

FOCUS



A cura del Dipartimento Ricerche Economiche di Coface, in collaborazione con Istituto francese delle relazioni internazionali (IFRI)

Guerra in Ucraina: molti (grandi) perdenti, pochi (reali) vincitori

SINTESI

Dopo più di due mesi dall'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina lo scorso 24 febbraio, e nonostante i numerosi tentativi di negoziati, le prospettive di una rapida risoluzione della guerra sembrano sempre più improbabili. Con l'intensificarsi del conflitto, le sanzioni occidentali contro la Russia hanno continuato ad aumentare, con ben cinque ondate di sanzioni - che diventeranno sei a breve - imposte dall'Unione Europea da inizio guerra. In questo contesto, una rapida revoca delle sanzioni economiche e un ritorno alla situazione pre-guerra sembra del tutto illusoria, anche in caso di una fine anticipata del conflitto. In termini di conseguenze economiche, Coface ha rivisto al rialzo stima iniziale (pubblicata a inizio marzo¹) del costo a breve termine per l'economia globale, a circa un punto percentuale nel 2022.

In un contesto fortemente e persistentemente avverso, la guerra in Ucraina avrà pochi vincitori e molti vinti. L'importanza dei belligeranti - principalmente Russia, ma anche Ucraina e Bielorussia - nella produzione di molte materie prime e i timori di interruzioni dell'approvvigionamento, hanno portato a un'impennata dei prezzi, che, malgrado il recente calo di alcuni di essi, rimangono a livelli molto elevati. Le pressioni inflazionistiche, già prevalenti nella maggior parte delle regioni, hanno subito un inasprimento, generando un calo del reddito disponibile delle famiglie e, in definitiva, dei consumi, poiché il clima di tensione e l'elevata incertezza, con ogni probabilità, favoriranno risparmi precauzionali. La volatilità e l'incertezza peseranno fortemente anche sulle decisioni di investimento delle imprese la cui situazione finanziaria, nonostante le riserve di liquidità da record, è destinata a deteriorarsi in modo significativo poiché i costi di produzione continuano ad aumentare o rimangono elevati. Al di là delle economie dell'Europa centrale e orientale, che hanno legami economici e flussi commerciali significativi con la Russia, i paesi dell'Europa occidentale sono i più esposti a causa della loro elevata dipendenza dai combustibili fossili russi. Sebbene l'onda d'urto si sentirà in modo differente e in tempi diversi nel mondo, nessuna regione sarà risparmiata dall'inflazione importata, dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento e dal conseguente rallentamento del commercio globale. Coface stima quindi che la guerra avrà un impatto negativo importante anche negli Stati Uniti, dove la Fed sarà costretta a più rialzi dei tassi di interesse di quanto previsto, con enormi conseguenze per il resto del mondo. Come per ogni significativa stretta monetaria da parte della Fed, la maggior parte dei mercati emergenti dovrà effettivamente seguirne l'esempio per evitare deflussi di capitali e deprezzamento della valuta, in particolare quelli con ampi disavanzi delle partite correnti e/o debito estero a breve termine elevato. Inoltre - come già accennato nel Barometro di luglio 2021 - il rischio politico ha subito un forte incremento con la pandemia, problema più che mai attuale, poiché è probabile che le difficoltà di approvvigionamento e l'impennata dei prezzi alimentari alimenteranno le tensioni sociali. Il bilancio dei rischi è chiaramente inclinato verso il basso poiché si stanno accumulando venti contrari, in particolare la recrudescenza dei casi di COVID-19 in Cina, che accrescerà sia le pressioni inflazionistiche globali che le interruzioni delle catene di approvvigionamento. In un tale contesto, le scelte che le autorità monetarie stanno attualmente affrontando sono probabilmente tanto difficili quanto cruciali, in un contesto che combina inflazione elevata da decenni, necessità di margine di manovra fiscale e livelli molto elevati di debito pubblico e privato. Le conseguenze economiche della guerra in Ucraina si concretizzeranno principalmente dalla seconda metà del 2022 in poi, influenzando ovviamente i dati di crescita del PIL del 2022², ma ancor di più quelli per il 2023 e oltre, prospettive a più lungo termine che tratterà il nostro prossimo Barometro. In altre parole, è probabile che le cicatrici siano profonde e, al di là delle vittime umane, le conseguenze economiche si faranno sentire per anni dopo la fine di questa nuova guerra sul suolo europeo. È ancora presto per prevedere come si ridisegnerà l'economia globale dopo gli shock successivi all'inizio degli anni 2020, la percezione che abbiamo dall'inizio della pandemia è ancora valida: il mondo è cambiato e nulla sarà mai più lo stesso.

¹ Coface Focus: Conflitto Russia-Ucraina: Stagflazione In Vista. marzo 7, 2022. <https://www.coface.it/News-Pubblicazioni/Tutte-le-pubblicazioni-di-Coface-Coface/Conflitto-Russia-Ucraina-Stagflazione-In-Vista>

² Che dovrebbe rimanere positivo per via del rimbalzo post-pandemia, ancora in corso a inizio anno.

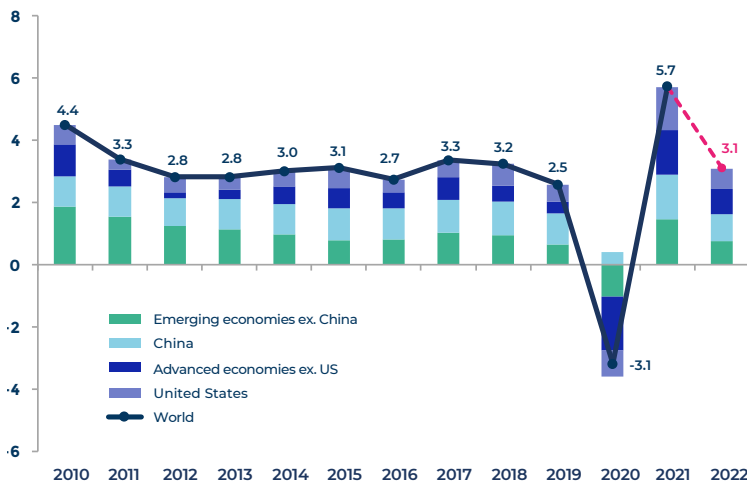


L'Europa al centro della guerra e delle incertezze economiche

Nella mappa mondiale di Coface sull'impatto economico della guerra in Ucraina (vedi Grafico 6 a pagina 7), non sorprende che i paesi belligeranti siano i più gravemente colpiti, sebbene sia difficile stimare con precisione l'entità del danno economico. L'Ucraina vivrà una recessione storica a causa dell'interruzione di numerose attività, mentre l'economia russa risentirà fortemente non solo delle sanzioni occidentali, ma anche dell'uscita dal paese della maggior parte delle imprese occidentali e delle misure adottate dalle autorità locali in reazione alle sanzioni (controlli sui capitali, forte rialzo del tasso di riferimento) con l'obiettivo di limitare - con successo - il deprezzamento del rublo. Non stupisce inoltre che gli altri paesi che sembrano essere i più colpiti siano quelli vicini ai belligeranti, sia geograficamente che economicamente, è il caso dell'economia europea e di quella dell'Asia centrale, con un effetto negativo netto stimato di circa 1,5 punti percentuali sulla crescita del PIL 2022 a livello aggregato (Grafici 1 e 2).

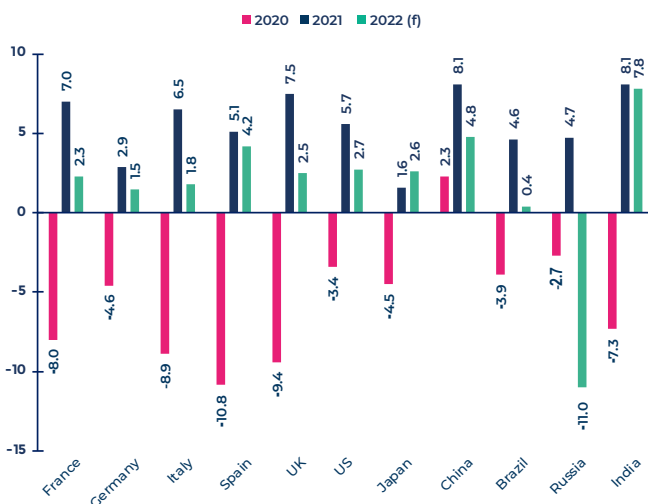
Abbiamo abbassato la nostra previsione di crescita del PIL per il 2022 da -15% a -38% per l'Ucraina e da -7,5% a -11% per la Russia dal Focus pubblicato all'inizio di marzo.

Chart 1: Global real GDP growth (annual average, %, contributions by region)



Sources : IMF, Coface

Chart 2: GDP growth (selected countries, annual average, %)



Sources : IMF, Coface

BOX 1: PROSPETTIVE DELLA GUERRA (A CURA DELL'IFRI - ISTITUTO FRANCESE DELLE RELAZIONI INTERNAZIONALI)

Dopo il fallimento della guerra lampo contro l'Ucraina iniziata il 24 febbraio scorso, il Cremlino sembra confuso sugli obiettivi e fatica ad adattare la strategia ai mezzi a sua disposizione. In queste condizioni, le dinamiche militari sul campo saranno determinanti per stabilire la durata e l'esito della guerra. In particolare quest'ultimo dipenderà dalla capacità di resistenza dell'esercito ucraino e, di conseguenza dalla consegna delle armi da parte dell'occidente, che si è rapidamente mosso su questo tema e ora fornisce all'Ucraina sistemi offensivi.

Per Mosca, lo scenario più adatto sarebbe stato la "liberazione" del Donbass entro i suoi confini amministrativi e la firma di un accordo di cessate il fuoco alle sue condizioni. Tutto ciò è ostacolato sia dalla difficoltà delle truppe russe ad avanzare rapidamente (soprattutto per la resistenza a Mariupol) sia dalla cessazione de facto dei colloqui, con ciascuna parte che accusa l'altra di riluttanza a scendere a compromessi. Si prevede pertanto il rischio di uno stallo nel Donbass, una situazione paragonabile a quella tra il 2014 e l'inizio del 2022, ma su scala diversa e all'interno di confini più ampi. Questa situazione insoddisfacente per la Russia potrebbe portare a un'escalation, ad esempio, con l'uso tattico delle armi di distruzione di massa sul campo di battaglia.

La reazione occidentale sarà cruciale: potrebbe verificarsi un'escalation, che potrebbe spingere la Russia a colpire un obiettivo NATO, come un deposito di armi o un convoglio in Polonia, intaccando così la credibilità della NATO. Pertanto la situazione rimane incerta come nella prima fase del conflitto. L'evoluzione dipenderà anche dal ritmo con cui altre due dinamiche - economica e sociale - peseranno sullo sforzo bellico russo. Finora, l'economia russa è stata resiliente, la Banca centrale ha stabilizzato il rublo e il nucleo del modello economico russo, basato sulle rendite energetiche, non è stato finora influenzato. Mentre l'Occidente è diviso sull'embargo sugli idrocarburi russi, calcolando il costo per le proprie economie, la Russia stessa sembra accelerare il processo tagliando il gas a Polonia e Bulgaria. Questo indica che le considerazioni economiche sono secondarie rispetto a ciò che la Russia percepisce come una minaccia ai suoi interessi vitali. Sul versante occidentale, a giudicare dalle ultime dichiarazioni degli Stati Uniti, le sanzioni non saranno revocate finché Vladimir Putin rimarrà al potere e la Russia continuerà a rappresentare una minaccia per i paesi vicini. Per allentare la morsa delle sanzioni, l'aiuto della Cina sarà fondamentale per Mosca, che corre il rischio però di aumentare gradualmente la dipendenza da Pechino.

Infine, le dinamiche politiche e sociali all'interno della Russia sono, per il momento, contenute dalla propaganda e dalla repressione, anche contro l'élite. Probabilmente non si verificherà una rivoluzione di palazzo o di strada, ma è già in atto un'erosione del sistema Putin, poiché il costo delle sue azioni sta gravando pesantemente sul futuro del Paese.

Mentre l'onda d'urto sarà avvertita in maniera differente e in tempi diversi nel mondo, i paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) stanno già subendo le conseguenze della guerra. La dipendenza del commercio estero dalla Russia è particolarmente elevata per i paesi baltici (nel 2021 le esportazioni e le importazioni totali con la Russia rappresentavano il 15,1% del PIL lituano), che dovrebbero risentire direttamente della recessione russa. A marzo, malgrado le misure governative per limitare l'impatto, diversi paesi CEE hanno registrato un'inflazione a doppia cifra: Estonia, Lituania, Repubblica Ceca, Polonia e Romania. Per cercare di porre un freno all'inflazione, le banche centrali della CEE hanno prolungato la stretta monetaria. Dall'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina, le banche centrali ceca e rumena hanno aumentato i tassi di interesse di 50 punti base, quella ungherese di 200 punti base, mentre quella polacca ha già attuato due incrementi, di 175 punti base in totale. Dopo un deprezzamento a fine febbraio, la corona ceca ha già recuperato il valore medio registrato a gennaio 2022, mentre lo zloty polacco e il fiorino ungherese rimangono leggermente più deboli, rispettivamente al ~2% e ~5%. La scorsa settimana, la Russia ha completamente interrotto la fornitura di gas a Polonia e Bulgaria. La sospensione è arrivata dopo la firma, a fine marzo, di un nuovo decreto da parte del Presidente russo Putin che richiede agli acquirenti dell'UE di pagare in rubli il gas russo attraverso un nuovo meccanismo di conversione valutaria.

La Polonia ha informato di una disponibilità di depositi di gas per il 76% e di investimenti in infrastrutture che consentissero importazioni da direzioni diverse dalla Russia, malgrado il Paese necessiti ancora di forniture alternative sicure per il resto dell'anno in un mercato globale già ridotto. La Bulgaria importa il 90% del fabbisogno di gas da fonti russe, ma il Ministero dell'Energia bulgaro ha affermato di non avere intenzione di imporre restrizioni al consumo di gas, il che potrebbe portare a gravi interruzioni nell'industria se il Paese dovesse rimanere senza gas naturale. L'Eurozona, e più in generale l'Europa occidentale, non sarà risparmiata, poiché tutti i paesi saranno colpiti negativamente a causa dell'elevata dipendenza della regione dalle importazioni di

combustibili fossili, in particolare dalla Russia. Al momento, in assenza di interruzione dei flussi di gas naturale ma prezzi molto elevati, i paesi più colpiti sono quelli maggiormente dipendenti dal gas, indipendentemente dalla provenienza. A maggior ragione perché tutti i paesi dell'Eurozona sono fortemente interdipendenti tra loro e tra i paesi più dipendenti dal gas – e in particolare dal gas proveniente dalla Russia – ci sono la sua prima e la terza economia più grande, Germania e Italia. L'importantissima industria manifatturiera tedesca, in particolare automobilistica, chimica e siderurgica, è fortemente colpita dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento, dalla scarsità di materie prime e dai prezzi elevati dell'energia. A marzo le aspettative delle imprese hanno registrato un calo storico², addirittura più evidente di quello di inizio pandemia. Coface stima pertanto un forte impatto negativo pari a 1,6 pp in entrambi i paesi. Nel resto della regione l'impatto dovrebbe essere più limitato ma comunque significativo, spesso superiore a 1 pp.

A dimostrazione del fatto che anche i paesi meno dipendenti dall'energia russa dovranno affrontare una flessione, c'è la Francia, le cui prospettive di produzione per l'industria hanno registrato il secondo calo più intenso di sempre (superato solo ad aprile 2020) e le aspettative sui prezzi hanno raggiunto un livello record ad aprile. Si prevede che alcuni paesi, come Spagna e Paesi Bassi, risentiranno di un incremento ancora più marcato dell'inflazione, poiché circa la metà delle famiglie ha contratti energetici variabili, rendendole particolarmente vulnerabili; in Olanda, nello specifico, il 71% delle famiglie utilizza il gas naturale per il riscaldamento.

Un'interruzione totale dell'approvvigionamento di gas naturale dalla Russia, scenario avverso che sembra sempre più probabile, influenzerebbe ulteriormente l'attività economica con un impatto aggiuntivo fino a 2-2,5 pp sulla crescita del PIL dell'UE. Questa stima è leggermente inferiore rispetto a inizio marzo, poiché si stima che l'UE troverebbe fornitori alternativi o passerebbe dal gas naturale ad altre fonti di energia primaria (ove possibile) che compenserebbero parzialmente il taglio dei flussi russi (Box 2).

² La componente delle aspettative delle imprese dell'indice Ifo di fiducia delle imprese si è ridotta da 98,4 punti di febbraio a 85,1 punti di marzo.

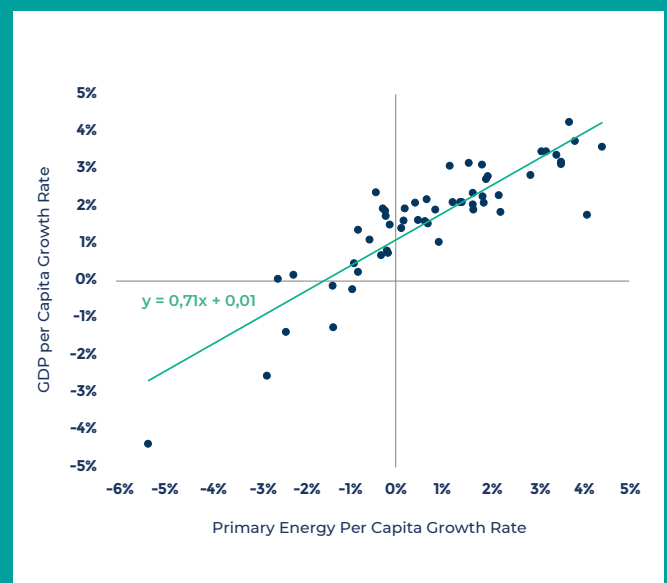
BOX 2: TAGLIO COMPLETO DEL GAS NATURALE RUSSO. UNA RAPIDA VALUTAZIONE DEL POTENZIALE DEFICIT NELL'UE E DEL SUO IMPATTO SULLA CRESCITA DEL PIL (IN COLLABORAZIONE CON IFRI)

Nel 2021 il consumo totale di gas dell'UE ha raggiunto i 412 mld di metri cubi (bcm), un livello molto elevato dovuto all'attività economica e alle condizioni meteorologiche, e ha importato 337,5 mld di metri cubi, di cui 155 mld forniti da Gazprom e 16 mld da GNL attraverso lo stabilimento Yamal LNG. In caso di interruzione totale delle importazioni di gas russe, dovrebbero essere sostituiti circa 170 mld di metri cubi su base annua.

Nel 2022, la domanda di gas naturale in Europa dovrebbe essere inferiore di circa il 6-7% a causa del clima più mite e dell'impennata dei prezzi (-15% da inizio anno, in parte a causa degli effetti base del 1° trimestre). Questo dovrebbe aiutare a ridurre il fabbisogno di importazioni dalla Russia, dato che la produzione europea dovrebbe essere più o meno stabile (a parità di altre condizioni). Il calo della domanda europea, insieme a forniture aggiuntive di GNL (di cui 15 mld di metri cubi promessi dagli Stati Uniti) e maggiori consegne di gasdotti da alcuni paesi vicini come Norvegia o Algeria, suggerisce che ~100 mld di metri cubi (~25% della domanda totale europea nel 2021) di gas naturale russo dovrebbero ancora essere sostituiti.

Ipotizzando un calo del 25% nella produzione di elettricità alimentata a gas a causa di un maggiore utilizzo di carbone e di una migliore disponibilità di energia idroelettrica e rinnovabili, si potrebbero risparmiare circa 30 mld di metri cubi di gas naturale, il che lascerebbe una carenza di circa 70 mld di metri cubi (~4% del consumo di energia primaria dell'UE). Se le famiglie riducono il fabbisogno di riscaldamento a gas, si potrebbero risparmiare altri 20 mld di metri cubi, con un conseguente calo finale di "soli" 50 mld di metri cubi (~3% del consumo di energia primaria dell'UE). Ipotizzando un'elasticità PIL-energia compresa tra 0,6 e 0,75, un ordine di grandezza suggerito da una semplice analisi di regressione (vedi grafico sotto), l'impatto finale sul PIL dell'UE ammonterebbe a ~2-2,5 pp su base annua, a seconda delle scelte di riduzione.

Chart 3: World primary energy & GDP per capita growth rates (1965-2020)



Alcuni paesi ne risentirebbero, in particolare la Germania, che non avendo un terminale GNL, ha alternative molto limitate. Esistono programmi per navi charter galleggianti per terminali GNL, due dei quali inizieranno tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023. Tuttavia, possono compensare solo una parte molto limitata delle importazioni di gas naturale dalla Russia. I terminali di nuova costruzione potrebbero iniziare a funzionare a partire dal 2026. Pertanto, un arresto totale delle consegne di gas russo o un embargo dell'UE sul gas russo metterebbe completamente a repentaglio il modello economico della Germania. Nonostante abbia capacità inutilizzate per importare più gas attraverso il gasdotto Transmed e abbia raggiunto un accordo con l'Algeria per ampliare le consegne del 50%, anche l'Italia è fortemente dipendente dal gas russo, senza contare che e non è ancora in programma una completa diversificazione dalla Russia. Non c'è bisogno di aggiungere che le incertezze aumenterebbero se si realizzasse uno scenario del genere, con potenziali effetti di spillover a causare molti più danni.

In questo contesto che unisce decenni di elevata inflazione, necessità di libertà fiscale - con tutti i governi che adottano misure per limitare l'impatto di questa impennata inflazionistica sulle imprese e, soprattutto, sulle famiglie - e livelli già alti di debito pubblico e privato, la risposta della BCE avrà un'influenza significativa sulle previsioni. La BCE ha terminato il programma di acquisti di emergenza pandemica a marzo e potrebbe porre fine a tutti gli acquisti di quantitative easing nel 3° trimestre 2022. Sebbene un primo incremento del tasso sui depositi sia previsto verso la fine dell'anno, i banchieri centrali saranno probabilmente cauti con gli aumenti dei tassi, poiché vogliono calmare i mercati finanziari e mantenere bassi i rendimenti delle obbligazioni europee. Gli spread tra i titoli decennale italiani e tedeschi sono in costante aumento da ottobre e si attestano intorno ai 160 punti base, 60 punti al di sopra dei livelli di inizio 2021, ma ancora solo alla metà di quelli osservati durante la crisi politica spinta da Salvini nel 2018. A differenza della BCE, la Banca di Inghilterra (BoE) ha già alzato i tassi per tre volte consecutive in previsione di un rafforzamento delle pressioni inflazionistiche e ha persino iniziato a ridurre il proprio bilancio dopo aver acquistato ingenti quantità di titoli di Stato durante la pandemia. Con i prezzi delle materie prime elevati, e il rischio da parte dell'Autorità per l'energia del Regno Unito (Ofgem) di aumentare il tetto massimo annuale dell'energia di circa il 30% nell'ottobre 2022 (dopo già +54% ad aprile), molto probabilmente la BoE sarà costretta a continuare in questa direzione durante tutto l'anno ostacolando ulteriormente la crescita dell'attività nel Regno Unito.

In quanto vicini e partner della Russia, le economie dell'Asia centrale (Kazakistan, Rep. del Kirghizistan, Tagikistan, Turkmenistan e Uzbekistan) e il Caucaso meridionale (Armenia, Georgia, Azerbaigian) sono un'eccezione in quanto esportatori di petrolio e gas) stanno affrontando seri rischi geopolitici, sociali ed economici. Il commercio con la Russia rappresenta il 12,5% delle esportazioni di beni del CCA e il 25% delle loro importazioni. Si è già osservato un calo delle loro esportazioni verso questi ultimi, nonché una riduzione dei ricavi delle famiglie a causa del calo delle rimesse inviate dagli espatriati in Russia: ad esempio, il Tagikistan ha registrato una diminuzione del 75% delle rimesse ricevute nei primi 10 giorni di marzo 2022. Nella regione, le rimesse degli espatriati in Russia sono una fonte di reddito fondamentale per le famiglie: il 31% del PIL nella Repubblica del Kirghizistan, il 27% in Tagikistan, l'11% in Uzbekistan, il 6% in Armenia, con la Russia come principale fornitore. Anche la Turchia dovrebbe essere in prima linea, poiché il Paese ha forti legami economici con la Russia, sia in termini di scambi commerciali (11% delle importazioni totali) che di investimenti esteri (circa un quinto dei progetti intrapresi dal settore delle costruzioni turco all'estero sono in Russia). Data la dipendenza della Turchia dalle principali materie prime importate come gas naturale, metalli e cereali, le interruzioni nelle catene di approvvigionamento pesano sui volumi di produzione del paese. Inoltre, l'aumento dei prezzi delle materie prime e dei trasporti ha colpito la redditività del

settore imprenditoriale. Nei primi due mesi del 2022, le importazioni di energia della Turchia hanno subito un incremento del 208% a 17 mld di dollari rispetto all'anno precedente. Ciò dovrebbe aumentare il disavanzo delle partite correnti e aumentare le pressioni inflazionistiche già estremamente elevate. Pertanto, Coface ha abbassato la previsione di crescita del PIL di 1 pp al 2,5%.

Gli effetti inflazionistici della guerra spingono una Fed aggressiva a raffreddare l'attività più velocemente del previsto

Dall'altra parte dell'Atlantico, l'impatto sulla crescita dovrebbe essere più modesto a causa della limitata esposizione commerciale e finanziaria a Russia e Ucraina. Tuttavia, come in Europa, è probabile che l'impatto sulle prospettive di inflazione e sulle catene di approvvigionamento peserà sui consumi e sugli investimenti residenziali, in particolare negli Stati Uniti. Il rapido incremento dell'inflazione sta già erodendo la fiducia dei consumatori, in particolare per quanto riguarda le loro prospettive future e i piani di spesa. L'impatto della guerra in Ucraina sui prezzi era già visibile nella stampa CPI di marzo, dal momento che alimentare ed energia sono stati i principali motori del tasso di inflazione principale, che ha raggiunto il massimo da 41 anni (+8,5%). Spogliato Ad esclusione di questi elementi, la crescita dei prezzi su base mensile è diminuita.

Sebbene ciò possa indicare un imminente picco dell'inflazione, quest'ultima rimane significativamente al di sopra dell'obiettivo del 2% della Federal Reserve e la natura allargata delle pressioni sui prezzi negli ultimi mesi sta spingendo la banca centrale statunitense a ridimensionare l'accomodamento della politica monetaria attuata in risposta alla pandemia più velocemente del previsto.

Dopo un primo aumento di 25 punti base del tasso sui fondi federali durante la riunione di marzo, la maggior parte dei membri del comitato di politica monetaria era favorevole per portare il tasso a un livello "neutrale", ovvero il tasso al quale la politica monetaria non è né restrittiva né accomodante - entro fine anno. Con la maggior parte delle stime che collocano il tasso neutro tra il 2% e il 3%, questo sarebbe uno dei cicli di inasprimento più aggressivi dagli anni '90. Sebbene questi aumenti dei tassi non siano scolpiti nella pietra, è probabile che la Fed accresca il tasso di interesse di mezzo punto percentuale in entrambe le riunioni di maggio (3-4) e giugno (14-15). A sua volta, una politica più restrittiva contribuirà a moderare la crescita degli Stati Uniti, poiché attenua la domanda aggregata, a cominciare dagli investimenti residenziali. Questo, insieme all'erosione dell'inflazione dei consumi è il fattore principale alla base della revisione al ribasso da parte di Coface della previsione di crescita del PIL statunitense per il 2022 al 2,7% (-1 pp rispetto alle previsioni prebelliche di febbraio). Le stime economiche appaiono decisamente meno solide e più incerte rispetto a inizio anno. In Canada, mentre la previsione di crescita del PIL per il 2022 rimane invariata al 3,8%, la guerra colpisce l'economia, malgrado l'impatto negativo dell'aumento dell'inflazione e della politica monetaria più restrittiva sui consumi e sugli investimenti immobiliari sarà compensato da maggiori ricavi provenienti dalle materie prime, a cominciare da quelli dell'energia.

Sebbene la situazione non sia omogenea in Africa, alcuni paesi dovranno affrontare tutte le sfide: inasprimento monetario, carenza alimentare e rischio politico

Il continente africano, dove Coface stima un effetto negativo netto complessivo di 0,5 pp, è un perfetto esempio di come la situazione attuale stia influenzando le economie emergenti e in via di sviluppo. Con l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche, potenzialmente amplificate dal deprezzamento delle valute e da aspettative incerte,

l'impatto sui flussi di capitali derivante dall'inizio della politica monetaria restrittiva ad opera della Federal Reserve statunitense, la maggior parte dei mercati emergenti dovrà adeguarsi. Pertanto, alcune banche centrali africane hanno già alzato i tassi di interesse principali rispetto ai loro minimi: Sudafrica (75 punti base), Mozambico (200 punti base), Namibia (50 punti base), Zambia (50 punti base), Zimbabwe (2000 punti base), Ghana (250 punti base) ed Egitto (100 punti base). I paesi dell'Africa occidentale e centrale, membri di unioni monetarie (WAEMU e CAEMU), sono relativamente protetti dal legame tra le loro valute condivise e l'euro, mentre nel resto del continente si prevedono ulteriori rialzi dei tassi di interesse. I conti pubblici, già penalizzati dalla pandemia, rischiano di deteriorarsi ulteriormente. La maggior parte dei governi sceglierà di attenuare l'impatto dell'impennata dei prezzi di alimentari ed energia sulla popolazione per evitare tensioni sociali e un'escalation dell'incertezza alimentare aumentando i sussidi e/o i trasferimenti sociali. Di conseguenza, il peso del debito aumenterebbe, con molti rischi di inadempienza: alcuni si trovano già in questa situazione (Capo Verde, Ciad, Etiopia, Mozambico, Somalia, Sudan, Zambia e Zimbabwe). Come durante la pandemia, il loro destino dipenderà dal coinvolgimento finanziario degli organismi multinazionali (FMI, Banca Mondiale, Banca africana per lo sviluppo) e dei partner bilaterali (UE, Regno Unito, Paesi del Golfo, Cina). Inoltre, questa volta, alcuni (soprattutto nel Corno d'Africa e nel Sahel) vedranno il loro approvvigionamento alimentare ancora più dipendente dai programmi alimentari delle Nazioni Unite, che saranno messi a dura prova dall'aumento dei prezzi dei generi alimentari. Inoltre, durante la pandemia, i conti pubblici si sono indeboliti; ora lo saranno anche i conti con l'estero a causa dell'aumento dei costi delle importazioni. A questo proposito, i paesi africani emergenti e in via di sviluppo che hanno accesso ai mercati finanziari saranno più esposti, poiché dipendono principalmente da prestiti agevolati.

Un'altra caratteristica da tenere in considerazione è la loro dotazione di risorse naturali. Gli esportatori netti di petrolio e gas come Algeria, Angola e Gabon - gli unici paesi del continente per i quali Coface stima un impatto positivo -, oltre a Congo, Ciad, Guinea Equatoriale, Ghana, Niger e Sud Sudan, potranno bilanciare parte dei costi alimentari. In Nigeria, i ricavi delle esportazioni di petrolio greggio e GNL saranno bilanciati dalle importazioni di prodotti petroliferi raffinati, almeno fino a fine anno, quando dovrebbe entrare in funzione una gigantesca raffineria. Anche i paesi ricchi di minerali (in particolare quelli preziosi) e colture

da esportazione, come il Sudafrica, esportatore di platino, palladio, oro, cromo e manganese, riusciranno a far quadrare i conti, almeno in parte. I paesi dell'Africa occidentale hanno colture alimentari (riso, mais, manioca, miglio-sorgo, patate dolci, arachidi, lenticchie, fagioli e fagioli dall'occhio) che costituiscono gran parte del loro consumo alimentare, riducendo la loro dipendenza dalle importazioni. Il Nord Africa, ad eccezione di Algeria e Libia, produttori di petrolio, sarà duramente colpito a causa dell'elevata dipendenza da cereali, olio da cucina ed energia importati. Marocco e Tunisia sono coinvolti nella catena del valore automobilistica europea, ancora alle prese con carenze di fattori produttivi. L'Egitto, nonostante le maggiori entrate derivanti dalle esportazioni di oro, gas e rendite del Canale di Suez, risentirà dell'abbandono dei turisti russi e ucraini. Gli aiuti multilaterali e bilaterali saranno molto apprezzati, soprattutto dalla Tunisia, a causa della fragilità dei conti pubblici e con l'estero.

L'Asia subirà le conseguenze della guerra, oltre al rallentamento legato a Omicron in Cina

Sebbene la regione sia stata per ora relativamente meno colpita, molte economie asiatiche sono importatori netti di petrolio e gas; pertanto i prezzi elevati dell'energia hanno aggravato l'inflazione. Nella regione, Singapore, Cambogia, Mongolia, Laos e Thailandia sono tra i paesi più dipendenti dalle importazioni di carburante. L'impennata dei prezzi del carburante si somma all'aumento dei prezzi dei fertilizzanti, pesando sui costi per i produttori agroalimentari della regione. Con Ucraina e Russia che rappresentano tre quarti del mercato globale dell'olio di girasole e le esportazioni in stallo, i prezzi degli olii alimentari sono aumentati, con notizie di India e Indonesia colpite da carenze e prezzi elevati dell'olio da cucina. Tutto ciò è evidente nei dati dei prezzi al consumo di marzo, che indicano tassi di inflazione notevolmente più alti per molte economie asiatiche, spinti dai costi alimentari ed energetici, con India e Thailandia che hanno registrato forti incrementi. I governi della regione hanno sfruttato le leve fiscali per contenere i prezzi dell'energia. Il Giappone ha aumentato i sussidi ai distributori di petrolio, mentre i rivenditori di carburante statali indiani hanno congelato i prezzi alla pompa. La Thailandia ha fornito sussidi in denaro per olio da cucina e carburante. Tuttavia, i paesi che già dispongono di sussidi per il carburante, come Indonesia e Malesia, vedranno un aumento sostanziale della spesa pubblica se i prezzi



BOX 3: L'AUMENTO DEI CASI COVID-19 IN CINA

L'impennata di nuovi contagi in Cina da inizio marzo ha richiesto misure di controllo della pandemia più ampie e severe, dal momento che il paese rimane impegnato in una politica dinamica zero-COVID, in cui le autorità mirano a interrompere la catena di trasmissione del virus adottando misure precoci per rilevare, segnalare, e mettere in quarantena nuovi casi.

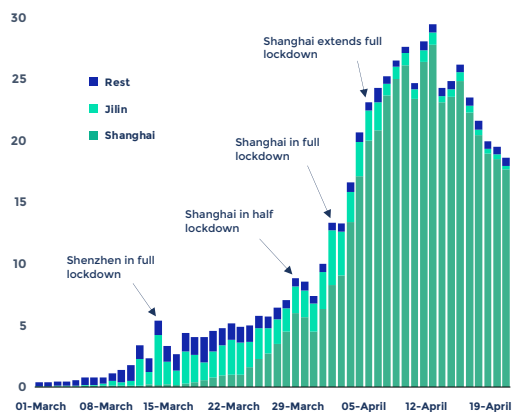
L'ampliamento dei controlli COVID in tutta la Cina ha un impatto negativo sui consumi, sull'attività economica e sulle operazioni logistiche. Secondo Gavekal Dragonomics, 87 delle 100 principali città cinesi, che rappresentano il 70% del PIL, hanno imposto una qualche forma di controllo del COVID. Shenzhen, uno dei principali centri di produzione e tecnologia, è entrata in un lockdown di una settimana il 14 marzo, mentre Shanghai ha iniziato a inasprire le restrizioni dall'11 marzo, prima di imporre un lockdown in tutta la città dal 28 marzo. Con i nuovi contagi in rapida crescita durante la prima metà di aprile, dominate dai nuovi casi segnalati a Shanghai, la città cinese ha lanciato un terzo round di test di massa il 21 aprile.

La buona performance nei primi due mesi dell'anno aveva aiutato la crescita del PIL del 1° trimestre a superare le aspettative al 4,8% su base annua, ma i dati di marzo riflettono l'impatto iniziale dell'attuale ondata di Omicron. Le vendite al dettaglio sono diminuite del 3,5% su base annua a marzo (contro il +6,7% di gennaio-febbraio), mentre la produzione di servizi si è contratta dello 0,9% su base annua (contro il +4,2% di gennaio-febbraio). Le indagini PMI di marzo hanno inoltre indicato il primo deterioramento delle condizioni economiche in sette mesi, con la produzione manifatturiera e l'attività dei servizi in peggioramento rispetto ai livelli di febbraio. Anche il tasso di disoccupazione è salito al 5,8% a marzo, il più alto in quasi due anni, tra segnali di deterioramento del mercato del lavoro. Si rilevano anche nuove segnalazioni di gravi interruzioni delle operazioni di logistica terrestre dovute a chiusure temporanee di magazzini e ridotta capacità dei servizi di autotrasporto.

L'escalation della politica zero-COVID e le crescenti interruzioni dell'attività economica ad aprile significano che l'economia cinese ha iniziato il 2° trimestre su un piano notevolmente più debole. Pertanto Coface ha rivisto il tasso di crescita del PIL 2022 portandolo al 4,8% (dal 5,4% precedente). Dato il ruolo di primo piano della Cina nell'economia mondiale, il rallentamento della domanda cinese e le interruzioni dell'offerta locale influenzeranno il commercio e la produzione a livello globale. Ad esempio, metà dei 200 principali fornitori di Apple opera in aree colpite dai controlli COVID. Un lungo periodo di lockdown potrebbe infliggere un ulteriore duro colpo ai settori automobilistico e tecnologico.

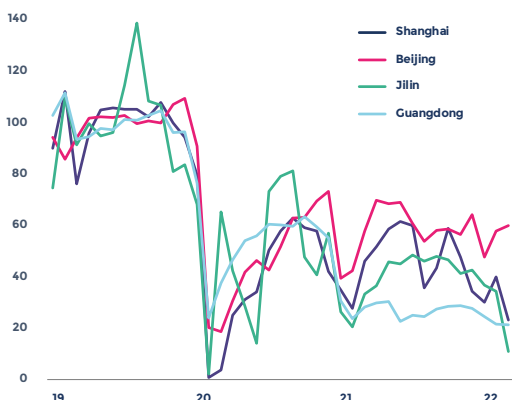
internazionali del petrolio rimarranno elevati durante tutto l'anno, esercitando una maggiore pressione sui bilanci.

Chart 4: China's daily new infections (number of cases, thousands)



Sources : China's NHC, Coface

Chart 5: China highway passenger traffic (2019 average = 100)



Sources : China Ministry of Transport, Coface

Nel frattempo, gli esportatori netti di energia primaria come Australia, Indonesia, Brunei e Mongolia trarranno vantaggio dall'aumento dei prezzi dell'energia. Con le pressioni inflazionistiche di fondo che rimangono un rischio chiave, diverse economie hanno inasprito le loro politiche monetarie, tra cui Singapore, Taiwan, Corea del Sud e Nuova Zelanda. Si prevede quindi che altre banche centrali asiatiche seguiranno il loro esempio, soprattutto perché la Federal Reserve dovrebbe anticipare i suoi aumenti dei tassi di interesse nei prossimi due mesi. Un prolungato conflitto Russia-Ucraina o un'ulteriore escalation avrà ripercussioni a lungo termine sulla fiducia dei consumatori e delle imprese asiatiche, con un impatto netto negativo stimato sulla crescita del PIL nel 2022 di 0,5 pp totali. In Cina, nelle ultime settimane, l'impatto sull'attività economica è stato più a livello locale che a causa del conflitto Russia-Ucraina (cfr. riquadro 3 sopra). Tuttavia, il Paese sarà inevitabilmente colpito dal calo della domanda mondiale, in particolare dall'Europa (Grafici 4 e 5).

Incertezza sull'impatto in America Latina, ma forte rischio di tensioni sociali

L'America Latina è un'altra regione particolarmente vulnerabile all'improvviso inasprimento della politica monetaria da parte della Fed, ma dovrebbe beneficiare dell'aumento dei prezzi delle materie prime. Con maggiori entrate da esportazione che mitigano in qualche modo l'impatto sul PIL, l'effetto netto della guerra nella regione - che stimiamo a -0,1 pp a livello aggregato - è incerto al momento della stesura del presente studio. Gli importatori netti di petrolio (Cile, Perù, Messico e Argentina) sono più vulnerabili, poiché l'incremento dei prezzi dell'agricoltura e dei metalli (a favore delle esportazioni) potrebbe non compensare completamente l'impatto dell'impennata dei prezzi dell'energia. Tuttavia, la principale preoccupazione

per quanto riguarda il commercio è per i fertilizzanti, poiché le importazioni dell'America Latina dalla Russia sono altamente concentrate in quel segmento (48% del totale delle merci acquistate), che potrebbe incidere sulla redditività delle colture del prossimo anno. Nel complesso, i rischi per l'attività sono orientati in negativo, a seconda della durata del conflitto e, di conseguenza in base agli effetti di ricaduta sulle interruzioni delle catene di approvvigionamento globale. Tutto questo ha anche peggiorato le prospettive per l'inflazione, già complessivamente elevata nella regione. In effetti, i prezzi al consumo nelle principali economie dell'America Latina sono aumentati vertiginosamente a marzo 2022. Gli aumenti mensili dei prezzi hanno raggiunto massimi pluridecennali in Brasile (1,6% sul mese precedente, 11% su base annua), Cile (1,9% sul mese precedente, 9% su base annua) e Perù (1,5% sul mese precedente, 7% su base annua). Più preoccupante, in Argentina, l'indice dei prezzi al consumo è salito del 6,7% nel mese e del 55% negli ultimi 12 mesi.

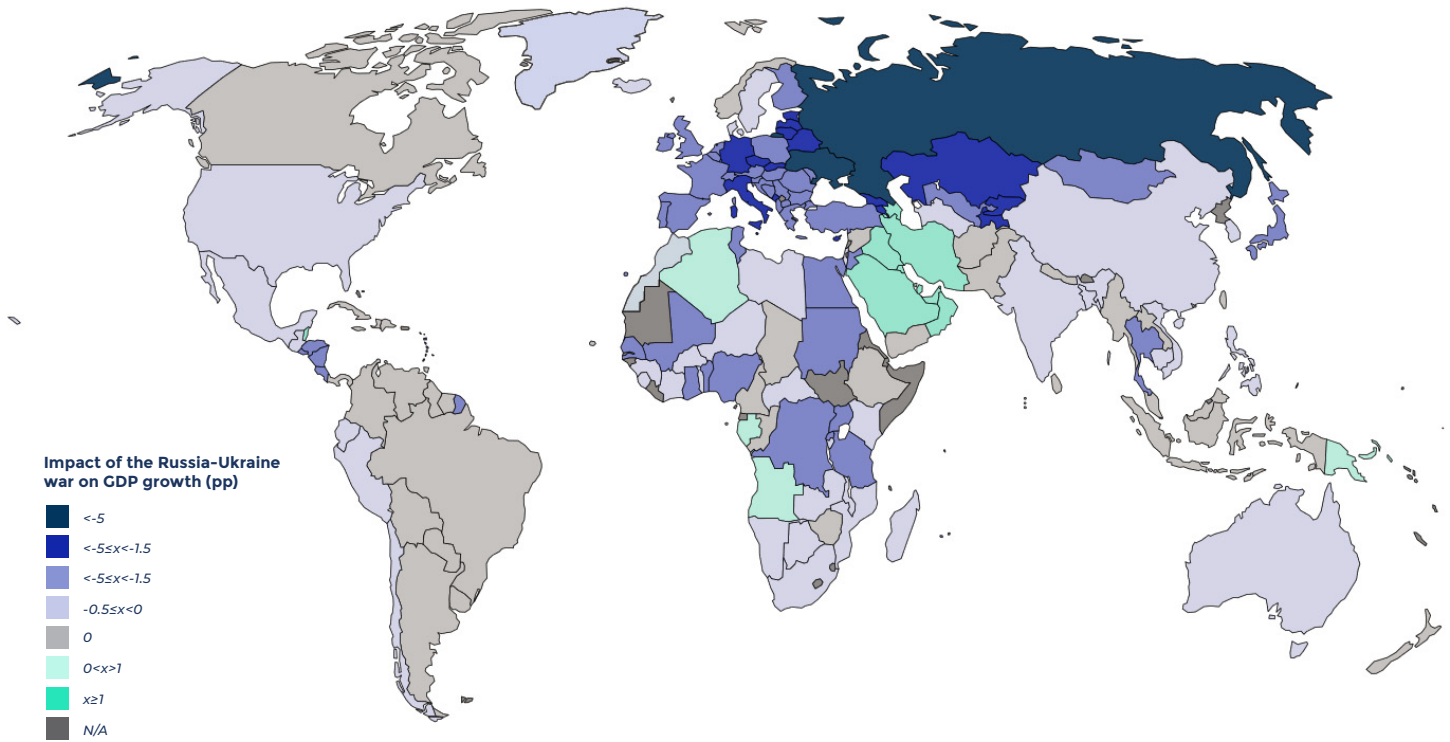
Pertanto, è probabile che l'erosione complessiva del potere d'acquisto in America Latina aumenterà l'insoddisfazione nei confronti dei governi, accrescendo i rischi di tensioni sociali. Ciò è particolarmente vero in una regione con un basso PIL pro capite, dove alimentari ed energia svolgono un ruolo significativo nella stragrande maggioranza dei panieri di consumo delle popolazioni. Consapevoli di questo scenario, i governi hanno adottato misure per attenuare lo shock inflazionistico negativo (attraverso sussidi e tagli alle tasse). Tuttavia, in alcuni casi, i rischi sociali si sono già concretizzati. Ad aprile, in Perù grandi proteste sono state innescate dal forte aumento dei prezzi di carburanti e fertilizzanti. È importante sottolineare che per quanto riguarda la politica monetaria, l'elevata inflazione e il crescente aumento dei tassi ufficiali nelle economie sviluppate, hanno spinto le banche centrali della regione a elevare ulteriormente i propri tassi (influenzando sui costi di finanziamento). Nello specifico, il Brasile ha attuato la politica monetaria più aggressiva in tutta la regione: la sua banca centrale ha alzato il tasso di riferimento Selic all'11,75% durante la riunione di marzo 2022, accumulando un aumento di 975 punti base negli ultimi 12 mesi. Di conseguenza, il Brasile è il primo paese a raggiungere un tasso di interesse reale positivo. Tuttavia, anche le altre banche centrali con regimi di controllo dell'inflazione stanno mostrando la stessa tendenza (comprese le autorità monetarie in Cile, Colombia, Messico e Perù). In Argentina, il programma con l'FMI richiede di portare il tasso ufficiale reale in territorio positivo per far fronte all'elevata inflazione. Pertanto, il tasso ufficiale è passato dal 38% di gennaio 2022 al 47% di aprile. Nel complesso, si prevede che le elevate pressioni sui costi (a causa delle interruzioni delle catene di approvvigionamento e dell'incremento dei prezzi delle materie prime) e l'inasprimento delle condizioni creditizie globali avranno un impatto sull'esperienza di pagamento nella regione.

I paesi del Golfo sono tra i pochi a beneficiare della situazione, ma non senza rischi

I paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC) dovrebbero essere tra i pochissimi vincitori della situazione attuale, con un effetto netto positivo stimato sulla crescita del PIL nel 2022 di +1,1 pp. Nonostante gli sforzi di diversificazione economica, la maggior parte delle economie del GCC è ancora fortemente dipendente dalle entrate del petrolio. L'aumento dei prezzi del petrolio consentirà una maggiore spesa per consumi e investimenti da parte del settore pubblico.

In questo modo migliorerà il sentiment nel settore privato e porterà a maggiori investimenti anche in attività non petrolifere. Di conseguenza, l'aumento dei prezzi degli idrocarburi e dei metalli sosterrà le performance di crescita e migliorerà i saldi di bilancio. Gli ultimi dati PMI indicano che la crescita della produzione è rimasta forte negli Emirati Arabi Uniti e in Arabia Saudita. Quest'ultima ha registrato il tasso di crescita economica più veloce in un decennio nel 1° trimestre 2022, con un incremento del PIL del 9,6% del PIL su base annua, spinto dall'aumento dei prezzi e della produzione del petrolio. Tuttavia, vale la pena notare che i paesi del GCC importano circa l'85% del fabbisogno alimentare: pertanto l'impennata dei prezzi delle materie prime agricole potrebbe mettere a repentaglio la sicurezza alimentare della regione. Nessuna regione è quindi immune dai rischi generati dalle conseguenze economiche della guerra in Ucraina (Grafico 6).

Chart 6: Revisions to Coface 2022 GDP growth forecast due to the war in Ukraine (in percentage points)



Source: Coface

DISCLAIMER

This document reflects the opinion of Coface’s Economic Research Department at the time of writing and based on the information available. The information, analyses and opinions contained herein have been prepared on the basis of multiple sources considered reliable and serious; however, Coface does not guarantee the accuracy, completeness or reality of the data contained in this guide. The information, analyses and opinions are provided for information purposes only and are intended to supplement the information otherwise available to the reader. Coface publishes this guide in good faith and on the basis of commercially reasonable efforts as regards the accuracy, completeness, and reality of the data. Coface shall not be liable for any damage (direct or indirect) or loss of any kind suffered by the reader as a result of the reader’s use of the information, analyses and opinions. The reader is therefore solely responsible for the decisions and consequences of the decisions he or she makes on the basis of this guide. This handbook and the analyses and opinions expressed herein are the exclusive property of Coface; the reader is authorised to consult or reproduce them for internal use only, provided that they are clearly marked with the name «Coface», that this paragraph is reproduced and that the data is not altered or modified. Any use, extraction, reproduction for public or commercial use is prohibited without Coface’s prior consent. The reader is invited to refer to the legal notices on Coface’s website: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>

COFACE SA

1, place Coste et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.com

