio. Gli indicatori *bottom-up* mostrano già che sono soprattutto i consumi privati ad aver invertito la rotta, con una forte ripresa delle vendite di autovetture nel terzo trimestre. La crescita degli investimenti privati dovrebbe essere più contenuta rispetto ad altre categorie di spesa, ma gli investimenti pubblici nelle infrastrutture dovrebbero tornare a crescere grazie alla maggiore solidità delle finanze dello Stato.

Tuttavia, vi sono ancora dei rischi al ribasso. Nonostante la sua economia relativamente chiusa, l'India non è al riparo da eventuali ripercussioni qualora la politica di normalizzazione monetaria degli USA dovesse causare un aumento della volatilità dei mercati finanziari o la Cina rallentasse più del previsto. Sul fronte interno, è previsto un potenziale ulteriore deterioramento dei bilanci degli istituti bancari privati e pubblici. Inoltre, eventuali battute d'arresto nel processo di riforma potrebbero frenare consumi privati e investimenti. I livelli crescenti di attivi non performanti delle banche pubbliche stanno pesando sui bilanci. Le misure recentemente annunciate di ricapitalizzazione delle banche sotto il controllo dello Stato contribuiranno a sostenere la crescita del credito e a stimolare gli investimenti. Per il momento, tuttavia, il livello elevato di debito delle società continua a rappresentare un rischio per l'economia dell'India.

Il Sud-est asiatico beneficia della solidità dell'economia mondiale

Rispetto a Cina e India, le economie dei paesi ASEAN sono maggiormente esposte agli sviluppi esterni e stanno quindi beneficiando del solido andamento dell'economia mondiale. Per questo gruppo di paesi, che include Indonesia, Malesia, Filippine, Thailandia e Vietnam, prevediamo una crescita del PIL complessivo del 5,0% quest'anno, in lieve aumento rispetto al 2016 (4,6%). Nel 2018 si prevede un tasso di crescita del 4,9%.

I tassi di crescita più alti dovrebbero interessare le economie più piccole e meno sviluppate: la Cambogia (+7,1% nel 2017 e +7,1% nel 2018), grazie al solido andamento dei consumi delle famiglie, e il Laos (+6,7%

+6,6%), sulla scia dei forti investimenti in infrastrutture. Anche l'economia dell'Indonesia sta registrando un solido andamento, di gran lunga il migliore di questo gruppo di paesi, sostenuta dai consumi privati e dagli investimenti delle imprese. La crescita dell'export sarà contenuta a causa del rallentamento dell'economia cinese, ma l'aumento del PIL dovrebbe restare nell'ordine del 5-5,5%. L'andamento favorevole dei consumi privati è il principale motore di crescita delle Filippine (+6,5% quest'anno). Gli investimenti stanno invece rallentando a causa del calo della fiducia degli investitori nei confronti dell'amministrazione guidata dal presidente Duterte. Ciò comporterà un rallentamento della crescita nel 2018.

Come già indicato, il Vietnam fa parte del gruppo di paesi maggiormente esposti alla stretta monetaria degli USA, anche se la banca centrale si sta muovendo verso un approccio maggiormente orientato al mercato. Il rallentamento della crescita in Cina è un fattore negativo per l'economia vietnamita, ma il Vietnam sta anche beneficiando della delocalizzazione da parte della Cina di industrie orientate all'export. I costi di produzione relativamente bassi del Vietnam e le politiche volte a liberalizzare le normative e aumentare l'integrazione economica globale, uniti al solido andamento dei consumi, dovrebbero portare la crescita del PIL al 6,8% quest'anno e al 6,4% nel 2018.

Le prospettive di crescita della Malesia per il 2018 sono un po' meno positive rispetto a quest'anno. La domanda sta facendo registrare una flessione nella principale categoria di export del paese, ossia le apparecchiature elettroniche ed elettriche di cui la maggior parte è destinata a Cina e Stati Uniti. Considerando che la politica monetaria e fiscale espansiva darà un contributo ai consumi privati, è comunque possibile ipotizzare una crescita del 4,8% nel 2018 e del 5,6% quest'anno.

L'economia della Thailandia registrerà un lieve rallentamento portandosi dal 3,9% quest'anno al 3,2% nel 2018. La crescita sarà sostenuta dagli investimenti pubblici nelle infrastrutture e dal settore dell'export, che sta beneficiando della solida crescita nei paesi limitrofi. Il governo militare ha dichiarato che la ripresa dell'economia è in cima alle priorità e saranno varate politiche a sostegno di consumi e investimenti.

America Latina: la ripresa acquista terreno

Benché la crescita sia inferiore rispetto alla maggior parte delle regioni, l'America Latina sta uscendo da due anni di recessione. La ripresa è diffusa e sostenuta dall'aumento dei prezzi delle materie prime, dalle politiche monetarie accomodanti e dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. L'espansione economica di Argentina e Brasile sta acquistando slancio e le prospettive sono migliorate grazie al calo dell'incertezza, anche se il contesto politico resta difficile. La crescita nelle economie andine (Cile, Colombia e Perù) sta recuperando dopo gli eventi idiosincratici dell'inizio dell'anno e dovrebbe accelerare nel corso del periodo di riferimento. Anche l'economia del Messico ha registrato risultati migliori del previsto

nei primi mesi di quest'anno. L'inflazione ha visto un'ulteriore flessione nella maggior parte dei paesi e, alla luce delle prospettive positive in termini di inflazione, la politica monetaria può ancora svolgere un ruolo di supporto in gran parte della regione. Argentina e Messico restano le uniche eccezioni anche se, nel caso del Messico, l'inflazione è scesa consentendo alla banca centrale di non intervenire nel corso del periodo di riferimento.

L'elasticità del Messico andrà comunque tenuta sotto osservazione dato il pessimismo crescente nei confronti dei negoziati NAFTA e l'incertezza politica legata alle elezioni del prossimo anno. Tuttavia, il paese dovrebbe riuscire a superare questo momento di incertezza. La regione sembra anche in grado di gestire l'impatto della normalizzazione della politica monetaria degli USA. Il disavanzo delle partite correnti si è ridotto in quasi tutte le principali economie e dovrebbe mantenersi contenuto nel corso del periodo di riferimento. Inoltre, il quadro politico è generalmente positivo, il rapporto debito/PIL in valuta è moderato, i tassi di cambio sono flessibili e utilizzabili come ammortizzatori e le riserve internazionali sono generalmente sane. La principale eccezione resta l'Argentina, dati i suoi elevati requisiti di finanziamento e le riserve monetarie relativamente basse. Infine, a seguito dell'ulteriore peggioramento della crisi politica, economica e umanitaria in Venezuela, per questo paese è scattato il default tecnico.

Tabella 3.3. Crescita reale del PIL (%) – Asia emergente

	2016	2017f	2018f
Argentina	-2,2	3,0	3,9
Brasile	-3,6	0,8	2,4
Cile	1,5	1,7	3,5
Colombia	2,0	1,7	2,8
Messico	2,0	2,3	2,3
Perù	4,0	2,5	3,8
Venezuela	-9,3	-7,7	-2,2
America Latina	-1,5	1,1	2,5

Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Argentina: ripresa fragile

Il contesto economico dell'Argentina si conferma fragile, nonostante lo slancio seguito alla schiacciante vittoria, alle elezioni di metà mandato di ottobre, dei candidati alleati del presidente Mauricio Macri. Ciò ha rafforzato la posizione del presidente in seno al Congresso e consente al governo di spingere sull'acceleratore nell'implementazione dei necessari adeguamenti fiscali e delle riforme strutturali a sostegno della produttività. Benché l'opposizione non detenga più i due terzi della maggioranza necessari per bloccare i veti presidenziali, la coalizione "Cambiamos" di Macri continua ad avere una quota di minoranza nel Congresso. Ciò significa che l'implementazione di queste riforme sarà un processo lento e potenzialmente deludente.

L'economia è tornata a crescere nella seconda metà dello scorso anno: la crescita è stata diffusa e dovrebbe accelerare nel corso del periodo di riferimento. L'economia sarà sostenuta dagli investimenti e, in misura sempre maggiore, dai consumi grazie alle maggiori aspettative nei confronti di una vittoria di Macri dopo il

risultato delle pre-elezioni ad agosto. Il miglioramento della qualità delle istituzioni sotto il governo Macri e i progressi in materia di riforme strutturali dovrebbero consentire un'accelerazione della crescita.

Tuttavia, restano alcuni rischi significativi al ribasso. Uno dei motivi dell'impennata di investimenti e consumi è stato l'allentamento della politica fiscale prima delle elezioni di ottobre, che tuttavia vedrà un inasprimento nel corso del periodo in esame: ciò si renderà necessario non soltanto per mantenere sotto controllo le finanze dello Stato, ma anche per consentire il consolidamento della ripresa economica, favorire il processo di disinflazione, stimolare gli investimenti IDE e rafforzare le riserve ufficiali.

L'inflazione sta seguendo un andamento al ribasso, benché a settembre fosse ancora a un livello elevato (24%): il tasso di inflazione non dovrebbe scendere a una cifra prima del 2019, restando quindi ben al di sopra dell'obiettivo del 12-17% per quest'anno e dell'8-12% per il 2018. Ne deriva che la banca centrale ha dovuto aumentare i tassi due volte dallo scorso mese di aprile, portandoli al 27,75%, e gli eventuali tagli potranno avvenire soltanto in modo graduale. Questo allentamento dipenderà in modo significativo dagli sforzi di consolidamento fiscale, che saranno probabilmente gradualmente data la loro natura politicamente sensibile e il fatto che il governo ha una quota di minoranza nel Congresso. In ogni caso, il sostegno alla crescita economica da parte delle politiche del governo sarà più limitato negli anni a venire.

Nel frattempo, la solida domanda interna ha fatto aumentare il disavanzo delle partite correnti, che sono finanziate prevalentemente dagli afflussi di portafoglio. Questo finanziamento non ha finora rappresentato un problema e lo scorso giugno il governo è riuscito persino a emettere un bond a 100 anni; tuttavia, la situazione potrebbe cambiare nel caso di un calo della fiducia. L'Argentina resta esposta alle variazioni del clima di mercato a causa delle riserve ufficiali ancora limitate e insufficienti a soddisfare i requisiti di finanziamento esterno. Data questa vulnerabilità, il Peso è stata una delle valute più deboli quest'anno, con un deprezzamento di oltre il 10%.

Brasile: ripresa fragile e contesto politico difficile

Il contesto economico sta progressivamente migliorando, ma resta vincolato ai progressi in materia di riforme fiscali. Le probabilità che il Presidente Michel Temer arriverà alla fine del suo mandato (elezioni presidenziali di ottobre 2018) sono aumentate dopo che il Congresso ha votato per due volte contro la sua incriminazione per le accuse di corruzione e ostruzione alla giustizia. Dal punto di vista positivo, sono stati fatti progressi nell'approvazione di riforme volte a promuovere la produttività. Il tetto alla spesa pubblica approvato lo scorso dicembre è stato accompagnato da alcune riforme del mercato del lavoro. Le questioni politiche hanno tuttavia ritardato e annacquato la revisione del sistema pensionistico. Nel frattempo, la qualità delle istituzioni sta migliorando e il paese ha avviato un programma per ridurre gli oneri normativi,

semplificare il sistema fiscale e migliorare le attività del settore finanziario per stimolare il contesto commerciale e la produttività.

Questi sviluppi hanno migliorato il clima di fiducia consentendo all'economia di uscire dalla lunga e profonda recessione del 2015/2016. La crescita si è consolidata nel secondo trimestre di quest'anno grazie alle esportazioni e, soprattutto, ai consumi privati che hanno registrato i risultati migliori degli ultimi tre anni e stanno beneficiando della stabilizzazione del mercato del lavoro, della politica del governo che consente alle famiglie di accedere a fondi pensionistici, della rapida disinflazione e dei bassi tassi di interesse.

L'inflazione è scesa al livello record del 2,5% a settembre, al di sotto dell'obiettivo del 3-6% e consentendo alla banca centrale di tagliare i tassi dal 14,25% a ottobre dello scorso anno al 7,5% il mese scorso, portando gli oneri finanziari al livello più basso dal 2013. La banca centrale dovrebbe mantenere un approccio accomodante e operare un nuovo taglio dei tassi al 7% a dicembre. Il calo dei tassi di interesse continuerà a sostenere l'economia in futuro e aiuterà anche a stimolare gli investimenti che ad oggi si sono mantenuti ostinatamente bassi. La fiducia delle imprese è ulteriormente migliorata e lo scorso settembre ha toccato il livello più alto dal 2013. Ancora più positivo è il fatto che la fiducia è in ripresa anche nel settore edile, che era stato duramente colpito dalla cosiddetta "Operazione Car Wash".

3.1 Continua il forte calo dell'inflazione in Brasile

Inflazione: variazione % anno su anno, rilevazione mensile



Fonti: Macrobond, EIU

I rischi principali per quanto riguarda queste previsioni moderatamente ottimiste sono di natura politica. Perché la fiducia resti positiva e i tassi di interesse si mantengano bassi a lungo termine è necessario un consolidamento fiscale. L'ampio deficit di bilancio, ancora intorno al 9% del PIL, resta il principale punto di debolezza macroeconomica di questo paese. Il debito pubblico è quindi salito al 74% del PIL, un balzo in avanti rispetto al 70% nel 2016. L'approvazione da parte del Congresso delle riforme pensionistiche assume quindi un ruolo essenziale per riportare le finanze dello Stato a un livello sostenibile. Il nostro scenario di base continua a prevedere che il governo avrà successo nell'approvazione delle riforme.

Il consolidamento fiscale avrà però un impatto negativo sulla crescita economica negli anni a venire e la ripresa sarà quindi contenuta. Tuttavia, la mancata approvazione del consolidamento fiscale potrebbe minare il clima di fiducia e determinare un sensibile deprezzamento della

valuta, spingendo quindi la banca centrale ad aumentare i tassi di interesse con un impatto ancora più negativo sulla crescita economica. Questo scenario sfavorevole farebbe anche aumentare la vulnerabilità del paese nei confronti della politica di normalizzazione monetaria degli USA, che nel nostro scenario di base è mitigata dal calo dei tassi di interesse sul debito interno e dalle coperture sui rischi di cambio. Va detto però che la resistenza agli shock del Brasile resta forte ed è ulteriormente sostenuta dalla flessibilità del tasso di cambio, dalla solidità del settore esterno, dalle cospicue riserve ufficiali e da un sistema bancario sano.

Messico: crescita modesta, ma buona elasticità

Gli ultimi sviluppi confermano come il Messico sia il paese maggiormente esposto alle incertezze legate al futuro del NAFTA (si veda il Box 2) e tuttavia sembra essere in grado di gestire eventuali scosse. La sua economia ha sinora registrato risultati migliori del previsto nonostante queste incertezze, il calo della produzione di petrolio e l'inasprimento delle politiche fiscali e monetarie.

Box 2: I negoziati NAFTA si complicano e richiederanno più del previsto

Il clima intorno ai negoziati NAFTA, iniziati lo scorso agosto, è peggiorato. Il quarto ciclo di negoziati (su un totale di sette previsti) si è concluso il 17 ottobre con un nulla di fatto, anche se le parti hanno concordato di proseguire le discussioni. Tuttavia, tutti stanno puntando i piedi ed è soprattutto la linea dura adottata dagli Stati Uniti nell'ultimo incontro a far temere una rottura dei negoziati. Gli Stati Uniti hanno messo sul tavolo una serie di discutibili proposte, tra cui la richiesta di una riforma delle attuali disposizioni per la risoluzione delle controversie, l'inserimento di una clausola-tramonto (la cosiddetta sunset clause) e norme più rigide in materia di origine per il settore automobilistico. L'attuale meccanismo di risoluzione delle controversie è considerato essenziale da Canada e Messico. La sunset clause imporrebbe a tutti gli stati membri di rinegoziare l'accordo ogni cinque anni, pena la sua estinzione automatica, e poiché questo causerebbe incertezza tra gli investitori, Canada e Messico sono fortemente contrari. Le norme più rigide in materia di origine per il settore automobilistico prevedono di portare la percentuale di componenti prodotte nel NAFTA all'80% in tre anni (rispetto al 62,5% dei precedenti accordi) per le imprese che vogliono vendere i veicoli finiti senza pagare i dazi doganali. Inoltre, gli Stati Uniti vogliono introdurre nuove norme in materia di contenimento nazionale, fissando al 50% la quota di componenti "made in USA". Queste proposte hanno lo scopo di ridurre il disavanzo commerciale bilaterale degli USA con il Messico e potrebbero causare gravi difficoltà alle catene di fornitura esistenti, determinando costi maggiori e minore redditività. Il quinto giro di consultazioni è stato rimandato alla fine di novembre e tutte le parti hanno concordato che i negoziati si prolungheranno fino al primo trimestre del 2018. Si tratta di una scadenza più realistica, ma comunque più lunga del previsto (il termine dei negoziati era fissato entro la fine di quest'anno) e potrebbe interferire con il calendario politico degli USA e del Messico. E' opinione generale è che gli Stati Uniti mitigheranno in qualche modo le proposte più radicali e i negoziati si concluderanno nel 2018 con un NAFTA rivisto che conterrà alcune misure a favore degli USA. Tuttavia, i colloqui continueranno ad essere molto tesi e c'è sempre la possibilità che le reali intenzioni di Trump non siano di firmare un accordo rinegoziato bensì di uscire dal NAFTA. In caso di crollo del NAFTA, il commercio tra Stati Uniti, Canada e Messico tornerebbe ad essere regolamentato dalle norme OMC, che stabiliscono dei limiti entro cui è possibile fissare le tariffe per le differenti tipologie di merci. Nel caso di Messico e Stati Uniti, le tariffe sul commercio per le principali merci messicane di esportazione sono relativamente basse (per le autovetture, soltanto del 2,5%), mentre tariffe più alte sarebbero applicate all'export di merci meno significative, con l'eccezione di van e camion. In linea generale, si ritiene che le ripercussioni economiche sul Messico dovrebbero essere contenute, considerato che il Peso continuerà ad agire da ammortizzatore. Piuttosto, il Messico è preoccupato per le possibili ripercussioni politiche legate al prolungarsi dei negoziati e alla linea dura degli Stati Uniti. Questo, unito ai piani del Presidente Trump di costruire un muro di confine, ha alimentato un forte sentimento anti-americano rafforzando la posizione del candidato alla Presidenza Andrés Manuel Lopez Obrador, populista di sinistra del Movimiento Regeneracion Nacional (Morena).

3.2 L'incertezza legata al NAFTA favorisce le oscillazioni del Peso

MXN vs USD, tasso di cambio giornaliero



Fonte: Macrobond

L'altra Alleanza del Pacifico: sulla strada giusta per una crescita più sostenuta

L'espansione economica negli altri tre paesi dell'Alleanza del Pacifico, Cile, Colombia e Perù, sta riprendendo slancio dopo un avvio deludente nei primi mesi dell'anno, dovuto alle ripercussioni dello scandalo brasiliano Odebrecht su Colombia e Perù e allo sciopero dei minatori in Cile. La crescita sta beneficiando del contesto esterno più favorevole oltre che degli effetti ritardati degli stimoli della politica monetaria, che tuttavia ha fatto il suo corso e non si prevedono quindi ulteriori interventi da parte delle banche centrali della regione nel periodo di riferimento. L'eccezione è rappresentata dalla Colombia, dove la banca centrale dovrebbe procedere ad ulteriori tagli dei tassi di interesse.

In tutti e tre i paesi, il calo della disoccupazione e il miglioramento della fiducia di imprese e famiglie continueranno a sostenere la crescita economica negli anni a venire. Lo scorso settembre le crescenti aspettative di una vittoria dell'ex-Presidente Sebastian Piñera, della coalizione di centrodestra Vamos, hanno fatto salire la fiducia in Cile al livello più alto dall'inizio del 2016. Anche la Colombia si sta avviando verso le elezioni generali di maggio 2018. In questo paese il livello di fiducia è sostenuto dallo storico accordo di pace con i guerriglieri delle FARC, cui ha recentemente fatto seguito il cessate il fuoco con il gruppo di guerriglieri dell'Esercito di Liberazione Nazionale (ELN). A prescindere da chi vincerà le elezioni in Cile e Colombia, si andrà avanti con politiche macroeconomiche di stampo tradizionale. Tra questi paesi, il Perù è l'unico in cui il livello di fiducia è in flessione, probabilmente a causa della crescente incertezza politica. Il Presidente Kuczynski, che guida un governo di minoranza, sta tentando invano di implementare un ambizioso programma di infrastrutture. Tuttavia, il governo ha spazio per altre misure di stimolo fiscale che sosterranno l'economia in futuro.

Tutti e tre i paesi sembrano in grado di gestire la politica di normalizzazione monetaria degli USA dato il solido quadro politico, i tassi di cambio flessibili e gli ammortizzatori efficaci che, nel caso della Colombia, sono sostenuti da una linea di credito flessibile del FMI.

Europa centrale e orientale: continua la ripresa

L'Europa centrale e orientale (CEE) dovrebbe registrare una solida crescita del PIL del 3,1% nel 2017. Si tratta della regione che ha maggiormente sorpreso gli analisti quest'anno, con una revisione di 0,5 punti percentuali delle stime di crescita del PIL. Ciò è stato dovuto principalmente alla ripresa della crescita in Russia, che sta uscendo dalla recessione e beneficia dei prezzi dell'energia, della politica fiscale accomodante della Turchia, che sta stimolando le attività, e dall'Europa centrale, dove gli investimenti stanno beneficiando di una ripresa dopo i risultati deludenti nel 2016. La crescita economica dovrebbe registrare un lieve rallentamento il prossimo anno (2,7%), ma le prospettive sono stabili.

Tabella 3.4. Crescita PIL reale (%) - Europa orientale

	2016	2017f	2018f
Bulgaria			
Repubblica Ceca	2,5	4,8	3,5
Ungheria	1,9	3,7	3,3
Polonia	2,6	4,3	3,4
Romania	4,8	6,0	3,8
Russia	-0,3	2,1	1,8
Turchia	3,3	5,0	3,5
Ucraina	2,3	1,7	3,0
CSI	0,3	2,3	2,2
Europa Orientale	1,3	3,1	2,7

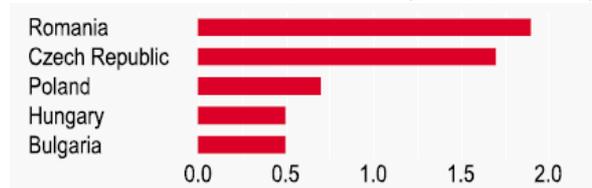
Fonti: Macrobond, Oxford Economics

Europa centrale: l'aumento dell'incertezza politica non pregiudica la crescita

Quasi tutte le principali economie dell'Europa centrale hanno visto un rialzo significativo delle stime di crescita del PIL. L'espansione è su larga scala, sostenuta dalla domanda estera, dai consumi interni (sia pubblici che privati) e dagli investimenti.

3.3 Europa centrale è sorprendentemente al rialzo

Differenza % nelle stime di crescita del PIL (su base semestrale)



Fonte: Macrobond

La Romania guida le stime al rialzo e dovrebbe registrare il tasso di crescita più elevato della regione (6,0%). Per tutti i mercati analizzati si prevede oggi una crescita del PIL superiore di almeno 0,5 punti percentuali rispetto alle stime di maggio.

Queste economie sono generalmente orientate all'export e la ripresa della domanda estera ha quindi avuto un effetto molto positivo in questi paesi. Quasi due terzi dell'export è destinato all'Unione Europea, soprattutto Germania, e le catene di fornitura regionali sono strettamente collegate, in particolare anche alla Germania.

Gli afflussi di capitale hanno visto un aumento grazie alle solide prospettive di crescita e alla relativa competitività in termini di costi salariali e ubicazione geografica. I fondi strutturali dell'UE stanno registrando una ripresa dopo il calo significativo nel 2016, favorendo l'espansione dell'edilizia e degli investimenti fissi. I consumi privati sono in forte crescita grazie alle condizioni di finanziamento favorevoli e all'irrigidimento dei mercati del lavoro.

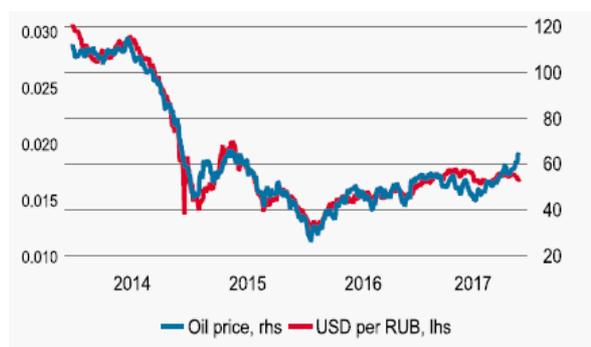
Il contesto politico nella regione, pur non limitando la capacità di attirare investimenti e crescita, rappresenta un rischio al ribasso. I partiti populistici sono andati al governo in Ungheria, Polonia e ora anche nella Repubblica Ceca. Anche se ciò non ha finora avuto un impatto particolarmente negativo sulla crescita economica o sull'afflusso di investimenti, la situazione potrebbe cambiare in presenza di politiche poco ortodosse, principalmente volte a colpire le imprese estere, e/o di dissidi con l'UE. Il rischio di un calo di fiducia verso questi mercati da parte degli investitori internazionali potrebbe risultare attenuato nel momento in cui la stretta monetaria degli USA renderà questi attivi sicuri più attraenti. I governi della regione, inclusa la Romania, sono anche contrari all'austerità fiscale. Grazie ai tagli alle imposte e alle spese sociali mirate, gli stimoli fiscali stanno sostenendo i consumi privati e la crescita. Tuttavia, queste politiche fiscali pro-cicliche potrebbero comportare un aumento dei livelli di debito e, di conseguenza, ulteriori rischi successivamente al periodo di riferimento.

Russia: la ripresa acquista vigore

L'economia della Russia ha ripreso slancio nel primo semestre del 2017. I dati trimestrali riferiti al PIL sono stati particolarmente positivi nel terzo trimestre, con un aumento del 2,5% rispetto all'anno precedente. Nel secondo trimestre la crescita è stata sostenuta in larga misura dai consumi privati e dagli investimenti, inclusi gli investimenti fissi e la crescita degli inventari. Alla luce dei risultati migliori del previsto nel secondo trimestre, il PIL dovrebbe crescere dell'1,8% nel 2017. I rischi per le prospettive per il biennio 2017/2018 sono soprattutto al rialzo grazie all'aumento del prezzo del petrolio. Le autorità russe hanno mostrato una buona disciplina fiscale, mentre la banca centrale ha rispettato l'obiettivo di inflazione pur consentendo un tasso di cambio flessibile.

La crescita dei consumi privati dovrebbe portarsi al 3% quest'anno e al 2,5% nel 2018, in salita rispetto alla flessione del 4,5% lo scorso anno. La ripresa dei consumi è sostenuta dall'espansione del credito alle famiglie, dall'apprezzamento del Rublo e dal calo dell'inflazione. Il Rublo ha continuato a guadagnare nei confronti del Dollaro statunitense sin dall'inizio del 2016, grazie alla ripresa dei prezzi del petrolio e ai risultati delle elezioni negli USA (Figura 3.4). Il tasso di cambio Dollaro/Rublo, che si era attestato intorno a 75 a gennaio 2016, è oggi sceso a 58, il che significa un apprezzamento del Rublo del 23%.

3.4 La ripresa del Rublo segue l'aumento dei prezzi del petrolio



Fonte: Macrobond

L'inflazione dei prezzi al consumo si è attestata al di sotto dell'obiettivo del 4% per tre mesi consecutivi, toccando il livello record del 3% a settembre. Ciò ha consentito alla banca centrale russa di tagliare il tasso di riferimento di 50 punti base, arrivando all'8,5% a settembre dopo una pausa di tre mesi. Tuttavia, in una nota la banca centrale ha chiarito di voler adottare una politica monetaria moderatamente rigorosa poiché ritiene che i rischi a medio termine di un'inflazione che superi l'obiettivo sono superiori a quelli di una significativa variazione al ribasso, il che suggerisce un allentamento più moderato in futuro.

Nonostante la ripresa nel secondo trimestre, la crescita degli investimenti dovrebbe confermarsi limitata a causa delle sanzioni internazionali e della maggiore incertezza politica e commerciale. Nel 2017 gli investimenti dovrebbero crescere del 4,5% prima di scendere all'1,1% nel 2018.

Mentre i consumi privati e gli investimenti mostrano una moderata ripresa, la posizione fiscale dovrebbe confermarsi rigida. Il deficit di bilancio dovrebbe portarsi intorno all'1,9% quest'anno dopo il 3,7% nel 2016. Il governo ha adottato una regola di bilancio basata su un prezzo base del petrolio di 40 Dollari. Il paese continuerà a destinare i maggiori ricavi derivanti dal petrolio per intervenire sul mercato valutario, nell'ottica di sostenere la ripresa del Rublo e di costituire riserve in valuta estera. Queste riserve stanno consentendo al governo di perseguire una politica economica più indipendente.

A lungo termine, la crescita del PIL potenziale resta limitata al 2-2,5% su base annua, salvo che la Russia non dia corso alle riforme strutturali e riduca la sua dipendenza dalle esportazioni di materie prime, attraendo nuovi investimenti. L'economia russa deve confrontarsi con le sanzioni imposte da Stati Uniti e UE. Gli USA hanno imposto ulteriori sanzioni lo scorso mese di luglio in risposta alle presunte ingerenze della Russia nelle elezioni presidenziali statunitensi. Le nuove sanzioni aumentano le restrizioni di finanziamento per alcune banche statali e compagnie energetiche e vietano gli investimenti nel settore russo delle tecnologie energetiche avanzate. Le sanzioni sono anche volte a colpire i soggetti coinvolti nella violazione dei diritti umani, nella vendita di armi al regime siriano o negli attacchi informatici.

Il settore bancario russo resta sotto pressione a causa

delle sanzioni, della bassa crescita economica e del calo del prezzo del petrolio rispetto al 2011/2014. La banca centrale sta attuando una strategia di consolidamento del settore bancario che ha determinato la chiusura di 110 istituti di credito nel 2015 e di ulteriori 101 nel 2016. Il governo è intervenuto nel salvataggio di Otkritie, la settima banca più grande della Russia, lo scorso mese di agosto e della banca B&N a settembre. Ciò dimostra la persistente debolezza del settore bancario. Tuttavia, le forti ingerenze da parte dello Stato nel settore bancario e la volontà del governo di salvare le banche in difficoltà contribuiscono a mitigare il rischio legato al settore bancario.

L'economia turca è apparentemente florida, ma è scossa dall'interno

La rapida ripresa dalla crisi economica seguita al fallito colpo di stato a luglio dello scorso anno è proseguita nella prima metà del 2017. Nel secondo trimestre di quest'anno la crescita del PIL ha registrato un solido aumento del 5,1%. Di conseguenza, le stime di crescita per il 2017 sono state riviste al rialzo (+5,0% rispetto a +4,0%). Come politica alternativa di allentamento monetario la Turchia è ricorsa a misure di sostegno fiscale e del credito facendo leva su una sorta di persuasione morale per incoraggiare le banche ad aumentare i prestiti al settore privato nonostante i tassi di interesse più alti. A livello macroeconomico questo è visibile dal forte impulso al credito, calcolato come variazione nel flusso di credito commerciale normalizzato dal PIL, e dall'aumento degli investimenti fissi interni del 9,5% nel secondo trimestre. I tassi di crescita del PIL reale sono anche gonfiati da una completa revisione del sistema di contabilità nazionale della Turchia attuata alla fine del 2016. Agli investimenti nell'edilizia, che al momento rappresenta il settore in più rapida crescita della Turchia, è stata attribuita una quota molto più significativa nei dati riveduti del PIL.

Nel frattempo, il tasso di riferimento effettivo ha oscillato intorno al massimo storico del 12% a partire da maggio. La Turchia deve adottare un approccio più rigido di politica monetaria per tagliare l'inflazione, che è ben al di sopra dell'obiettivo del 5% (11,9% a ottobre). Il forte deprezzamento della valuta ha determinato un aumento dell'inflazione dato che le merci importate sono diventate più costose in termini di valuta locale. Tuttavia, l'inflazione si è ulteriormente consolidata e le aspettative a lungo termine suggeriscono un significativo andamento al rialzo. I tassi di interesse elevati sono anche necessari per mantenere un certo differenziale con i tassi statunitensi ed evitare che la Lira turca si svaluti in modo eccessivo. Il processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense rappresenta un rischio significativo per i volatili afflussi di capitale da cui dipende il paese per soddisfare i requisiti di finanziamento esterno. L'afflusso degli investimenti di portafoglio ha perso slancio a luglio, un mese dopo l'aumento dei tassi negli USA. Ne deriva quindi che la politica monetaria della Turchia è in larga misura limitata da quanto avviene negli USA e non è quindi necessario un reale strumento di stimolo. Il calo diffuso del livello di fiducia nei confronti della Turchia

dovuto alle crescenti tensioni geopolitiche è un ulteriore elemento di preoccupazione. La Lira è crollata di nuovo a settembre, probabilmente a causa dell'arresto di un dipendente dell'ambasciata americana a Istanbul, che ha portato alla reciproca sospensione del rilascio dei visti tra Turchia e Stati Uniti.

Si tratta di uno dei tanti incidenti diplomatici che sottolineano il crescente isolamento della Turchia a livello internazionale, dopo che il Presidente Erdogan ha vinto il referendum costituzionale di aprile. Erdogan sta proseguendo nella sua opera di "epurazione" politica in vista delle elezioni del 2019. Tuttavia, il Presidente turco si trova anche di fronte a un dilemma: da una parte ha bisogno di assicurarsi il consenso elettorale nel paese, e questo spiega anche la serie di misure temporanee di stimolo economico, mentre dall'altra il suo spazio di manovra è limitato dal rischio di spaventare gli investitori internazionali. Nonostante questo, il suo governo ha deciso di adottare una linea sempre più dura. In risposta all'arresto di un attivista dei diritti umani tedesco a luglio, la Germania - il principale partner commerciale della Turchia - ha annunciato una politica di riassetto nei confronti del paese, sconsigliando alle imprese e ai cittadini tedeschi di fare affari con la Turchia e di recarsi nel paese. Poco dopo, la Germania ha anche limitato la sua copertura assicurativa per il credito all'esportazione in Turchia. La domanda di adesione del paese nell'UE è ancora in fase di stallo a causa della resistenza da parte di diversi leader europei e si sta già discutendo la riduzione degli aiuti pre-adesione. A livello internazionale, la Turchia ha preso posizione nella disputa diplomatica tra il Qatar e alcuni paesi del Golfo, supportando apertamente il Qatar e inviando truppe nella sua base militare nel paese. Un altro elemento di preoccupazione è rappresentato dal fatto che il voto per l'indipendenza dei Curdi in Iraq potrebbe avere delle ripercussioni sulla popolazione curda in Turchia e aggravare così i conflitti con il PKK.

In ogni caso, l'attuale momento di ripresa non durerà a lungo e si prevede che la crescita economica rallenterà al 3,5% nel 2018. Molti benefici fiscali scadranno nel 2017 e la crescita dei consumi privati è sempre più frenata dai timori legati alla disoccupazione e all'inflazione. Questo si riflette anche nella fiducia dei consumatori, più contenuta rispetto a quella delle imprese e persino in calo negli ultimi mesi. La crescita del credito commerciale sta frenando dato che il limite massimo di credito del fondo di garanzia è stato quasi raggiunto e il governo non intende aumentarlo. Si tratta di una mossa comprensibile alla luce del fatto che andrebbe ad aggiungersi alle crescenti passività contingenti del governo. La situazione debitoria relativamente elevata (quasi il 70% del PIL) è il tallone d'Achille dell'economia turca, soprattutto in quanto una parte significativa del debito è denominata in valuta estera. Inoltre, le banche non sono più in grado di mantenere i tassi di interesse bassi a causa dei crescenti costi di finanziamento. Il differenziale tra tassi ipotecari e tassi di deposito è tornato positivo e sta aumentando. Indipendentemente dalla disponibilità di credito a buon mercato, la forte incertezza politica, unita all'assenza di riforme strutturali, continua a pesare sugli investimenti in Turchia. Benché si sia registrato un forte aumento degli

investimenti nel settore edile, gli investimenti a supporto della produttività nei settori dei macchinari e delle attrezzature hanno continuato a scendere nel secondo trimestre per il quarto trimestre consecutivo (vedere figura 3.5). Ciò si riflette anche nel calo degli investimenti IDE, già a un livello basso.

3.5 Ripresa altalenante degli investimenti in Turchia

% variazione anno su anno, su base trimestrale



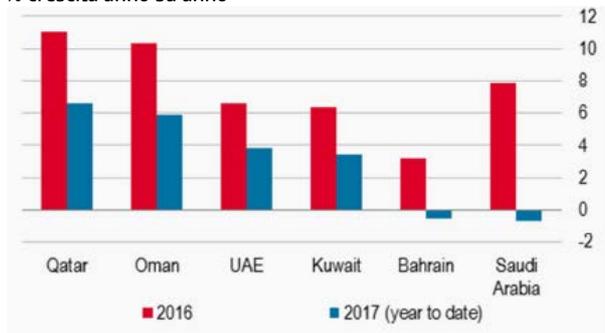
Fonte: Macrobond

MENA: il momento peggiore per una stretta monetaria

Nonostante le migliori prospettive a livello globale, la crescita economica nell'area MENA vedrà un rallentamento più significativo rispetto al previsto (2,2% nel 2017). A quanto sembra, Arabia Saudita e Kuwait sono entrate in recessione a causa del prolungamento, fino a marzo 2018, dei tagli alla produzione decisi dall'OPEC. Inoltre, gli adeguamenti fiscali ai prezzi bassi del petrolio stanno pesando sulla crescita dei settori non petroliferi dato che molti paesi della regione dovrebbero registrare deficit di bilancio più bassi nel 2017 rispetto al 2016. I margini di manovra in materia di politica monetaria sono limitati dall'ancoraggio al Dollaro statunitense. La maggior parte dei paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC) ha cercato di replicare il ciclo di stretta monetaria degli USA, incluso un recente aumento dei tassi a giugno, mentre Kuwait e Oman esitano ancora ad aumentare i tassi per timore di frenare la crescita economica. La stretta monetaria arriva nel momento peggiore dato che i cicli congiunturali - che devono fronteggiare una crescita bassa e un basso tasso di inflazione - non sono in sintonia con quelli degli USA. Inoltre, l'inasprimento della politica monetaria avviene all'indomani della riduzione della liquidità dovuta al calo dei prezzi del petrolio e va ad aggiungersi ai costi di finanziamento più elevati. Ne consegue che la crescita del credito al settore privato ha visto un ulteriore rallentamento, con tassi persino negativi in Arabia Saudita e Bahrein (vedere figura 3.6). Per migliorare la situazione di liquidità ed evitare l'esclusione del finanziamento privato, i governi stanno attingendo in misura sempre maggiore ai mercati dei capitali per finanziare il loro disavanzo.

3.6 Rallentamento della crescita del credito al settore privato nell'area MENA

% crescita anno su anno



Fonte: Macrobond

La crescita del PIL reale nell'area MENA dovrebbe registrare una ripresa nel 2018 portandosi al 3,3%. Sulla scia dell'aumento dei prezzi del petrolio, molti paesi esportatori, in particolare quelli che possono contare su solidi ammortizzatori finanziari quali Arabia Saudita, Kuwait, Emirati Arabi Uniti (EAU) e Qatar, sembrano avviarsi nella direzione di riforme fiscali più gradualmente per limitare l'impatto negativo a breve termine sulla crescita e sulle tensioni sociali. Lo dimostra, ad esempio, il passo indietro dell'Arabia Saudita in materia di tagli agli stipendi nel settore pubblico alla metà del 2017. Anche se sembra che le autorità del paese stiano pianificando di ridurre la portata del prestigioso Programma di Trasformazione Nazionale, che include obiettivi ambiziosi di diversificazione economica, è stato recentemente annunciato un piano da 500 miliardi di Dollari per la costruzione di una nuova città e centro economico (già battezzata Neom). In futuro, il consolidamento fiscale si concentrerà sull'incrementare gli introiti non derivanti dal petrolio, tra cui l'introduzione dell'IVA al 5% nei paesi del GCC nel 2018, e sul ridurre i tagli alla spesa in conto capitale. In particolare EAU e Qatar continueranno a investire pesantemente nelle infrastrutture in vista, rispettivamente, dell'Esposizione Mondiale del 2020 e dei Mondiali di calcio FIFA del 2022.

Anche le prospettive per i paesi importatori di petrolio stanno migliorando grazie all'attenuazione dei problemi di sicurezza nazionale (ossia i conflitti in Siria e Iraq) e alle riforme strutturali in paesi quali l'Egitto a sostegno del turismo, del commercio e degli investimenti. L'Egitto ha continuato nel suo percorso di inasprimento, dopo le forti oscillazioni del tasso di cambio a novembre 2016, e lo scorso mese di luglio ha aumentato i tassi di altri 200 punti base, portandoli al 19,25%. Ciò ha consentito di invertire il deflusso di capitali e di allentare le restrizioni in materia di capitale. Benché il tasso di inflazione sia salito a quasi il 30% dall'inizio di quest'anno, il riequilibrio dell'economia egiziana è sulla strada giusta.

D'altro canto, l'instabilità politica in Medio Oriente sta diventando un problema crescente a causa delle tensioni tra Iran e Arabia Saudita, con il coinvolgimento marginale degli USA. A medio termine, ciò potrebbe mettere a rischio la capacità del paese di attirare investitori esteri. Mentre in passato i dissidi sembravano trovare sfogo principalmente in guerre per procura (ad esempio in Yemen e Siria), la pressione politica ed economica sta spingendo altri paesi, ad esempio il Qatar, a prendere posizione. La politica estera dell'Arabia Saudita si è fatta

più incisiva dopo che il giovane e ambizioso Mohammed bin Salman è salito al potere ed è stato nominato principe ereditario. Ciò ha portato, lo scorso mese di giugno, a un boicottaggio regionale guidato dall'Arabia Saudita (dopo una controversa visita del Presidente statunitense Trump nella regione) basato sulle accuse rivolte al Qatar di sostenere il terrorismo e di avere legami troppo stretti con l'Iran. È improbabile che i dissidi saranno risolti in tempi brevi dato che il Qatar difficilmente cederà alle rigide richieste del blocco che, oltre all'Arabia Saudita, include UAE, Bahrein e Egitto. Al contrario, l'economia del Qatar si sta rapidamente ovviando alla rottura dei collegamenti di trasporto e sta mettendo mano al portafoglio per contenere la pressione sulla valuta e sulla liquidità del settore bancario. Il massiccio ritiro iniziale di depositi esteri, presumibilmente da parte di residenti nei paesi del boicottaggio, ha già mostrato un rallentamento. Il boicottaggio potrebbe avere l'effetto opposto a quello auspicato, spingendo il Qatar, e probabilmente altri paesi, tra le braccia dei regimi islamisti di Turchia e Iran.

In Iran, il Presidente riformista Rouhani è stato rieletto lo scorso mese di maggio e sta premendo per reintegrare il paese nell'economia mondiale dopo la cancellazione delle sanzioni legate al nucleare. L'economia ha registrato una forte crescita, con stime al rialzo (+13,4% nel 2016). Nel frattempo, il suo programma di missili balistici prosegue e lo scorso ottobre il Presidente Trump ha infine deciso di non ratificare l'accordo con l'Iran sul nucleare nella speranza di rinegoziare condizioni più rigide. Benché una ripresa delle sanzioni da parte degli USA avrebbe un'efficacia limitata senza l'appoggio degli altri firmatari (UE, Russia e Cina) che hanno invece confermato il loro impegno all'accordo, il futuro di questo importante patto multilaterale si è fatto incerto. La crescita economica in Iran dovrebbe stabilizzarsi intorno al 3-4% nel 2017/2018 con l'adeguamento della produzione di petrolio, mentre l'incertezza legata alle sanzioni e la debolezza del settore bancario iraniano continueranno a pesare.

Africa Sub Sahariana: i paesi indebitati sono esposti alla stretta monetaria degli USA

L'aumento del prezzo delle materie prime, benché ancora a un livello relativamente basso, sta sostenendo la ripresa nella maggior parte dei paesi dell'Africa Sub Sahariana. La crescita economica si porterà al 2,3% quest'anno, un'accelerazione significativa rispetto al dato deludente del 2016 (0,8%) quando era stato registrato il risultato peggiore degli ultimi anni. Nel 2018 la crescita economica dovrebbe registrare un'ulteriore accelerazione, portandosi al 3,2%. Quasi tutti i paesi della regione stanno beneficiando di una solida crescita quest'anno. Tuttavia, la ripresa è ancora debole in molti paesi che hanno sofferto per il forte calo del prezzo delle

materie prime, soprattutto il petrolio, e devono confrontarsi con ricavi più bassi. Le principali economie della regione usciranno dalla recessione, i paesi esportatori (tra cui Zambia e Angola) torneranno a crescere e le economie più diversificate (ad esempio, Senegal e Etiopia) continueranno a viaggiare a un ritmo più sostenuto. Il peggio sembra essere passato per le economie dipendenti dalle materie prime, le cui valute stanno riprendendosi dai livelli bassi registrati lo scorso anno, e alcuni paesi hanno già avviato un allentamento della politica monetaria. A differenza delle economie avanzate, i paesi africani hanno dovuto aumentare in modo significativo i tassi di interesse allo scopo di sostenere le loro valute e contrastare l'inflazione elevata. Ghana, Nigeria e anche il Sudafrica hanno iniziato a tagliare i tassi di interesse contestualmente alla stabilizzazione delle loro valute, l'inflazione è scesa e le loro economie hanno bisogno di essere sostenute. Un inasprimento (più rapido) della politica monetaria degli USA avrebbe indubbiamente un impatto sulla regione africana. In passato i paesi dell'Africa Sub Sahariana hanno contratto ingenti prestiti per finanziare i loro ambiziosi (e necessari) programmi di investimento e i forti deficit di bilancio dopo che le finanze pubbliche erano state colpite dal calo dei prezzi delle materie prime. Molti paesi sono ricorsi ai mercati internazionali dei capitali (Zambia) o hanno attirato l'interesse di investitori internazionali (Ghana). Gli investitori nei paesi avanzati si sono orientati verso mete esotiche alla ricerca di rendimenti.

L'elevato debito pubblico, sia esterno che interno, dovuto ai costi elevati per il servizio del debito, aumenta la vulnerabilità di questi paesi nei confronti di un rialzo dei tassi di interesse e di un apprezzamento del Dollaro.

Sudafrica: tecnicamente fuori dalla recessione, ma restano le incertezze

Nel secondo trimestre del 2017 la crescita economica ha toccato il 2,5% dopo due trimestri in flessione. L'economia dovrebbe registrare una modesta ripresa dello 0,7% quest'anno rispetto allo 0,3% nel 2016. Dopo la grave siccità dello scorso anno, la produzione agricola ha registrato una ripresa nel 2017 e rappresenta il motore principale della crescita economica. La lieve ripresa dei prezzi delle materie prime contribuisce a sostenere la crescita. Tuttavia, l'economia del Sudafrica è frenata dall'incertezza politica che pesa sulla fiducia di consumatori e imprese. Gli scandali di corruzione, il rimpasto di governo a marzo dello scorso anno, cui ha fatto seguito il declassamento da parte delle agenzie di rating Fitch e S&P, e la fragilità dell'economia hanno indebolito la posizione del Presidente Zuma e danneggiato la popolarità del Congresso Nazionale Africano (ANC). Il prossimo mese di dicembre si procederà all'elezione del nuovo leader, e nuovo presidente, dell'ANC. È difficile prevedere chi succederà a Zuma. Un candidato più orientato alle attività economiche sarebbe la soluzione migliore dato che contribuirebbe a sostenere la fiducia degli investitori internazionali nei confronti del paese. Negli anni passati sono aumentati i timori in materia di governance, processo decisionale e

prudenza fiscale e servono delle riforme strutturali per invertire questa tendenza.

L'inflazione è ancora elevata, ma è scesa entro l'obiettivo fissato dalla banca centrale (3-6%) grazie al calo dei prezzi dei prodotti alimentari e al lieve rafforzamento del Rand nei confronti del Dollaro statunitense. A seguito del calo dell'inflazione, la banca centrale del Sudafrica ha colto l'occasione per ridurre il tasso di interesse di 25 punti base, portandolo al 6,75% per sostenere l'economia. L'espansione economica del Sudafrica potrebbe beneficiare di ulteriori tagli dei tassi di interesse, ma il governo ha un margine di manovra limitato a causa della prevista stretta monetaria degli USA. Il Sudafrica è uno dei paesi maggiormente esposti ai cambiamenti del clima sui mercati a causa della sua dipendenza dagli afflussi di portafoglio. Per continuare ad attirare investitori e quindi sostenere il Rand, è importante che il paese abbia un differenziale positivo (relativamente ampio) del tasso di interesse con gli USA. Ciò vale soprattutto in questa fase di incertezza politica e di retorica populista. L'incertezza politica persisterà anche il prossimo anno contribuendo quindi alla modesta crescita dell'1,4%.

Nigeria: adeguamento ai prezzi più bassi del petrolio

Dopo un 2016 che ha segnato il primo anno di recessione (-1,6%), l'economia sta mostrando dei segnali di miglioramento. Quest'anno la crescita economica dovrebbe toccare l'1,1% grazie all'aumento della produzione e dei prezzi del petrolio. Tuttavia, l'attività economica è ancora ostacolata dall'alto tasso di inflazione e dagli interessi elevati che stanno frenando la domanda interna. Benché la situazione sul mercato dei cambi sia migliorata e nonostante l'aumento dell'offerta di dollari, restano ancora delle carenze di questa valuta. La banca centrale continua a intervenire sul mercato dei cambi, sono disponibili tassi di cambio multipli e restano in vigore alcune restrizioni. Ne deriva che il paese continua a confrontarsi con problemi di trasparenza e una situazione commerciale estremamente complessa. Un sostegno all'economia verrà dal miglioramento del settore agricolo e dagli investimenti nelle infrastrutture, con un ulteriore aumento della crescita economica nel 2018 (+2,3%). Tuttavia, nel caso della Nigeria, l'incertezza politica continua a frenare la crescita economica e comporta dei rischi al ribasso. Più nello specifico, l'incertezza politica ha un impatto negativo sulla fiducia e ostacola gli investimenti.

4. Implicazioni per l'andamento delle insolvenze

4.1 Andamento globale delle insolvenze

Crescita globale delle insolvenze, contributi regionali



Fonte: Atradius

Miglioramento del contesto d'insolvenza

La ripresa economica ha continuato a consolidarsi a livello mondiale favorendo un miglioramento delle prospettive di insolvenza rispetto a quanto ipotizzato a maggio. Come discusso nei precedenti capitoli, si nota oggi un'ampia ripresa congiunturale dell'attività economica globale. Ciò si riflette in una previsione lievemente più ottimista delle insolvenze a livello globale, con un calo previsto del 3% nel 2017 rispetto all'1,0% delle precedenti previsioni, una stima già confermata dai dati di insolvenza per quest'anno. Alla luce del fatto che l'andamento favorevole dovrebbe proseguire anche il prossimo anno, prevediamo un ulteriore calo delle insolvenze del 2% nel 2018. I rischi al nostro scenario di base per quanto riguarda le insolvenze restano al ribasso. Una politica monetaria errata, il principale rischio per le prospettive economiche globali, avrebbe forti ripercussioni negative anche per quanto riguarda le previsioni di insolvenza. Qualora la Federal Reserve (o altre banche centrali delle economie avanzate) dovesse operare la stretta monetaria in modo eccessivamente rapido, il rischio sarebbe una frenata dell'attività economica, in parte dovuta al ridotto accesso ai finanziamenti. Si tratta di un rischio al ribasso per le imprese fortemente indebitate non soltanto nei mercati avanzati, ma anche nelle economie emergenti. Come già indicato nel Capitolo 3, una politica di inasprimento errata o mal gestita da parte della Fed mette a rischio le imprese dell'area EME che potrebbero andare incontro a deflussi di capitali e maggiori costi finanziari. Ulteriori rischi sono rappresentati dalla possibile correzione del mercato azionario e da un forte rallentamento della Cina, con il conseguente calo della domanda di import a livello globale. Infine, un altro rischio persistente è l'incertezza politica, ad esempio i negoziati sulla Brexit e la rinegoziazione degli accordi commerciali negli Stati Uniti.

Box 3: Nuovo modello previsionale delle insolvenze

Il nostro Dipartimento di Studi Economici ha sviluppato un nuovo modello econometrico che consente di elaborare previsioni più accurate per quanto riguarda l'andamento delle insolvenze nei mercati avanzati. I fattori principali su cui si basa il modello sono rimasti invariati: gli indicatori generali del ciclo economico, tra cui la crescita del PIL, sono inversamente proporzionali alla crescita delle insolvenze. La valenza predittiva è stata ora notevolmente migliorata incorporando ulteriori variabili macroeconomiche significative:

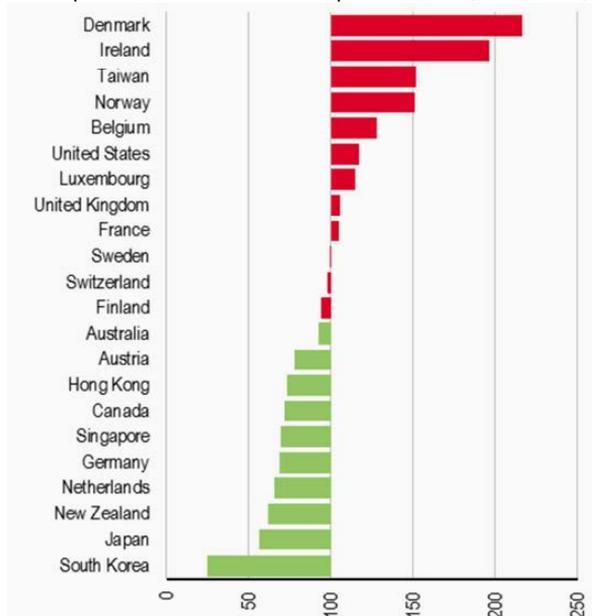
- il tasso di disoccupazione (o le sue variazioni) in quanto fattore indicativo delle attuali condizioni di salute del mercato del lavoro;

- la crescita della produzione industriale in quanto indicatore significativo dell'attività delle imprese e della performance economica.

Come in passato, l'approccio adottato da Atradius in materia di previsioni di insolvenza è duplice, poiché unisce dati quantitativi alle valutazioni di esperti del settore. Eventuali deviazioni dal risultato del modello sono suggerite da esperti locali sulla base di altri sviluppi macroeconomici o finanziari, condizioni di credito e dati storici di insolvenza.

4.2 Livelli di insolvenza 2017 rispetto al periodo pre-crisi

Livello percentuale di insolvenze rispetto al 2007 (2007 = 100)



Fonte: Atradius, Macrobond, Enti nazionali

Prospettive migliori nell'Eurozona

L'economia dell'Eurozona ha continuato ad acquistare slancio dalla fine del 2016 facendo finalmente registrare una ripresa su larga scala. La domanda interna è in aumento, sostenuta dal basso tasso di inflazione e dalla politica monetaria ultra-espansiva che dovrebbe proseguire per tutto il 2018, come accennato nel Capitolo 1. L'allentamento degli standard di concessione del

credito è confermato in tutte le categorie di prestiti e la crescita dei finanziamenti alle imprese da parte delle banche continua ad aumentare, come evidenziato nel *Bank Lending Survey* della BCE riferito al terzo trimestre. Le esportazioni stanno sostenendo la crescita del PIL, grazie anche alla maggiore solidità dell'economia globale. A livello di Eurozona, le insolvenze dovrebbero scendere del 7,8% quest'anno e del 6,1% nel 2018.

Tuttavia, in alcuni paesi il numero delle insolvenze³⁴ continua ad essere molto più elevato rispetto ai livelli pre-crisi, in particolare nei paesi del Sud Europa.

I **Paesi Bassi** continueranno a registrare il calo più significativo delle insolvenze (-23,0%). Benché il volume dei fallimenti sia già storicamente basso, nel primo semestre di quest'anno il numero totale di insolvenze nei Paesi Bassi è stato inferiore del 22% rispetto allo stesso periodo del 2016. Questo andamento dovrebbe proseguire, in linea con la solida e ampia crescita economica e con i livelli elevati di fiducia di consumatori e imprese. Nel 2018 prevediamo un calo più contenuto (-4%) dato che il volume annuale di insolvenze è oggi soltanto il 60% del livello del 2007.

Le prospettive per il 2017/2018 per quanto riguarda la **Germania** sono altrettanto positive, grazie al buon andamento dell'export e alla crescita della domanda interna e della spesa pubblica. Gli indicatori del livello di fiducia hanno raggiunto i massimi storici, in particolare per quanto riguarda il settore manifatturiero e l'edilizia. Questo contesto favorevole dovrebbe consentire un calo delle insolvenze del 7,0% nel 2017 e del 4,0% nel 2018.

La **Finlandia** (-12%) dovrebbe registrare il terzo maggior calo di insolvenze nel 2017 prima di stabilizzarsi su una flessione più contenuta (-2%) nel 2018. La Finlandia viaggia su ritmi di crescita sostenuti grazie al solido aumento dei consumi privati, al calo della disoccupazione, all'inflazione contenuta e ai tassi di interesse molto bassi.

Il PIL della **Francia**, sulla scia delle politiche di sostegno alla crescita varate dal nuovo Presidente, dovrebbe aumentare dell'1,5% quest'anno e dell'1,6% nel 2018. Dopo il forte calo registrato nel 2016 (-7,6%), abbiamo rivisto le nostre previsioni di insolvenza per la Francia portandole a -7,0%. Un'ulteriore flessione del 7,0% nel 2018 riporterà il numero totale di insolvenze della Francia vicino ai livelli pre-crisi. La domanda interna in **Italia** sta sostenendo una modesta ripresa economica che dovrebbe proseguire nonostante il clima di instabilità politica. I dati di insolvenza relativi alla seconda metà del 2017 sono positivi (-15%) e ci aspettiamo un calo totale del 12% nel 2017. Il PIL della **Spagna** sta registrando il tasso di crescita più elevato dell'Eurozona: si tratta del quarto anno di crescita e di solida espansione del mercato del lavoro. Tra il 2014 e il 2016 il numero totale di fallimenti in Spagna aveva registrato ogni anno una flessione a due cifre e avevamo quindi previsto un ulteriore calo dell'8,0% nel 2017.

³⁴ A partire da luglio di quest'anno, Atradius utilizza dati forniti da Macrobond

4.3 Previsioni di insolvenza per il 2017

% variazione anno su anno



Fonte: Atradius

Tuttavia, i dati del primo semestre di quest'anno sono stati inferiori alle aspettative, con un aumento del 4,0% rispetto allo stesso periodo del 2016. Ciò potrebbe essere dovuto al numero di imprese attive (+5,2% nel secondo trimestre del 2017 rispetto all'anno precedente) e/o all'attuale politica di *deleveraging* nel settore privato. Tuttavia, nulla indica che questa tendenza possa proseguire. L'espansione economica è solida e le prospettive sono positive. Anche il mercato del lavoro continua a rafforzarsi e il tasso di disoccupazione, pur mantenendosi elevato, è al livello più basso degli ultimi otto anni (17,2% della popolazione attiva). Per quest'anno prevediamo quindi un moderato aumento del 3,0% delle insolvenze, seguito da un calo del 4,0% nel 2018. Il numero totale delle insolvenze in Spagna resta quattro volte superiore ai livelli del 2007, il valore più alto tra i paesi analizzati.

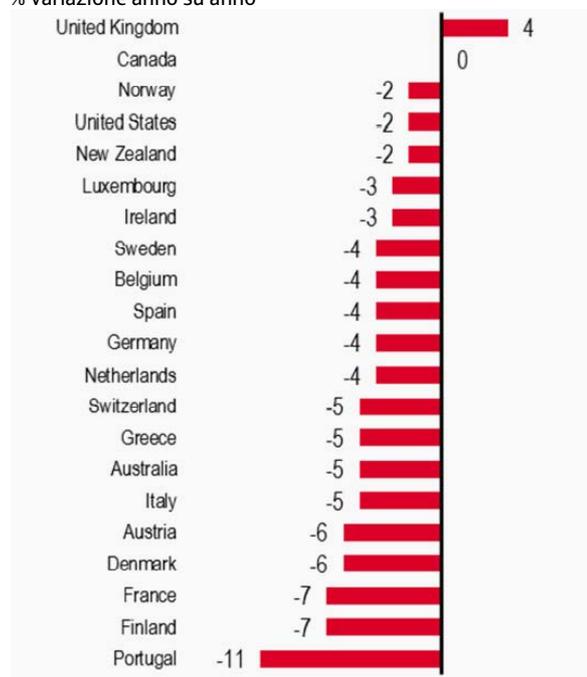
Per quanto riguarda il **Portogallo**, il numero di insolvenze è ancora circa tre volte il dato del 2007, ma quest'anno il paese sta registrando il secondo calo più significativo dell'Eurozona (-16,0%), seguito da un'ulteriore flessione dell'11,0% nel 2018. Tuttavia, il tasso di insolvenza del Portogallo è pari a circa il 235% dei livelli pre-crisi. Il PIL portoghese sta registrando il tasso di crescita più rapido degli ultimi dieci anni.

Al di fuori dell'Eurozona, particolarmente degne di nota sono le previsioni per il 2017 per quanto riguarda la **Danimarca**. Tuttavia, le statistiche di insolvenza per questo paese sono difficili da prevedere a causa di una modifica strutturale attuata lo scorso anno, inclusa la risoluzione di un *backlog* significativo. Per questo motivo le insolvenze hanno visto un forte aumento lo scorso anno, nonostante l'accelerazione dell'economia. Prevediamo che ciò si tradurrà in un adeguamento statistico nel 2017 (-22% rispetto al punto di partenza nel

2016). Nel 2018 ci aspettiamo un ulteriore calo del 6%. Le imprese saranno sostenute anche dai tassi di interesse molto bassi.

4.2 Previsioni di insolvenza per il 2018

% variazione anno su anno



Fonte: Atradius

Nonostante l'elasticità mostrata dall'economia britannica nel 2016 e il livello elevato di fiducia, le insolvenze nel **Regno Unito** stanno registrando un andamento al rialzo. Per la prima volta dal 2011, lo scorso anno il numero totale di fallimenti ha visto un aumento, benché moderato (+1,0%). Questa tendenza dovrebbe proseguire nei prossimi mesi e nel 2018 a causa del rallentamento della crescita del PIL. L'inflazione elevata sta determinando una contrazione dei salari reali, con un effetto sui consumi privati che rappresentano il motore principale dell'attività economica del Regno Unito. Ciò sarà probabilmente accentuato dal previsto inasprimento del credito al consumo da parte delle banche, dato che la BoE ha già avviato una politica di stretta monetaria.

Prevediamo che la crescita del PIL rallenterà all'1,6% quest'anno, mentre i casi di fallimento dovrebbero aumentare del 2,0%. L'avvio dei negoziati sulla Brexit sta facendo aumentare l'incertezza, il cui effetto si ripercuoterà sugli investimenti delle imprese e sulla contrazione della crescita del PIL, che si fermerà all'1,0% nel 2018. Prevediamo che le insolvenze scenderanno ulteriormente del 4,0% nel 2018.

Continua la solida performance degli Stati Uniti, ma l'incertezza politica resta un rischio al ribasso

Dall'altra parte dell'Atlantico, le prospettive economiche per gli **Stati Uniti** sono altrettanto solide, come dimostra l'elevato livello di fiducia delle imprese. Il PIL degli Stati Uniti dovrebbe crescere del 2,0% nel 2017 e 2018. Le prospettive positive sono supportate dall'aumento

significativo dei posti di lavoro, dal basso tasso di disoccupazione e dall'andamento positivo dei salari. In questo contesto, il numero di fallimenti si attesta a livelli storicamente bassi. Nel terzo trimestre del 2016 il numero di fallimenti negli Stati Uniti ha raggiunto il livello più basso dal quarto trimestre del 2006. Prevediamo un calo del 4,0% del numero totale di insolvenze quest'anno e una lieve flessione del 2,0% nel 2018. Le prospettive per gli USA sono esposte a dei rischi al rialzo (riforma fiscale), ma anche al ribasso (commercio, NAFTA).

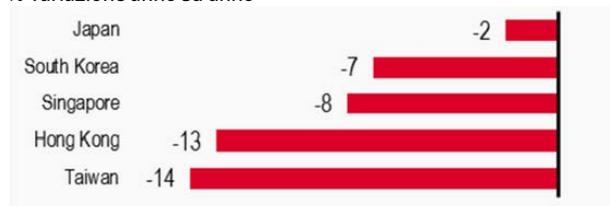
La crescita del PIL nell'Asia Avanzata migliora i dati di insolvenza

Come discusso nel Capitolo 3, l'Asia Avanzata sta beneficiando di una ripresa della crescita del PIL grazie al miglioramento del commercio globale e alla domanda di import superiore alle attese da parte della Cina. Di conseguenza, prevediamo che il numero di casi di insolvenza vedrà una flessione significativa quest'anno. Nel 2018 prevediamo che le insolvenze registreranno un ulteriore calo, benché più contenuto a causa del previsto rallentamento della crescita del PIL.

Il rischio in questo caso è rappresentato da un atterraggio duro della Cina, che determinerebbe un calo significativo della domanda di import cinese e un forte impatto negativo sulle previsioni di insolvenza per l'Asia Avanzata.

4.5 Previsioni di insolvenza per il 2017 - Asia

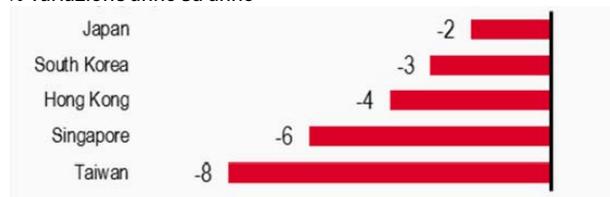
% variazione anno su anno



Fonte: Atradius

4.6 Previsioni di insolvenza per il 2018 - Asia

% variazione anno su anno



Fonte: Atradius

Le condizioni economiche in molti mercati emergenti hanno visto un rallentamento lo scorso anno. Gli esportatori di materie prime hanno sofferto a causa del calo dei prezzi, mentre il rallentamento della Cina ha avuto un impatto negativo su commercio e finanze in molti paesi.

Benché le condizioni economiche mostrino già dei segnali di miglioramento, l'impatto del rallentamento sta ancora avendo un effetto sui paesi BRIC. L'**India** rappresenta un'eccezione. Quest'anno, l'economia indiana sta crescendo meno del previsto, ma si mantiene comunque

a livelli elevati. Ne deriva che il numero di insolvenze dovrebbe continuare a registrare un calo nel 2017. Con il rallentamento e il riequilibrio dell'economia della **Cina** lo scorso anno, e nonostante la crescita superiore alle attese quest'anno, le insolvenze dovrebbero registrare un aumento nel 2017. Le imprese devono confrontarsi con un peggioramento delle condizioni di finanziamento e, inoltre, la struttura dell'economia sta cambiando, orientandosi maggiormente verso servizi e consumi. Ciò comporterà inevitabilmente una contrazione delle opportunità commerciali in settori quali l'acciaio, come discusso nel Capitolo 1, e un conseguente aumento delle insolvenze. L'espansione in altri settori offre delle opportunità, che tuttavia non prendiamo in considerazione per quanto riguarda le nostre previsioni di insolvenza.

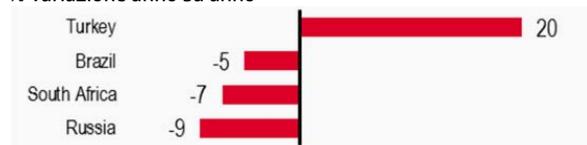
La **Turchia** dovrebbe far registrare un aumento dei casi di insolvenza quest'anno (+20%) e nel 2018 (+7%) a causa dell'inflazione elevata, delle oscillazioni della Lira turca e del previsto rallentamento della domanda interna nel 2018. Inoltre, i crescenti rischi politici hanno un impatto negativo sulle prospettive di crescita. In **Russia**, l'aumento dei prezzi del petrolio sostiene la ripresa economica. Nonostante la crescita debole del PIL, prevediamo un calo delle insolvenze nel 2017 (-9%) e 2018 (-2%).

Anche nel caso del **Brasile** ci aspettiamo una flessione delle insolvenze quest'anno (-5%) e un calo significativo nel 2018 (-10%) dato che il paese sta uscendo dalla profonda fase di recessione del 2015/2016. Nel 2017 il Brasile dovrebbe crescere dello 0,6%. Il contesto inflazionistico si sta allentando e la banca centrale sta tagliando il tasso di riferimento Selic (oggi al 7,5%) portandolo al di sotto del 7% nel corso del periodo di riferimento. Il rischio di credito sta migliorando. Inoltre, il *Bank Lending Conditions Survey* dell'Istituto della finanza internazionale riferito al secondo trimestre evidenzia un miglioramento delle condizioni di finanziamento in America Latina nel terzo trimestre.

Infine, il **Sudafrica** che sta uscendo dalla fase di recessione tecnica grazie alla crescita sostenuta del settore agricolo. Tuttavia, la ripresa si conferma molto fragile. L'incertezza politica sta pesando su investimenti e fiducia, mentre il tasso di disoccupazione resta elevato. Il calo del 10% delle insolvenze registrato fino a settembre è quindi sorprendente. Ci aspettiamo una flessione dei casi di insolvenza del 7% quest'anno e del 2% nel 2018.

4.7 Previsioni di insolvenza per il 2017 - principali paesi EME*

% variazione anno su anno

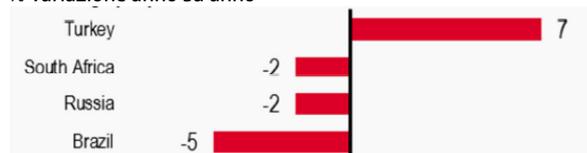


* A causa dell'insufficienza di dati, le stime per Cina e India non sono disponibili.

Fonte: Atradius

4.8 Previsioni di insolvenza per il 2018 - principali paesi EME*

% variazione anno su anno



* A causa dell'insufficienza di dati, le stime per Cina e India non sono disponibili.

Fonte: Atradius

Appendici: tabelle previsionali

Tabella A1: Principali dati macroeconomici - Mercati avanzati

	Crescita del PIL (% variaz.)			Inflazione (% variazione)			Saldo Bilancio (% PIL)			Partite correnti (% PIL)			Crescita dell'export (% variazione)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Australia	2.5	2.2	2.3	1.3	2.1	2.4	-2.7	-1.6	-1.4	-2.7	-1.5	-1.7	7.3	4.2	6.3
Austria	1.5	2.9	2.2	0.9	1.8	1.4	-1.5	-1.4	-1.1	2.1	1.6	1.0	2.2	5.6	4.1
Belgio	1.5	1.7	1.5	2.0	1.8	2.0	-2.7	-1.3	-1.5	0.1	-1.0	-0.9	7.5	5.2	3.8
Canada	1.5	3.0	2.2	1.4	1.6	2.3	-0.6	-0.8	-1.3	-3.3	-2.5	-2.1	1.0	2.9	3.9
Danimarca	1.7	2.3	1.9	0.3	1.9	1.7	-0.9	-0.4	0.0	7.3	7.8	7.2	2.5	4.5	2.1
Finlandia	1.9	2.6	2.0	0.4	0.6	1.1	-1.8	-1.1	-1.1	-1.4	-0.5	0.0	1.3	7.7	2.1
Francia	1.1	1.8	1.8	0.2	0.9	0.9	-3.4	-2.9	-2.8	-0.9	-1.1	-1.2	1.9	3.1	4.1
Germania	1.9	2.2	2.1	0.5	1.7	1.8	0.8	0.7	0.6	8.3	7.7	7.5	2.4	3.9	3.3
Grecia	0.0	1.1	2.4	-0.8	0.2	-0.1	0.4	0.8	0.7	-1.4	-0.6	0.1	-1.7	5.3	6.5
Hong Kong	2.0	3.6	2.5	2.4	1.7	2.0	1.7	0.8	-0.3	4.6	4.7	3.8	0.9	5.1	3.4
Irlanda	5.1	4.1	2.5	0.0	0.8	1.5	-0.7	0.5	0.7	3.4	5.0	3.5	4.7	2.6	1.8
Italia	1.1	1.6	1.4	-0.1	1.0	1.5	-2.5	-2.1	-1.8	2.7	2.4	2.1	2.6	5.1	3.1
Giappone	1.0	1.7	1.7	-0.1	0.5	0.8	-4.6	-5.2	-5.6	3.7	3.7	3.7	1.1	6.5	4.9
Lussemburgo	3.1	3.7	3.5	0.0	1.7	2.0	1.6	0.3	0.3	4.8	5.5	6.8	2.7	4.8	4.6
Paesi Bassi	2.1	3.1	2.1	0.3	1.1	1.4	0.3	0.9	0.2	9.0	10.0	9.7	4.1	5.2	3.7
Nuova Zelanda	3.5	2.5	2.6	0.7	1.6	2.2	1.2	1.6	1.7	-2.5	-2.3	-1.7	1.5	2.7	4.0
Norvegia	1.0	2.3	2.3	3.6	1.1	1.4	4.9	2.3	1.1	3.9	3.5	2.4	-1.9	1.7	3.4
Portogallo	1.5	2.7	2.2	0.6	1.3	1.3	-2.0	-1.4	-1.3	0.9	0.6	0.4	4.1	7.8	4.8
Singapore	2.0	3.0	2.8	-0.5	0.6	1.5	-1.2	-0.1	0.0	19.1	20.0	20.0	1.6	4.5	3.9
Spagna	3.3	3.1	2.6	-0.2	1.4	1.2	-4.6	-3.1	-2.5	1.9	1.7	1.4	4.8	6.4	4.9
Corea del Sud	2.8	3.3	3.0	1.0	1.9	1.9	1.0	0.7	0.4	7.0	5.9	5.6	2.1	3.8	4.7
Svezia	3.1	3.1	2.6	1.0	1.9	2.0	1.2	1.2	0.8	4.5	4.1	3.8	3.0	3.5	4.0
Svizzera	1.4	0.9	2.3	-0.4	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	9.4	9.0	10.8	6.8	2.3	4.8
Regno Unito	1.8	1.5	1.5	0.6	3.2	1.6	-3.3	-2.5	-2.0	-5.9	-4.5	-3.2	1.1	4.1	2.6
USA	1.5	2.2	2.6	1.3	2.2	1.6	-5.0	-4.3	-4.1	-2.4	-2.5	-2.8	-0.3	3.3	3.6
Eurozona	1.8	2.3	2.0	0.2	-	-	-1.5	-1.1	-1.0	3.5	3.1	2.9	3.2	4.5	3.6

Source: Oxford Economics

Tabella A2: Indicatori macroeconomici – Mercati avanzati

	Consumi privati (% var.)			Investimenti fissi (% var.)			Consumi pubblici (% var.)			Vendite al dettaglio (% var.)			Produzione industriale (% var.)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Australia	2.7	2.4	2.3	-2.7	1.9	-1.1	4.2	3.1	3.1	2.2	2.0	2.6	1.3	1.1	2.0
Austria	1.6	1.2	1.7	3.6	4.3	3.4	2.1	1.2	1.4	0.8	1.5	1.7	2.0	3.7	3.5
Belgio	1.7	1.4	1.7	3.6	0.8	2.6	0.5	1.2	2.1	-0.7	0.1	2.6	4.3	2.6	1.8
Canada	2.3	3.5	2.2	-3.1	1.7	1.9	2.0	1.3	1.6	4.0	5.9	2.7	-0.1	6.3	2.1
Danimarca	2.1	2.3	2.1	5.6	1.9	2.3	0.4	1.4	2.1	0.5	0.7	1.9	3.5	1.4	1.4
Finlandia	1.8	2.5	2.4	7.2	9.3	4.2	1.2	0.8	1.0	1.1	2.3	1.2	2.2	3.1	2.4
Francia	2.1	1.2	1.9	2.7	3.5	2.8	1.2	1.4	1.3	3.2	3.3	2.3	0.2	1.8	1.9
Germania	1.9	2.0	1.8	2.9	3.9	4.2	3.7	1.6	1.8	2.1	3.1	1.6	1.2	3.2	2.6
Grecia	1.4	0.9	1.5	0.0	-0.9	2.2	-2.1	2.7	3.2	-0.6	1.3	2.1	2.5	5.0	1.6
Hong Kong	1.8	4.3	2.5	-0.3	4.6	2.9	3.4	3.2	2.9	-7.1	1.2	2.5	-0.4	2.7	1.0
Irlanda	3.1	2.8	3.3	60.4	-19.5	-11.6	5.2	1.9	1.5	5.4	6.6	5.0	0.7	-2.1	3.5
Italia	1.5	1.4	1.2	3.0	3.0	3.6	0.5	0.7	0.3	0.6	0.7	1.1	1.9	3.1	1.6
Giappone	0.4	1.5	1.1	1.0	3.3	3.0	1.3	0.2	1.2	-0.3	1.6	0.9	-0.2	4.5	2.2
Lussemburgo	2.4	2.2	2.9	0.5	5.9	3.9	2.0	2.1	2.3	-53.9	-20.5	2.7	0.4	-2.4	6.1
Paesi Bassi	1.5	2.1	2.0	5.2	5.5	3.7	1.1	1.1	1.3	1.1	2.8	1.3	2.1	0.8	1.7
Nuova Zelanda	4.2	3.8	2.2	5.5	2.6	3.2	2.2	3.2	1.2	4.9	4.7	2.1	4.4	2.0	2.8
Norvegia	1.3	2.7	3.1	-0.4	4.7	5.7	2.1	1.9	2.0	-0.8	2.4	3.2	-1.7	3.4	2.7
Portogallo	2.1	2.1	2.2	1.6	8.8	4.1	0.6	0.0	0.7	2.8	3.8	2.3	2.3	4.5	3.0
Singapore	0.6	0.3	1.6	-2.5	-2.9	4.1	6.3	6.1	4.6	1.2	0.8	0.8	3.5	10.4	5.9
Spagna	3.0	2.6	2.2	3.3	4.4	3.2	0.8	1.0	1.1	3.5	1.7	2.0	2.0	2.1	2.1
Corea del Sud	2.5	2.4	2.6	5.2	9.4	2.7	4.3	4.1	5.6	4.2	2.1	2.6	0.7	1.8	3.3
Svezia	2.1	2.7	2.6	5.3	9.0	6.1	3.0	0.3	1.1	3.0	2.9	3.4	1.0	5.2	4.0
Svizzera	1.5	1.3	1.6	3.1	1.5	2.9	1.6	1.4	1.3	-1.1	-0.3	0.7	0.3	2.9	3.1
Regno Unito	2.9	1.5	0.9	1.3	2.1	1.8	1.1	0.5	0.4	4.6	2.2	2.3	1.3	1.5	1.8
USA	2.7	2.7	2.6	0.6	3.0	3.9	1.0	0.0	0.4	4.6	3.5	3.4	-1.2	1.6	2.9
Eurozona	2.0	1.8	1.8	4.3	2.5	3.1	1.7	1.2	1.3	1.4	2.5	1.9	1.5	2.4	2.2

Source: Oxford Economics

Tabella A3: Principali dati macroeconomici – Mercati emergenti

	Crescita del PIL (% var)			Inflazione (% var.)			Saldo di bilancio (% PIL)			Consumi privati (% var.)			Crescita delle esportazioni (% var.)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Asia Emergente	6.0	6.0	5.9	2.8	2.4	3.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cina	6.7	6.8	6.4	2.0	1.6	2.3	1.8	1.3	1.1	7.9	7.7	7.3	1.8	7.2	4.7
India	7.9	6.5	7.5	4.9	3.3	5.5	-0.5	-1.7	-1.9	9.2	7.0	8.8	1.2	4.9	4.8
Indonesia	5.0	5.1	5.3	3.5	3.9	4.2	-1.8	-1.5	-1.2	5.0	5.0	5.1	-1.7	8.8	5.9
Malesia	4.2	5.6	4.8	2.1	3.8	2.9	2.3	2.9	2.5	6.0	6.9	5.3	1.1	9.2	3.3
Thailandia	3.2	3.9	3.2	0.2	0.7	1.9	11.9	11.2	12.5	3.1	3.7	3.1	2.1	6.5	5.2
America Latina	-1.5	1.1	2.5	12.2	6.5	5.7	-	-	-	-1.7	1.5	2.7	-	-	-
Argentina	-2.2	3.0	3.9	41.4	26.2	18.5	-2.7	-4.4	-4.4	-1.4	4.8	4.5	3.7	-1.2	4.4
Brasile	-3.6	0.8	2.4	8.7	3.4	3.9	-1.3	-0.6	-1.5	-4.3	0.5	2.3	1.7	4.7	3.3
Messico	2.0	2.3	2.3	2.8	6.0	3.9	-2.2	-2.0	-2.2	2.4	3.2	2.0	1.3	5.0	3.4
CSI	0.3	2.3	2.2	8.3	5.6	5.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Repubblica Ceca	2.5	4.8	3.5	0.7	2.4	2.4	1.2	1.4	0.2	3.5	4.3	3.7	4.3	7.9	6.6
Ungheria	1.9	3.7	3.3	0.4	2.3	2.6	6.2	4.2	3.3	5.0	4.2	3.8	5.8	7.0	5.7
Polonia	2.6	4.3	3.4	-0.6	2.0	2.5	-0.3	-0.9	-1.7	3.7	5.0	4.0	8.9	5.2	5.6
Russia	-0.3	2.1	1.8	7.0	3.9	4.0	2.1	2.3	2.6	-4.5	4.0	2.9	3.1	4.5	3.3
Turchia	3.3	5.0	3.5	7.8	10.8	9.1	-3.8	-4.7	-4.4	3.7	4.1	3.0	-1.9	11.0	3.1
Africa	0.8	2.3	3.2	11.7	12.1	10.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nigeria	-1.6	1.1	2.3	15.7	16.6	14.3	0.7	1.6	1.7	-1.1	0.3	1.0	-3.8	6.1	7.6
Sudafrica	0.3	0.7	1.4	6.3	5.3	5.2	-3.3	-2.5	-3.2	0.8	0.9	1.5	-0.1	1.6	1.8
MENA	4.2	2.2	3.3	6.9	13.0	11.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Source: Oxford Economics

Tabella A4: Crescita delle insolvenze (% variazione annua)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017f	2018f
Australia	-4	18	3	-1	5	1	4	-22	10	-12	-8	-5
Austria	-6	0	9	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-6	-6
Belgio	1	10	11	2	7	4	11	-9	-9	-6	7	-4
Canada	-10	-7	-2	-11	-9	-4	0	-1	3	3	-4	0
Danimarca	21	54	54	13	-15	0	-8	-19	0	66	-22	-6
Finlandia	-1	16	25	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-12	-7
Francia	7	7	14	-5	-1	3	3	0	0	-8	-7	-7
Germania	-15	0	12	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4
Grecia	-6	10	15	25	35	28	10	3	8	3	-5	-5
Hong Kong	7	-3	50	-43	-13	2	15	3	1	-9	-13	-4
Irlanda	19	100	50	10	7	3	-19	-15	-10	-2	-9	-3
Italia	-37	18	29	21	7	14	14	11	-6	-7	-12	-5
Giappone	6	11	-1	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	-2	-2
Lussemburgo	5	-13	17	33	5	8	2	-20	5	14	-6	-3
Paesi Bassi	-13	-14	53	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-23	-4
Nuova Zelanda	-5	-35	45	-5	-12	-7	-13	-7	4	1	-12	-2
Norvegia	-6	41	47	-17	0	-13	18	6	-3	-1	0	-2
Portogallo	-12	54	36	21	-5	46	1	-13	10	-6	-16	-11
Singapore	-7	-16	-12	-25	-1	14	14	-12	1	1	-8	-6
Corea del Sud	-9	19	-27	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-7	-3
Spagna	18	188	88	-4	15	32	10	-27	-21	-9	3	-4
Svezia	-5	7	20	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	7	-4
Svizzera	0	1	-2	17	4	8	-1	-3	5	3	3	-5
Taiwan	68	-23	-58	-21	-4	-1	-18	-37	23	25	-14	-8
Regno Unito	-10	33	14	-18	2	-5	-22	8	8	-11	2	4
USA	42	52	41	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-2

Sources: National bureaus, Atradius Economic Research; f=forecast

Tabella A5: Livello delle insolvenze, indice (2007 = 100)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017f	2018f
Australia	100	118	121	120	126	127	133	104	115	101	93	88
Austria	100	100	110	101	93	96	87	86	82	83	78	73
Belgio	100	110	123	125	133	138	153	140	127	119	128	123
Canada	100	93	91	81	74	71	71	71	73	75	72	72
Danimarca	100	154	238	269	228	227	208	169	168	278	217	204
Finlandia	100	116	145	127	131	131	139	132	114	107	94	87
Francia	100	107	123	117	115	118	122	121	122	112	105	97
Germania	100	100	112	110	103	97	89	83	79	74	69	66
Grecia	100	110	127	159	214	275	302	312	337	347	329	313
Hong Kong	100	150	214	245	258	332	353	326	316	296	264	246
Irlanda	100	200	300	330	354	364	295	252	227	223	203	197
Italia	100	118	151	183	197	223	255	284	267	249	219	208
Giappone	100	111	110	95	90	86	77	69	64	60	59	58
Lussemburgo	100	87	102	135	142	154	156	124	131	149	140	136
Paesi Bassi	100	86	132	119	120	143	157	122	92	75	58	55
Nuova Zelanda	100	65	94	89	78	73	63	59	61	62	54	53
Norvegia	100	141	207	171	172	150	176	186	180	179	179	176
Portogallo	100	154	210	253	241	351	355	308	338	316	265	236
Singapore	100	123	164	158	149	150	153	142	131	148	138	131
Corea del Sud	100	108	130	128	128	137	140	132	127	118	109	102
Spagna	100	288	540	520	598	791	866	635	501	458	472	453
Svezia	100	107	128	123	118	126	130	122	108	103	111	106
Svizzera	100	101	99	115	120	129	128	124	130	134	138	132
Taiwan	100	104	115	93	89	89	89	79	80	73	67	65
Regno Unito	100	133	151	125	128	122	95	103	111	99	101	105
USA	100	152	215	199	169	142	118	95	88	85	82	80

Source: National bureaus, Atradius Economic Research; f=forecast