

FOCUS ON



MAPPA DEI RISCHI 2023

STABILE FRAGILITÀ.
LE VIE DI CRESCITA SOSTENIBILE.





Mappa dei Rischi 2023 - Stabile fragilità

Le vie di crescita sostenibile

A cura di Ricerca, Studi e Ambiente

Executive Summary

- Negli ultimi tre anni il contesto mondiale è stato caratterizzato da tre shock di portata straordinaria: emergenza pandemica, invasione russa dell'Ucraina con conseguente crisi energetica e alimentare, ritorno dell'inflazione sostenuta e fine delle politiche monetarie ultra-espansive. Nel 2023 le prospettive economiche mondiali sono relativamente deboli, specie per il possibile materializzarsi degli effetti di condizioni finanziarie globali meno favorevoli, in un quadro di politiche fiscali generalmente caratterizzate da minori spazi di manovra. Tuttavia, un allentamento delle pressioni inflazionistiche, maggiore a quello atteso, sta aumentando la probabilità di uno scenario migliorativo.
- La Mappa dei Rischi 2023 mostra una rischiosità globale media relativamente inalterata rispetto alla precedente, in cui si sottolineava la mancata (auspicata) inversione di tendenza dopo gli incrementi post-pandemia del 2021. Ne deriva una "fragile stabilità", che riflette un'accezione positiva in quanto le principali economie sono riuscite a mantenere un livello di rischio pressoché immutato nonostante le circostanze geopolitiche avverse. Di contro, il mancato miglioramento può essere anche letto come un'"occasione persa" per quei Paesi che – malgrado gli ampi supporti finanziari pubblici o delle multilaterali – non sono riusciti rafforzare i propri fondamentali macroeconomici, lasciando presagire una maggiore esposizione ai rischi del credito, per controparti sia pubbliche che private.
- Il principale fattore discriminante dei cambiamenti nei profili di rischio, sebbene non l'unico, è legato ai prezzi delle commodity energetiche e alimentari, impattati dal conflitto tra Russia e Ucraina (che vede la prima – principalmente per effetto delle sanzioni internazionali – raggiungere il livello massimo di rischiosità). Ne segue un peggioramento del rischio di credito delle economie importatrici, spesso con debolezze strutturali e contesti operativi fragili (come Tunisia, Bangladesh, Kenya), un'influenza positiva sui Paesi esportatori (ad esempio, Paesi del Golfo, Malesia, Brasile). Nel contempo rimangono stabili quelle geografie con una situazione economico-finanziaria consolidata e risorse adeguate per gestire eventuali peggioramenti dello scenario globale (tra cui India, Vietnam, Messico e diversi Paesi avanzati).
- Nell'ambito di un contesto globale fortemente polarizzato da elementi di natura geopolitica, l'ag-



giornamento degli indicatori dei rischi politici fotografa in media un peggioramento rispetto allo scorso anno, in particolare nella componente di violenza politica. Si osserva un deterioramento per i Paesi direttamente coinvolti nel conflitto e nelle aree limitrofe dell'Est Europa e CSI, ma anche in altre aree come riflesso dell'inasprimento delle tensioni sociali dovute all'aumento del costo della vita in contesti economici sotto pressione: dal Nord Africa (Tunisia ed Egitto su tutti) all'Asia (con Sri Lanka, Pakistan e Bangladesh) passando per l'Africa Subsahariana (tra cui Nigeria e Sudafrica), senza tralasciare l'America Latina (Colombia, Brasile e soprattutto Perù). Sottostanti a tali peggioramenti vi sono anche questioni irrisolte da tempo e legate al deterioramento del contesto di benessere sociale, elemento fondamentale di stabilità dei sistemi socio-economici e garanzia del loro sviluppo sostenibile.

- Anche gli eventi naturali estremi legati al cambiamento climatico, divenuti sempre più frequenti, diffusi e repentini, generano impatti fortemente negativi sugli equilibri socio-economici non solo locali ma anche internazionali, e sono quindi fattori sempre più integrati nelle valutazioni del rischio d'impresa. Gli indicatori di rischio climatico presentano un diffuso deterioramento: l'area asiatica è quella più esposta e con il peggioramento più marcato - con temperature in aumento due volte più rapidamente rispetto alla media globale – insieme all'Africa nei suoi diversi quadranti regionali (dalle alluvioni in Sudafrica e Nigeria, alla desertificazione del Sahel e ai cicloni in Madagascar, Malawi e Mozambico). Fenomeni critici estremi anche nei Caraibi e nel cosiddetto «corridoio secco» in Centroamerica. E la siccità è altresì all'origine del peggioramento in Medio Oriente e in Nord Africa.
- La necessità di fare fronte a queste problematiche, in un quadro condizionato dalla rottura delle relazioni energetiche tra Ue e Russia, ha dato ulteriore impulso al processo di transizione energetica, divenuta una priorità imprescindibile su cui investire per rafforzare la capacità di resilienza e costruire vie di crescita sostenibile. Le imprese italiane possono trovare in SACE un partner che le accompagni nel loro percorso di sviluppo sia negli investimenti sul territorio domestico – con le garanzie green a supporto di progetti di economia circolare, mobilità sostenibile, riconversione di processi industriali ed efficientamento energetico – sia nei mercati esteri a maggior potenzialità.
- Gli indicatori di transizione energetica mostrano un parziale miglioramento, a conferma dell'irreversibilità di un processo che non solo “tiene” di fronte anche alle più complesse condizioni economiche e geopolitiche su scala globale, ma che anche rappresenta l'unica alternativa al modello energetico attuale. Europa e America Latina confermano la maturità di un processo di transizione, con andamenti particolarmente positivi degli indicatori; miglioramenti anche per Stati Uniti, Cina e India e ritardi per i Paesi esportatori di fossili. In particolare, il miglioramento degli indici di transizione energetica è trainato dall'indicatore delle rinnovabili (soprattutto generazione fotovoltaica ed eolica) che ha visto per la prima lo scorso anno registrare un valore di investimenti per la prima superiore a quello in fonti fossili.



CAPITOLO 1 - TRA CRITICITÀ PREGRESSE E BUONI AUSPICI

1.1 Scenario macroeconomico: l'incertezza pesa ancora sulle prospettive globali

Negli ultimi tre anni il contesto mondiale è stato caratterizzato dal susseguirsi, e in buona parte sovrapporsi, di tre shock di portata straordinaria: (i) l'emergenza pandemica, (ii) l'invasione russa dell'Ucraina con la conseguente crisi energetica e alimentare, (iii) il ritorno dell'inflazione sostenuta e la fine delle politiche monetarie ultra-espansive. Si aggiungono gli eventi naturali estremi legati al cambiamento climatico, divenuti sempre più frequenti, diffusi e repentini capaci di generare impatti fortemente negativi sugli equilibri socioeconomici non solo locali ma anche internazionali. Alcuni osservatori hanno coniato il termine di "permacrisi", per enfatizzare uno stato permanente di elevata incertezza su scala globale¹, che si riflette sul deterioramento del clima di fiducia e dell'attività economica. In questo lasso di tempo, non sono mancati tuttavia fattori di resilienza e robustezza che hanno consentito all'economia mondiale di recuperare rapidamente la contrazione del 2020 legata al Covid-19 e porsi nuovamente su un sentiero di crescita positivo nel biennio successivo. Tra questi figurano – tra gli altri – gli scambi internazionali di beni (nonostante le criticità lungo le catene globali del valore), i risparmi delle famiglie (in parte accumulati durante il lockdown) e la capacità di aggiustamento delle imprese (grazie anche agli ingenti sostegni fiscali). La ripresa e tenuta dell'economia mondiale è stata possibile, di contro, al costo di alti livelli di indebitamento pubblico e privato.

In particolare, nel 2022 la crescita del Pil mondiale è stata pari al 3% secondo le più recenti stime di Oxford Economics², circa un punto percentuale inferiore rispetto alle previsioni formulate prima dello scoppio della guerra tra Russia e Ucraina. Il principale (ma non unico) canale di trasmissione del conflitto è rappresentato dalle *commodity*, considerato il ruolo cruciale di questi due Paesi come fornitori globali di materie prime strategiche. Nel corso della prima parte dell'anno le quotazioni sui mercati finanziari di energia, metalli industriali e cereali si sono impennate, accelerando la fase rialzista già in atto dalla seconda metà del 2021. Parallelamente, i principali indicatori del trasporto marittimo e aereo hanno segnato ulteriori rialzi, che sono stati influenzati anche dalla politica "zero Covid" della Cina con il ripristino di varie restrizioni che si sono ripercosse sulla logistica mondiale. Solo a partire da circa la seconda metà del 2022 si sono osservati segnali di parziale correzione al ribasso dei prezzi delle materie prime e dei costi del trasporto, come riflesso dell'attenuazione delle criticità lungo le catene internazionali di fornitura (offerta) e i crescenti timori di un ulteriore rallentamento dell'economia mondiale nel 2023 (domanda). Nel complesso, l'incremento dei costi di produzione ha esercitato forti pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, con l'inflazione mondiale che è tornata a crescere a ritmi sostenuti³, sfiorando l'8% e spingendo le Banche Centrali di numerosi Paesi avanzati ed emergenti (trainati da Stati Uniti e Eurozona, ma con importanti eccezioni come la Cina) ad accelerare il processo di normalizzazione della politica monetaria. Gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento, accompagnanti

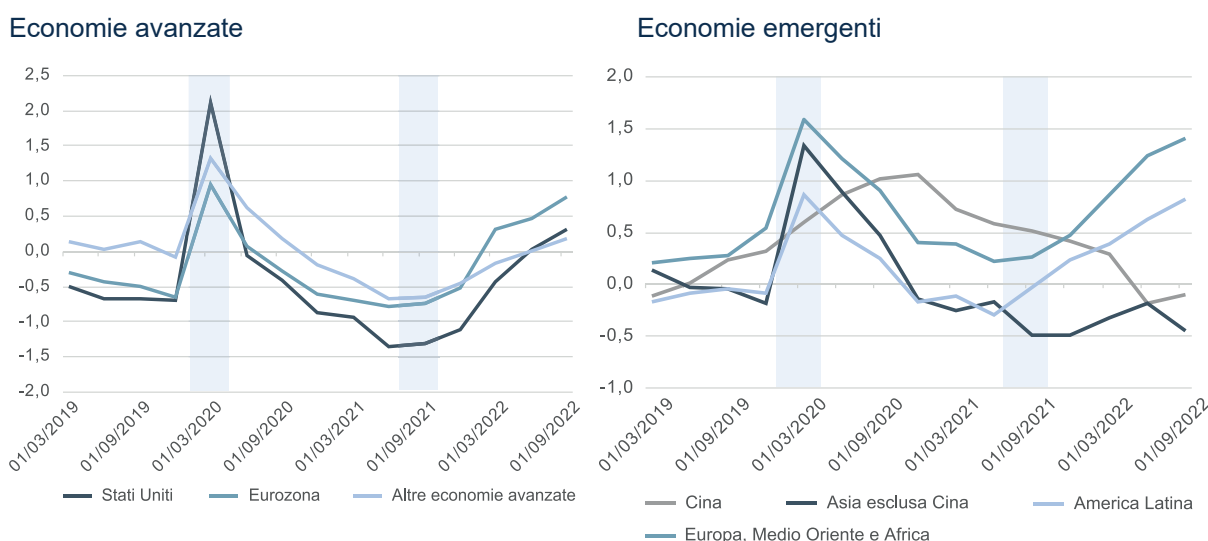
1 Un indicatore di riferimento, ampiamente utilizzato, è rappresentato dall'Economic Policy Uncertainty, il cui indice globale si mantiene su alti livelli, per quanto inferiori all'apice raggiunto durante il Great Lockdown.

2 Oxford Economics, World Economics Prospects Monthly, gennaio 2023.

3 Nel periodo 2010-2021 il tasso di inflazione al consumo mondiale è stato pari in media al 3,4%.

dalla conclusione parziale o totale dei programmi di acquisto di attività finanziarie, si sono riflessi in un generale inasprimento delle condizioni di finanziamento (Fig. 1), su cui ha pesato anche l'incremento del premio per il rischio richiesto a fronte della maggiore incertezza⁴, con potenziali ricadute sul ciclo del credito e più in generale sulla dinamica del Pil mondiale nel corso del 2023⁵.

Figura 1 - Condizioni Finanziarie Globali (deviazione standard dalla media)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Global Financial Stability Report, ottobre 2022.

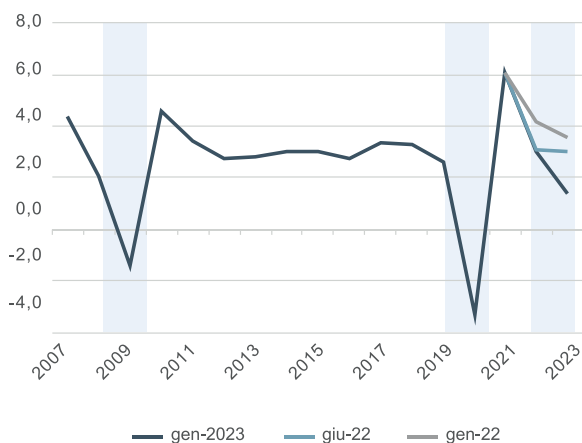
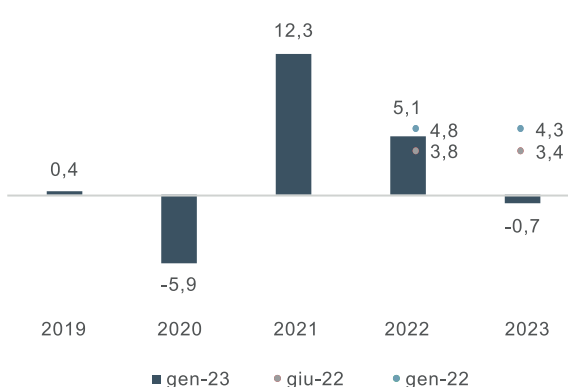
Secondo il *consensus*, infatti, per quest'anno le prospettive economiche mondiali risultano ancora in deterioramento principalmente per il possibile materializzarsi degli effetti di condizioni finanziarie globali meno favorevoli, in un quadro di politica fiscale caratterizzato da spazi di manovra in graduale ridimensionamento; a ciò si aggiungono la progressiva erosione del potere d'acquisto delle famiglie e il rallentamento atteso della produzione industriale⁶. In uno scenario base, ossia a maggiore probabilità di accadimento, il ritmo di crescita del Pil mondiale nel 2023 è previsto in calo a +1,3% secondo Oxford Economics⁷, di oltre due punti percentuali inferiore rispetto alle proiezioni pre-guerra. Questa previsione risulta, peraltro, più che dimezzata rispetto a quanto prospettato sino a qualche mese fa, come riflesso di un peggioramento del quadro dei rischi osservato a partire dalla seconda metà dello scorso anno. Se questa previsione fosse confermata, nel 2023 il Pil mondiale segnerebbe il tasso di crescita più contenuto nella storia recente, dopo le contrazioni registrate durante la Crisi Finanziaria Globale e la pandemia (Fig. 2A).

4 Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Global Financial Stability Report, ottobre 2022.

5 Le decisioni di politica monetaria hanno un impatto sull'economia reale tramite diversi canali, tra cui quello chiave del credito bancario, con effetti ritardati variabili.

6 Secondo i risultati delle indagini condotte presso i responsabili degli acquisti delle aziende, il Purchasing Managers' Index globale manifatturiero continua a segnalare una moderazione generalizzata dell'attività economica e dallo scorso settembre si mantiene poco al di sotto della soglia di espansione, prospettando una lieve contrazione della produzione industriale globale nel breve periodo, ascrivibile prevalentemente al calo di nuovi ordini.

7 Pressoché in linea con altri previsori internazionali, tra cui la Banca Mondiale (Global Economic Prospects, gennaio 2023).


Figura 2 - Pil mondiale e commercio internazionale, scenari a confronto (var. % annua)
A. Pil mondiale

B. Commercio mondiale di beni


Fonte: Oxford Economics.

A risentirne maggiormente saranno i volumi degli scambi internazionali di beni (Fig. 2B) e di servizi. Sui primi (attesi ora in lieve flessione) pesano la debolezza della domanda, oltre che un rallentamento fisiologico dopo le performance molto positive dello scorso biennio, e lo spostamento delle preferenze dei consumatori verso i servizi; i secondi (rivisti fortemente al ribasso, anche se in recupero), continueranno a beneficiare, in particolare, della vivace ripresa dei flussi turistici e delle attività legate ai viaggi (specie di lunga distanza) e al canale dell'ospitalità⁸.

A livello geografico, per le economie avanzate la crescita economica sarà pressoché nulla, ascrivibile prevalentemente alla stagnazione di Stati Uniti ed Eurozona e alla lieve flessione nel Regno Unito. Il repentino cambio di paradigma della politica monetaria, volto a contrastare in modo risoluto le pressioni sui prezzi mantenendo ancorate le aspettative di inflazione al costo di una minore domanda (soprattutto di minori investimenti), rappresenta il principale fattore dietro la debolezza economica prevista per questi Paesi. Le dinamiche attese per le economie emergenti (+2,9%) risentirà del rallentamento delle economie avanzate attraverso il calo delle importazioni e le condizioni finanziarie globali più restrittive; a questi fattori, si aggiungono anche rischi più propriamente domestici – per quanto influenzati dal contesto internazionale – come la sicurezza alimentare (che costituisce una delle principali sfide per alcuni Paesi in via di sviluppo), la crisi energetica e le tensioni geopolitiche in alcune regioni (*in primis*, l'incertezza sull'evoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina, ma non solo). Non da ultimo, le prospettive dell'economia cinese giocheranno un ruolo cruciale: sebbene il Pil della Cina sia atteso in accelerazione, non si può escludere che la strategia anti-Covid possa continuare a gravare sull'attività (cfr. Box 3). In particolare, sul finire dello scorso anno il Governo di Pechino ha deciso di abbando-

⁸ Per maggiori approfondimenti, si rimanda a: SACE, *I servizi nel mondo di oggi e di domani: un treno che non si può perdere*, Focus On, gennaio 2023.



nare la politica di tolleranza zero, nonostante la situazione epidemiologica sia attualmente critica: ciò significa che, da un lato, la riapertura favorirà la ripresa economica nel corso del 2023, dall'altro, la recrudescenza dei contagi potrebbe innescare nuovamente rallentamenti nella logistica e nei trasporti a causa del personale ridotto, costituendo quindi un rischio al ribasso nel breve periodo, soprattutto per i Paesi asiatici, e più in generale per le catene di fornitura internazionali; da non trascurare anche i potenziali effetti di una maggiore domanda cinese di beni energetici sull'inflazione mondiale (tramite un rialzo delle quotazioni, soprattutto di petrolio) e sugli approvvigionamenti (specie di gas).

In questo scenario di debolezza del ciclo economico, l'inflazione mondiale è stimata in calo attorno al 5%. Le pressioni sui prezzi al consumo sono, infatti, attese ridursi, frenate in parte da una minore spinta della domanda e al contempo dalla normalizzazione dei mercati delle materie prime (per quanto le quotazioni rimangano ancora ben al di sopra del periodo pre-pandemia e soggette a volatilità). È bene però evidenziare qualche segnale di persistenza nel tasso di inflazione *core*, ossia quello depurato delle componenti più volatili come energia e generi alimentari, come riflesso degli effetti indiretti ritardati degli elevati prezzi di petrolio e gas naturale e dell'apprezzamento del dollaro⁹ osservato nel corso dello scorso anno, oltre che della crescita dei salari nominali in mercati del lavoro solidi (cfr. Box 1).

Sebbene le decisioni di politica monetaria consentiranno di ridurre i rischi di inflazione sostenuta nel medio termine (coerentemente con quello che è l'obiettivo di numerose Banche Centrali), al contempo è plausibile attendersi un aumento delle vulnerabilità finanziarie nel breve periodo¹⁰. Gli incrementi dei tassi di interesse, la minore liquidità e la riduzione della propensione al rischio degli investitori si inseriscono, infatti, in un contesto caratterizzato da un elevato livello di debito mondiale (pubblico e privato) che ha raggiunto il 343% del Pil¹¹. I Paesi emergenti, dove questo rapporto è pari al 254%, sono solitamente quelli più dipendenti dal finanziamento esterno e sono quindi più esposti all'inasprimento delle condizioni finanziarie globali. Lo scorso anno, infatti, i flussi di capitali verso tali economie sono crollati significativamente¹², facendo così aumentare i rischi e i costi legati al *roll-over* delle passività, soprattutto quelle collocate presso investitori esteri e in particolare quelle denominate in dollari, considerata la diffusa perdita di valore delle singole divise verso la valuta americana. Tuttavia, rispetto al passato, il peso del debito estero in dollari è diminuito e i cambiamenti strutturali e lo sviluppo di mercati obbligazionari domestici hanno permesso di indebitarsi maggiormente nella valuta locale nell'ultimo decennio. Secondo stime di Capital Economics¹³, solo il 7,5% circa del debito in essere dei Paesi emergenti è denominato in valuta estera. In altri termini, rispetto a passati cicli globali di politica monetaria restrittiva, le vulnerabilità macro-finanziarie verso l'esterno si sono ridotte, per quanto non debbano essere trascurate; aumentano al contempo i rischi interni legati ad aumenti dei tassi di interesse domestici, in un contesto di crescita economica più debole ed elevato debito privato di imprese e famiglie (Fig. 3).

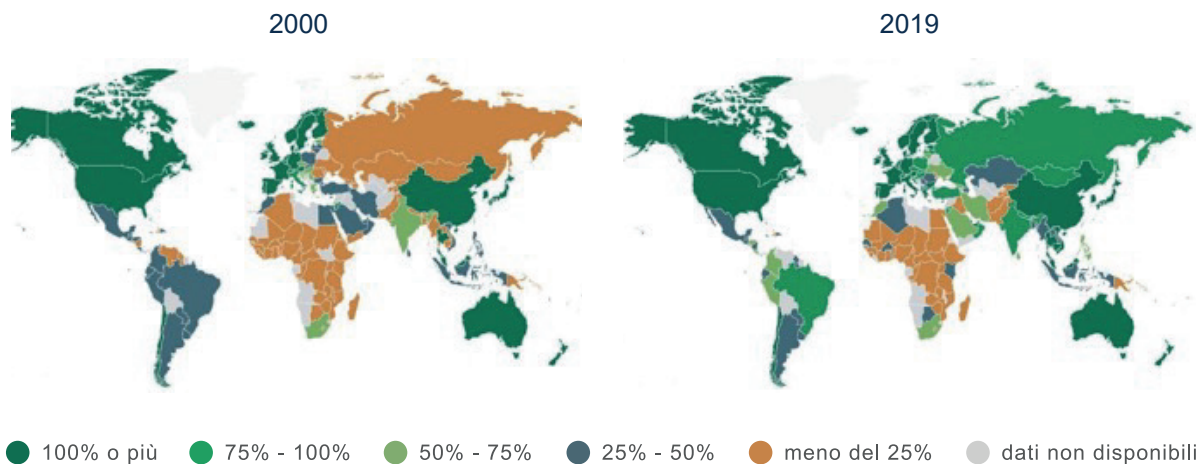
9 Nel corso del 2022, il tasso di cambio nominale effettivo del dollaro, ossia calcolato rispetto a un ampio paniere di valute estere, si è apprezzato in media del 6,8% su base tendenziale. Un aumento di questo tasso si riflette in una maggiore inflazione importata, a livello globale, tramite l'acquisto di beni e servizi esteri denominati in dollari.

10 Un canale di trasmissione è rappresentato dal maggior costo del servizio del debito, soprattutto in presenza di tassi di interesse variabili e/o strumenti di debito emessi a breve scadenza.

11 Secondo gli ultimi dati disponibili relativi al terzo trimestre del 2022 (Fonte: International Institute of Finance, Global Debt Monitor, novembre 2022).

12 International Institute of Finance, *Capital Flows Tracker*, gennaio 2023.

13 Capital Economics, *The Chief Economist's Note*, dicembre 2022.

**Figura 3 - Debito privato nei Paesi emergenti (% Pil)**

Nota: Nella rappresentazione grafica si mostrano gli anni 2000 (prima dell'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale del Commercio) e il 2019 (prima della crisi pandemica).

Fonte: Global Debt Database. Ultimo dato disponibile si riferisce al 2021.

In generale, la combinazione di crescita economica debole, condizioni finanziarie meno favorevoli ed elevato debito globale non consentiranno un'inversione di tendenza nel rischio di credito (cfr. Cap. 1.2). Secondo il *consensus* le insolvenze – in particolare delle imprese – torneranno fisiologicamente a crescere verso i livelli “normali” pre-pandemici, dopo un periodo di sostanziale stagnazione (se non addirittura riduzione) ascrivibile alle misure straordinarie di sostegno fiscale e normativo varate nell'ultimo triennio; questo scenario pone quindi rischi al ribasso anche per il settore bancario che potrebbe dover fronteggiare un aumento dei crediti deteriorati e in generale una riduzione della qualità degli *asset*.

In termini di rischio politici, una sfida significativa per quasi tutte le principali economie sarà trovare l'equilibrio tra la necessità di frenare l'inflazione e le pressioni sociali dovute all'aumento del costo della vita (cfr. Cap. 1.2). L'aumento dei prezzi in Paesi a basso reddito, in un contesto di misure economiche restrittive adottate in risposta al deterioramento delle posizioni con l'estero, rischia di riflettersi in maggiori proteste popolari. Ciò vale soprattutto per i Paesi più poveri (ed in particolare quelli africani), dove peraltro si evidenziano anche rischi legati alla sicurezza alimentare essendo il settore agricolo in gran parte dipendente dalle importazioni. Inoltre, alcuni governi continueranno a esercitare un certo controllo sui flussi di trasferimento di capitali in uscita dal Paese a seguito dei crescenti disavanzi con l'estero e della riduzione, al di sotto dei livelli di comfort, di riserve internazionali possedute.

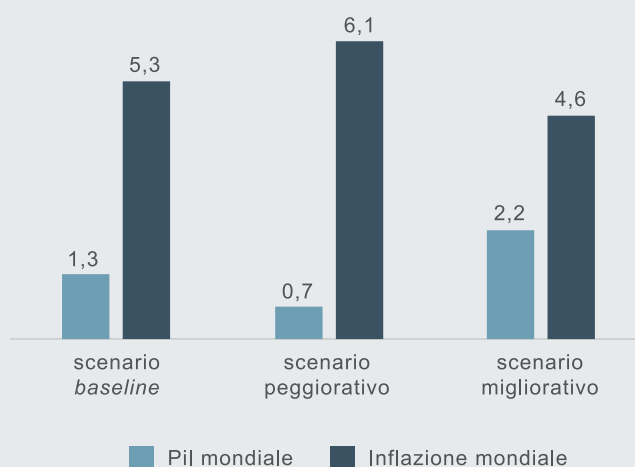


Box 1 – L’inflazione come spartiacque negli scenari alternativi

I rischi all’outlook macroeconomico globale restano significativi e orientati al ribasso. L’evoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina continua a rappresentare uno dei fattori negativi che potrebbe accentuare il rallentamento dell’attività economica mondiale. Non si può escludere, inoltre, uno scenario alternativo peggiorativo – a cui è associata una contenuta probabilità di accadimento – in cui le pressioni sui prezzi sono più persistenti ed elevate rispetto alle ipotesi *baseline* (Fig. 1A). In questo caso, il principale canale di trasmissione è rappresentato dal de-ancoraggio delle aspettative di inflazione, a cui le Banche Centrali risponderebbero con un maggiore inasprimento delle politiche monetarie. In un clima di fiducia deteriorato, ulteriore erosione dei redditi reali e flessione degli scambi globali di beni (-1,6%), la crescita economica globale nel 2023 sarebbe rivista al ribasso di 0,7 punti percentuali.

Di contro, si può ipotizzare uno scenario alternativo migliorativo, con una probabilità di accadimento non trascurabile, ipotesi più favorevoli riguardo alle condizioni di offerta globali la cui normalizzazione, già in corso, avverrebbe a un ritmo più rapido rispetto a quanto atteso. Si assisterebbe così a un marcato allentamento delle pressioni inflazionistiche per la componente ascrivibile alle interruzioni delle catene di fornitura internazionali, con benefici sul clima di fiducia di imprese e famiglie; inoltre, le Banche Centrali – pur mantenendo un atteggiamento cauto – manterrebbero invariati i tassi di interesse (escludendo quindi altri rialzi). In questo scenario, la crescita del Pil mondiale sarebbe rivista al rialzo di 0,9 punti percentuali rispetto al *baseline*, trainata dal rimbalzo dei consumi e da una dinamica positiva del commercio internazionale di beni (+0,3%).

Fig. 1A – Pil e inflazione mondiale nel 2023, scenari alternativi (var. % annua)



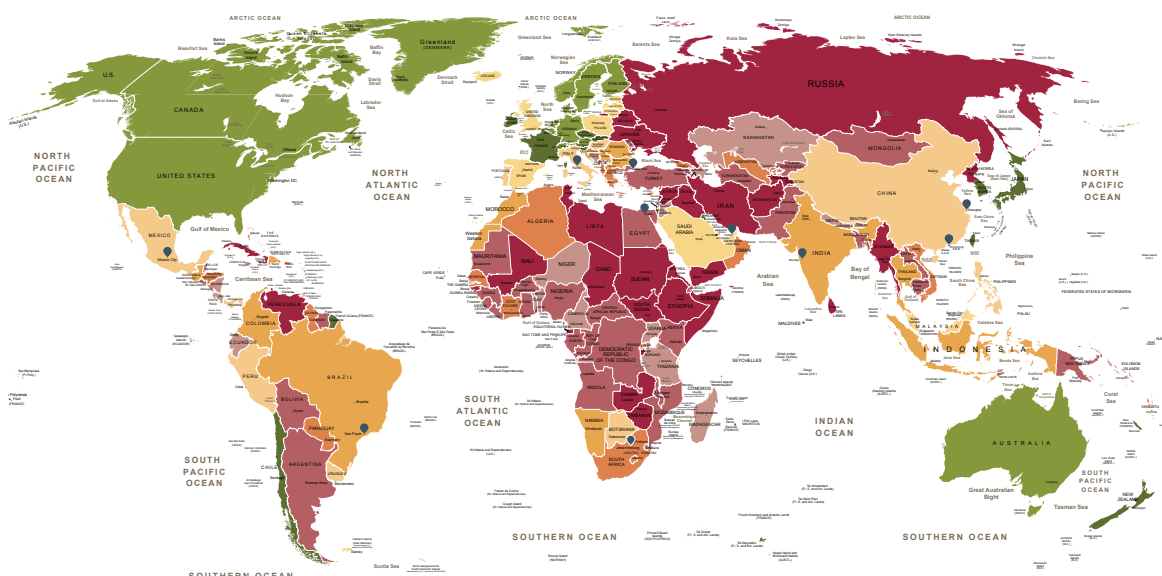
Fonte: Oxford Economics.

Per quanto sia difficile, in un contesto di elevata incertezza, effettuare stime puntuali delle probabilità di accadimento dei vari scenari, quelli qui delineati presentano, al momento, probabilità simili. Nonostante ciò, i dati pubblicati recentemente per alcune delle principali economie globali¹⁴, con tutte le cautele del caso specie relativamente alla componente *core* del tasso di inflazione, sembrano propendere maggiormente verso quello migliorativo.

1.2 Stabilità non fa (sempre) rima con positività

La Mappa dei Rischi 2023¹⁵ conferma una generale stabilità nei livelli di rischio di credito, seppure caratterizzata da dinamiche sottostanti estremamente complesse che hanno alimentato – e continuano a farlo – incertezza (Fig. 4). Nel complesso 72 Paesi, che nel 2021 hanno rappresentato il 53,5% dell'export italiano di beni, riportano una stabilità degli indicatori di rischio; 65 Paesi (34,5% dell'export 2021) registrano un peggioramento, con diverso grado di intensità, e parallelamente 57 Paesi (12% dell'export 2021) un miglioramento. Le fragilità che hanno caratterizzato gli ultimi tre anni, seppur mitigate dalle varie (e differenziate tra geografie) politiche di sostegno, sembrano destinate a perdurare anche nel 2023 gravando ulteriormente su quelle geografie che si erano presentate alla crisi con fondamentali economici non ottimali.

Figura 4 - Come si muove il rischio del credito nel 2023



14 In particolare, secondo l'indicatore *Persistent and Common Component of Inflation*, monitorato da alcuni banchieri centrali per l'Area dell'euro, le pressioni inflative stanno mostrando segnali di allentamento.

15 Questo strumento ha l'obiettivo di identificare le diverse tipologie di rischio cui si espone un'impresa italiana nell'operare all'estero. In particolare, la Mappa si basa sull'analisi del "rischio di credito" in circa 200 Paesi. Per rischio di credito si intende l'eventualità che la controparte estera (sovrana, bancaria o corporate) non sia in grado o non sia disposta a onorare le obbligazioni derivanti da un contratto commerciale o finanziario. A ciascun Paese è associato un punteggio da 0 a 100 (dove 0 rappresenta il rischio minimo e 100 il rischio massimo) ottenuto come media semplice dei tre rischi di credito per tipo di controparte sopra menzionati.



La stretta delle principali Banche Centrali ha innescato ampi deflussi di capitali internazionali dalle economie emergenti, con conseguenti difficoltà nel ripagamento delle passività con l'estero. Queste circostanze hanno determinato un maggiore coinvolgimento dei sistemi bancari nazionali, che ora risultano particolarmente esposti al rischio sovrano. Si è inoltre osservato un incremento del premio al rischio per i Paesi più vulnerabili che si è riflesso, ancora una volta, nell'intensificarsi delle pressioni sulle valute di molte di queste economie, il cui deprezzamento ha alimentato ulteriormente l'inflazione, costringendo la maggior parte delle Banche Centrali a correre ai ripari. Tutto ciò ha messo alla prova il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, così come la credibilità e indipendenza delle Banche Centrali: il depotenziamento della leva monetaria è da attribuire, in alcuni casi, alla monetizzazione del deficit pubblico e quindi alla dipendenza della politica monetaria da quella fiscale.

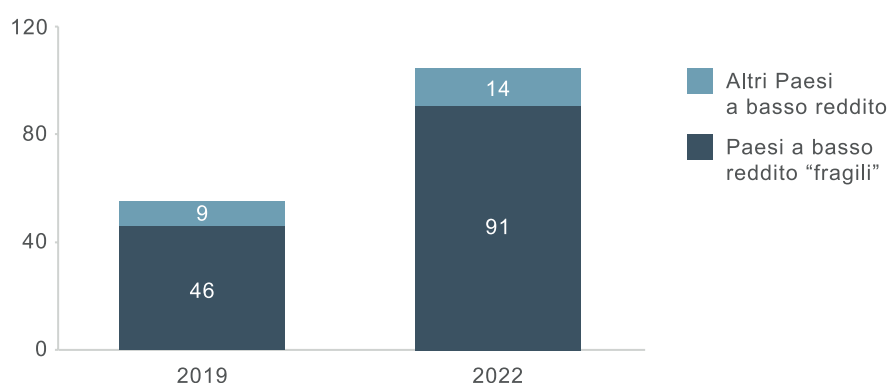
La crescente domanda di valuta per finanziare importazioni – soprattutto di materie prime energetiche – sempre più costose, a fronte di minori afflussi di capitali, si ripercuote anche in un aumento della componente del rischio politico di trasferimento e convertibilità valutaria; specularmente per gli esportatori di energia che, registrano un miglioramento dei conti con l'estero, si ha un conseguente minor rischio di trasferimento. Inevitabilmente, in questo contesto globale fortemente polarizzato da elementi di natura geopolitica, l'aggiornamento degli indicatori dei rischi politici fotografa in media un peggioramento rispetto all'anno precedente (88 geografie in peggioramento a fronte di 35 che migliorano e 71 che rimangono stabili), in particolare nella componente di violenza politica (Cfr. Cap 2.1). Anche la componente relativa al rischio di esproprio ha riportato un peggioramento a livello globale, seppure lieve, collegato all'irrigidimento nella gestione delle materie prime da parte di molti Paesi e alla frenata dei processi di riforma dei contesti operativi a scapito dell'atteggiamento di apertura e tutela degli investitori esteri per l'ingresso nei settori strategici per l'economia.

Non vanno, inoltre, sottovalutati gli impatti degli aumenti dei prezzi delle materie prime, soprattutto alimentari, che determinano un problema di sicurezza alimentare per molti Paesi (soprattutto africani) dove il settore agricolo è in parte dipendente dalle importazioni, anche di input produttivi come ad esempio i fertilizzanti. Tale problematica, acuita spesso da contesti dove il benessere sociale in tutte le sue componenti registra valori molto bassi, ha ripercussioni anche sulla componente della violenza politica in quanto foriera di proteste popolari anche estreme. Gli ultimi tre anni hanno evidenziato, in particolare, un incremento tra i Paesi emergenti a basso reddito di una maggiore esposizione ai rischi di sicurezza alimentare (Fig. 5)¹⁶.

16 World Bank, *Global Economic Prospects*, gennaio 2023.



Figura 5 – Insicurezza alimentare nei Paesi a basso reddito (milioni di persone)



Nota: i Paesi "fragili" sono quelle geografie interessate da criticità e conflitti. Le barre mostrano il numero di persone in crisi alimentare classificate come Fase 3 ossia in crisi di insicurezza alimentare acuta o peggio in base alla *Integrated Food Security Phase Classification* (IPC/CH). I dati per il 2022 sono stime adattate da GNAFC (2022).

Fonte: World Bank Global Economic Prospects database.

Va precisato che i prezzi delle materie prime alimentari erano in crescita già prima che scoppiasse il conflitto tra Russia e Ucraina, benché questo ne abbia inevitabilmente acuito gli effetti: il *FAO Food Price Index* già a gennaio 2022 registrava un livello superiore anche a quello del 2008 (il secondo più alto dal 1990 dopo il 2011), quando il rincaro dei prezzi alimentari aveva generato, in contesti già vulnerabili, instabilità politica e scatenato quelle sommosse popolari che da lì a poco si sarebbero concretizzate nelle c.d. "Primavera Arabe".

E se da un lato si è assistito a una crescita demografica non supportata proporzionalmente da una produzione alimentare – soprattutto in quei Paesi il cui il tasso demografico è molto alto e la morfologia dei territori non consente un adeguato incremento della produzione agricola (es. geografie per lo più desertiche) – dall'altro anche i cambiamenti climatici hanno impattato proprio sul rendimento e/o la possibilità di intensificazione dei territori da destinare a uso agricolo (con i casi estremi di siccità e alluvioni che rendono scarsi o danneggiano le coltivazioni e gli allevamenti), così come una sempre maggiore urbanizzazione¹⁷.

Fattore ormai intrinseco nella valutazione dei rischi d'impresa, anche a causa di un incremento di fenomeni avversi, il rischio climatico segue la traiettoria del rischio politico presentando un peggioramento nell'ultimo anno seppure con alcune differenze dal punto di vista geografico (Cfr. Cap 2.3).

¹⁷ Emiliani, *Insicurezza alimentare: falso allarme?*, in *Quiete dopo le tempeste...Rally?*, Ispi, dicembre 2022.

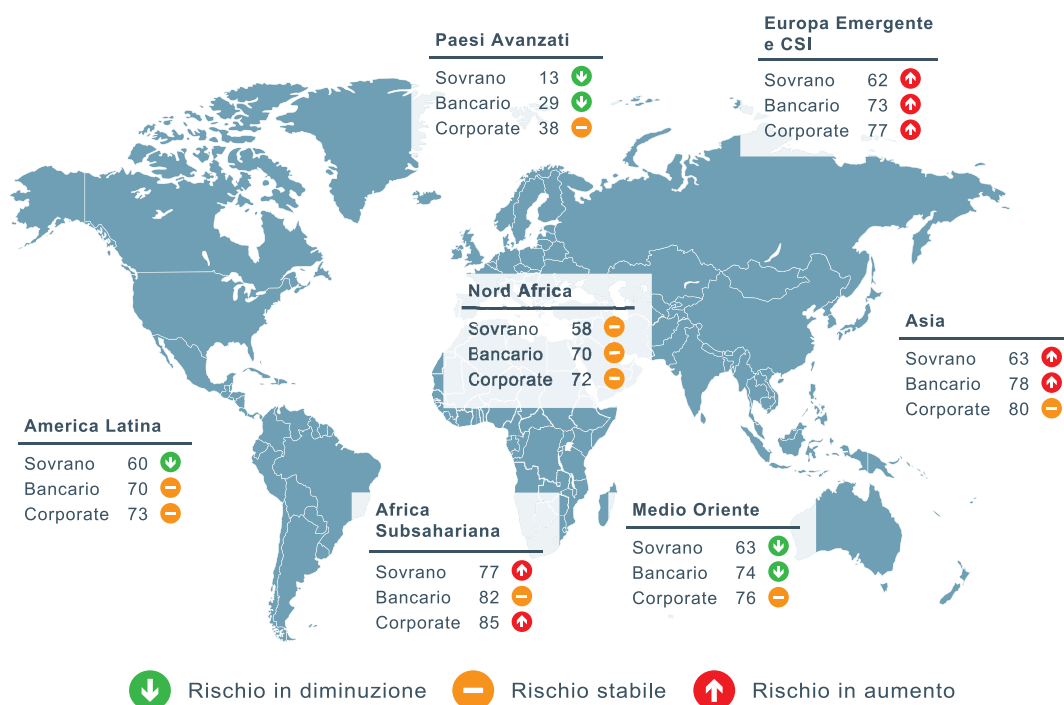
CAPITOLO 2 - FRAGILI STABILITÀ: IL MONDO DEI RISCHI NEL 2023

Il quadro dei rischi all'inizio del 2022 era caratterizzato da segnali di consolidamento della ripresa seppure in un contesto complesso. Tuttavia, la serie di eventi politici ed economici che ha caratterizzato il prosieguo dell'anno ha avuto un impatto significativo sul profilo dei rischi globali, portando a un avvio di 2023 contraddistinto da instabilità o, per essere più precisi, da una fragile stabilità.

2.1 I rischi del credito: guida alla navigazione “sicura” in un mondo di rischi e opportunità

La Mappa dei Rischi 2023 mostra una rischiosità globale media relativamente inalterata rispetto alla Mappa precedente, in cui si sottolineava la mancata (auspicata) inversione di tendenza dopo gli incrementi post-pandemia del 2021 (Fig. 6). Questa stabilità nei profili di rischio riflette sicuramente un'accezione positiva in quanto, nonostante le circostanze geopolitiche avverse, le principali economie sono riuscite a mantenere un livello di rischio relativamente immutato. Di contro, l'assenza di miglioramento dei rischi va anche letta come un'“occasione persa” per quelle geografie che - nonostante gli ampi supporti finanziari pubblici o delle istituzioni multilaterali – non sono riuscite a rafforzare i propri fondamentali macroeconomici, lasciando presagire una maggiore esposizione ai rischi del credito.

Figura 6 – Il rischio di credito delle aree geografiche: chi sale e chi scende nel 2023



Nota: Rischio di credito per controparte nel 2023 (media); 0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo.



La stabilità del rischio di credito per il 2023 è, quindi, frutto di una differenziata pluralità di Paesi con una situazione economico-finanziaria consolidata e risorse adeguate per gestire eventuali peggioramenti dello scenario globale. È il caso del **Messico** che ha confermato il *paso lento*

pero seguro della ripresa, grazie alla struttura manifatturiera della sua economia e al posizionamento geografico strategico; i buoni fondamentali del Paese potranno ridurre gli impatti economici del rallentamento statunitense, ma servono politiche volte ad attrarre maggiori investimenti esteri per sfruttare il vasto potenziale di crescita non ancora espresso. Il **Brasile**, dopo essere riuscito a limitare le conseguenze economiche negative della pandemia, ha proseguito in una buona *performance* di crescita anche lo scorso anno merito non solo della buona dinamica dei prezzi delle materie prime ma anche di un sistema produttivo che ha mostrato segni di vitalità (in parte inattesi) e della piena ripresa dei servizi seguita alla fine delle restrizioni degli spostamenti. Nonostante un inizio turbolento per la presidenza Lula, ulteriori note positive per il futuro potranno venire dall'atteggiamento della Banca Centrale che, grazie a un ciclo monetario restrittivo partito prima delle principali Banche Centrali a livello globale in risposta al "ritorno" dell'inflazione, potrà essere tra le prime a tagliare i tassi di riferimento già in corso d'anno, inaugurando una nuova fase di richiesta di fonti di finanziamento sui mercati dei capitali a sostegno degli investimenti.

Il progressivo consolidamento fiscale e una robusta crescita economica posizionano l'**India** tra i *best performer* dei principali mercati globali, garantendole un miglioramento del rischio di credito; Nuova Delhi – inserita nel Rapporto Export 2022 tra le economie dinamiche per l'export italiano di beni e con cui la Ue ha in corso negoziazioni per il raggiungimento di un accordo di libero scambio – prosegue con politiche di sviluppo infrastrutturali e con un incremento della spesa pubblica sia diretto sia incentivato attraverso gli schemi di Partnership Pubblico Privato (PPP). La riduzione del rischio di credito di **Vietnam** e **Taiwan** è attribuibile soprattutto all'ottima gestione dei conti pubblici che evidenzia livelli di debito addirittura inferiori al periodo pre-pandemico, circostanza pressoché unica nell'area. I progressi su numerosi fronti finalizzati all'ingresso nell'Unione monetaria europea hanno favorito il miglioramento dello *score* del credito (soprattutto nella componente sovrana) della **Croazia**, che dal primo gennaio oltre ad aver adottato l'euro è anche entrata nell'area Shengen.

Nel perimetro dei Paesi avanzati il profilo creditizio resta sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente, con una crescita in rallentamento e conti pubblici frenati dall'onere del sostegno a famiglie e imprese prima per gli impatti della pandemia e ora per il caro bollette energetiche. Tale tendenza resta confermata in particolare

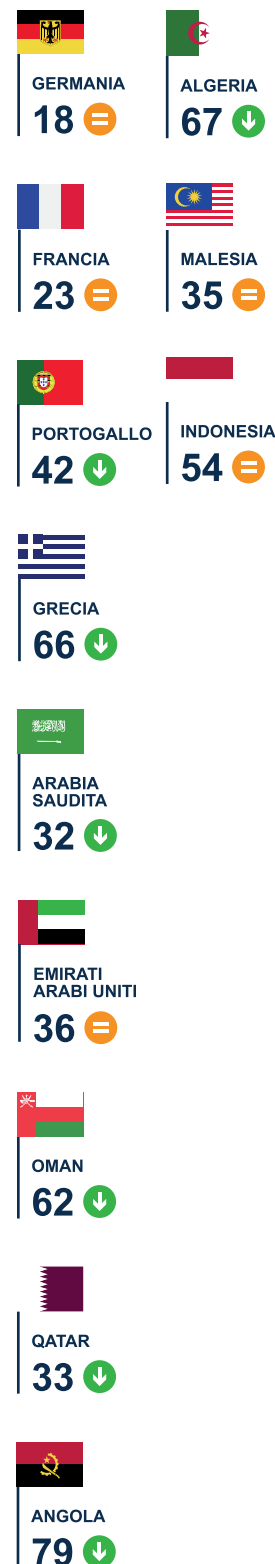


nell'alveo europeo come nel caso della **Germania** e della **Francia**. Non mancano casi di geografie che vedono, quest'anno più che nell'anno passato, gli effetti di un consolidamento avviato precedentemente come il **Portogallo** e la **Grecia** (che lo scorso anno ha rimborsato anticipatamente il debito con il Fmi ed è uscita dal programma di sorveglianza rafforzata della Commissione europea).

Gli impatti dell'invasione russa dell'Ucraina sono stati particolarmente visibili sulle dinamiche delle materie prime energetiche e alimentari (di cui Russia, Ucraina e Bielorussia sono importanti produttori; Cfr. Box 2). Le geografie produttrici di *commodity* dell'energia hanno registrato un immediato beneficio dall'aumento dei prezzi, con ricadute positive sulle finanze pubbliche: nel novero troviamo i grandi produttori che, grazie anche alla congiuntura positiva, hanno impresso un ulteriore slancio a politiche di rilancio della crescita, come **Arabia Saudita** ed **Emirati Arabi Uniti** che – in seguito all'extra gettito fiscale – hanno rafforzato il processo di consolidamento e diversificazione economica contenuto nei due rispettivi piani di sviluppo (*"Vision 2030"* e *"Operazione 300 miliardi"*). Non si possono tralasciare anche fornitori "minori" come **Oman** – dove lo sforzo riformatore e la disciplina fiscale hanno permesso di ridurre il debito pubblico e garantito al Paese due *upgrade* nello stesso anno da parte delle agenzie di rating – e **Qatar**, in cui i mondiali di calcio hanno dato slancio anche ai settori non-oil.

In Africa la dinamica positiva di prezzi e domanda petrolifera ha consentito all'**Angola** di riportare ampi surplus di parte corrente e un progressivo rafforzamento del kwanza con una drastica diminuzione del debito pubblico, così come all'**Algeria**, che con il rinnovato ruolo di fornitore di gas (specialmente per l'Italia) vede un miglioramento di tutte le componenti del rischio del credito (sovrano, bancario e corporate). A tale dinamica algerina hanno concorso un nuovo aumento delle riserve in valuta forte e di liquidità abbondante nel sistema bancario, sebbene l'effetto positivo sia determinato più da un effetto prezzo che quantità di *Oil&Gas* esportati: le difficoltà seguite alla crisi delle materie prime energetiche del 2014-15 avevano portato, infatti, il Paese a investire poco nel settore soprattutto in termini di esplorazioni; pertanto, qualora i prezzi del gas si riducessero ulteriormente Algeri potrebbe tornare rapidamente a soffrire di carenza di liquidità. Il beneficio delle *commodity* è tra i fattori trainanti del miglioramento del livello di rischio anche di **Malesia** e **Indonesia**, Paesi che possono contare anche su una struttura economica diversificata e che lo scorso anno hanno registrato una ripresa eterogenea a livello settoriale.

CHI MIGLIORA PER I RINCARI DELLE COMMODITY





Box 2 – L'impatto della guerra “dentro e fuori” Mosca

La risposta alla domanda circa l'efficacia delle sanzioni e la pressione che queste esercitano sull'economia russa non è scontata e semplice, dal momento che molti effetti non sono immediati, ma anche per una molteplicità di motivi: molti dati non sono più diffusi o resi disponibili, quanto avvenuto sul mercato dell'energia in termini di prezzi crescenti ha ridimensionato l'impatto negativo di breve periodo, alcuni beni sanzionati possono essere oggetto di triangolazioni attraverso Paesi terzi (e quindi giungere comunque a Mosca) e, infine, l'obiettivo dei politici sanzionanti non è univoco. All'indomani dell'invasione sono circolate molte previsioni sull'impatto economico delle sanzioni sul Pil russo, con contrazioni anche superiori al 10% per il 2022 (-11,2% secondo la Banca Mondiale, -8,5% per il Fmi ad aprile). Tuttavia, proprio per tutte le ragioni riportate, le ultime stime diffuse indicano un calo decisamente meno marcato: -3,4% secondo il Fmi (a ottobre) e -3,5% secondo la Banca Mondiale (a gennaio 2023). Le stime di Alfa Bank sui primi undici mesi del 2022 sono addirittura di una contrazione tendenziale di circa il 2%, un dato prossimo a quanto registrato da Mosca nel 2015 dopo l'annessione della Crimea e le prime sanzioni internazionali.

Per capire quale possa essere l'effettivo stato di salute sono stati pubblicati diversi studi, tra cui quello dello *Yale Chief Executive Leadership Institute*¹⁸, che ha sottolineato l'estrema fragilità di Mosca incentrando le considerazioni su: i) le multinazionali che hanno abbandonato il Paese; ii) i dati statistici nascosti dal Cremlino; iii) il peso della domanda Ue di commodity sull'export totale e iv) l'indicatore manifatturiero anticipatore del ciclo produttivo PMI. In risposta allo studio, Ben Aris di *Business New Europe*¹⁹ (Bne), ha confermato che nel lungo periodo Mosca subirà l'impatto delle sanzioni, ma ha altresì evidenziato come almeno nel breve periodo l'economia abbia avuto i mezzi per resistere alle pressioni meglio delle attese.

Un indicatore utile e sufficientemente affidabile è l'andamento delle importazioni; sebbene i dati non siano più diffusi dalla Banca Centrale russa con ampio dettaglio, Bruegel ha ricostruito un dataset²⁰ per 34 geografie - che rappresentavano il 75% dei fornitori russi nel 2019 – che mostra come le importazioni di beni da Ue²¹, Stati Uniti e Regno Unito siano crollate da marzo 2022 in poi, quelle da Giappone e Corea del Sud abbiano registrato una lieve ripresa dall'estate (più marcata per Seul che per Tokyo); tali cali dell'import di Mosca sono stati, almeno parzialmente, compensati da Cina, India e Turchia, con le prime due tornate a livelli di domanda pre-invasione e la Turchia che sta registrando nuovi massimi (Fig. 2A).

18 Yale Celi, *Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy*, Agosto 2022.

19 Ben Aris, *Is Russia's economy headed for 'economic oblivion', as a report from Yale says?*, Agosto 2022.

20 Bruegel, Russian foreign trade tracker.

21 Anche qualora si tornasse ai valori pre-invasione, per l'export italiano rimarrebbe comunque una grande distanza rispetto a quanto registrato prima dell'annessione della Crimea.



Fig. 2A - Importazioni russe di beni da principali partner commerciali (\$ mld)



Nota: Importazioni da 34 Paesi (Ue, Cina, Stati Uniti, Corea del Sud, Giappone, India, Regno Unito e Turchia) che rappresentavano il 75% dell'origine delle importazioni russe dal mondo nel 2019. Ottobre 2022 ultimo dato disponibile, solo per la Corea del Sud è disponibile novembre, al momento della scrittura.

Fonte: Bruegel.

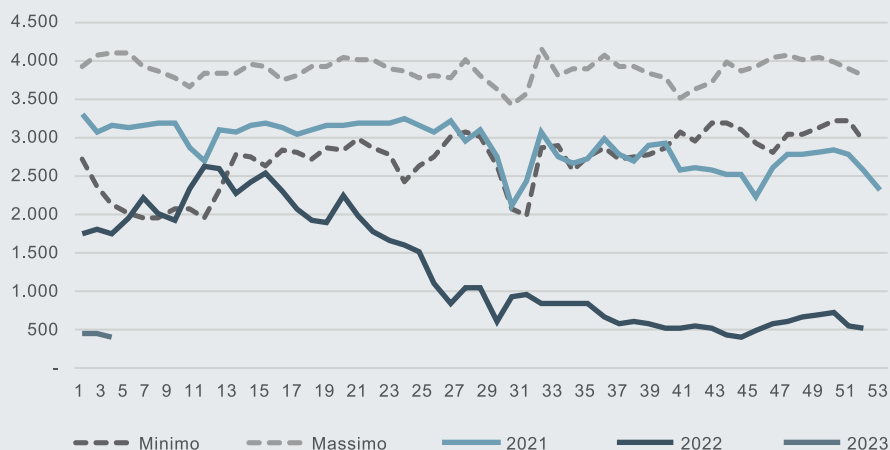
Un dato significativo sullo stato di salute dell'economia è quello sulla disoccupazione, ufficialmente sotto il 4%. Ma è lecito domandarsi se nei dati siano stati conteggiati tutti i lavoratori che hanno lasciato il Paese prima dello scoppio della guerra e all'arrivo delle sanzioni e poi al giungere della coscrizione. Inoltre, il numero è fuorviante perché tratta proprio i coscritti rimasti nel Paese come occupati. Un'altra incongruenza viene alla luce dai dati relativi ai redditi reali e alla spesa al dettaglio: nel corso del 2022 il primo sembra essersi contratto molto meno del secondo (2-4% vs 9%).

La rilevanza di Mosca per l'approvvigionamento energetico europeo²² ha sostenuto l'economia russa e costituito fonte di valuta forte in un momento critico, quello dopo l'invasione dell'Ucraina e l'imposizione delle prime sanzioni, quando il congelamento delle riserve internazionali detenute dalla Banca Centrale russa all'estero (\$643,2 miliardi a fine febbraio, quasi dimezzate dalle decisioni occidentali) minava la "fortezza" finanziaria di Putin. L'import di gas naturale dei 27 Paesi Ue ha mostrato un calo in termini di volumi nel corso dell'anno (Fig. 2B), sia per la chiusura del gasdotto Yamal – che attraversa la Polonia ed è a secco dallo scorso 27 aprile – sia per quella di Nord Stream 1 (inutilizzabile da fine agosto). Rimangono operativi i gasdotti Turkstream e Brotherhood, che tuttavia hanno una portata totale inferiore a 90 milioni di metri cubi di gas e quindi ben lontani dai 155 (import europeo dalla Russia, incluso un quantitativo minimo di LNG) del 2021.

²² Stefano Gorissen e Davide Serraino, *Sotto scacco energetico di Mosca*, Ispi, dicembre 2021.



Fig. 2B – Import di gas naturale della Ue27 dalla Russia (milioni di metri cubi)



Nota: Il “minimo” e il “massimo” sono calcolati nel periodo 2015-2020. Ultimo aggiornamento relativo al 24 gennaio 2023.
Fonte: Bruegel.

La riduzione dei volumi e il conseguente significativo e prolungato aumento del prezzo del gas (anche se i corsi sono in riduzione e difficilmente torneranno ai picchi registrati negli ultimi mesi) hanno comportato, nel complesso, un incremento delle entrate per Mosca. Al gas, inoltre, bisogna aggiungere l'import dei 27 di Gnl, greggio e raffinati russi. Tuttavia, con l'intervento del G7 e di Bruxelles, è stato fissato un tetto ai prezzi e posto il divieto per la Ue di importare petrolio greggio e prodotti petroliferi russi per via marittima. In particolare, per il petrolio è stato fissato il prezzo massimo che permetterà agli operatori europei di trasportare il greggio o raffinati russi verso Paesi terzi, a condizione che il suo prezzo rimanga al di sotto del limite massimo ed è applicato, a seconda del prodotto, dal 5 di dicembre 2022 e dal 5 di febbraio 2023, rispettivamente. Più articolato il quadro per il *price cap* del gas, che dovrebbe entrare in vigore dal 15 febbraio. Quest'ultimo, infatti, include un elemento dinamico riferito al prezzo medio del Gnl, in modo da preservare l'attrattività del mercato Ue ed evitare la fuga delle forniture verso altre destinazioni (in particolare l'Asia)²³. L'effetto di questi limiti dovrebbe essere duplice: limitare le entrate di Mosca e contenere l'inflazione. Sull'effettiva efficacia, ci vorrà tempo per esprimersi.

E se l'aumento dei corsi energetici si stava osservando ben prima dell'invasione dell'Ucraina, la guerra ha sicuramente reso più difficile trovare un accordo con i Paesi esportatori di idrocarburi, nonché dirottato verso i confini Ue le forniture di Gnl altrimenti dirette altrove. Ma all'inflazione globale hanno anche contribuito gli effetti della guerra, delle sanzioni e delle contro-sanzioni che hanno limitato le esportazioni di alcuni prodotti (come, ad esempio, grano e fertilizzanti)

²³ Il meccanismo parte a 180 euro al megawattora, ma per la sua attivazione prevede che lo spread tra il prezzo del gas sull'indice di riferimento *Title Transfer Facility* (Ttf) di Amsterdam e il prezzo medio sugli altri mercati globali superi i €35 per tre giorni lavorativi consecutivi. Per questo si parla di «limite di offerta dinamica» fissata a €145. Se il prezzo di riferimento del Gnl è inferiore a questa soglia, il tetto rimarrà alla somma di €145 e €35, ovvero €180 a megawattora. Sono poi fissati dei paletti in termini di durata massima (20 giorni) ed è prevista la possibilità di sospensione.



e causato ripercussioni in Paesi terzi (per il grano, ad esempio, gli effetti si sono osservati in particolare nell'area dell'Africa del Nord e del Subsahara) a livello sociale e politico.

Da ultimo, le sanzioni hanno messo pressione sia sulla Russia sia, a sua volta, su tutte le geografie nella sua orbita. In Asia centrale si è osservato in un paio di Paesi – come Uzbekistan e Kazakistan – il tentativo di prendere leggermente le distanze dalle scelte del Cremlino, con l'obiettivo di non allontanare gli interessi Occidentali che possono sostenere la crescita di quelle geografie.

In conclusione, dati alla mano, gli effetti economici per Mosca sono stati significativi e questo ha condotto il rischio del credito a raggiungere il suo livello massimo. Gli effetti delle sanzioni sono stati pertanto molteplici, alcuni dichiarati e diretti, altri meno, così come molteplici forse anche gli obiettivi. Uno di questi era mandare un messaggio a livello mondiale sulla prontezza e disponibilità a subire il contraccolpo economico delle stesse pur di perseguire alcuni obiettivi politici, come la chiara sovranità del territorio e del popolo ucraino. Questo è un risultato decisamente più difficile da valutare, sia in termini economici sia non (ad esempio, “avrà qualche Paese rinunciato a intenti bellici?”), ma dal valore inestimabile.

In difficoltà invece quelle geografie gravate da un più costoso import energetico, che ha costituito uno dei principali freni alla crescita - a causa delle limitate risorse da destinare a politiche di supporto – specie laddove si sono sommate a debolezze strutturali legate a contesti operativi deboli: è il caso della **Romania** che risente oltre che della dipenden-

za strutturale dal gas russo, dei ritardi nella riforma del business *environment* e del mancato accesso all'area Schengen, della **Tunisia** – dove il peggioramento della situazione economica interessa comunque tutti i comparti, dato che in alcuni momenti dello scorso anno ha sperimentato anche la carenza di risorse primarie come zucchero e olio – e dello **Sri Lanka**, dove l'aumento del costo della vita e la debolezza economica hanno contribuito alla crisi politica, con un impatto profondo sulla solvibilità dello Stato o del **Kenya** che ha sperimentato una brusca flessione delle riserve internazionali, ai minimi negli ultimi sette anni, di riflesso al picco dei prezzi energetici costringendo le autorità, confermate dalla recente tornata elettorale, a interventi straordinari.

Vi sono inoltre geografie dove queste criticità hanno determinato una maggiore pressione sui conti pubblici e privati, come la **Repubblica Ceca**, o un rallentamento nell'adozione di riforme necessarie per sostenere i redditi reali ed evitare fughe di capitali come nel caso dell'**Ungheria** dove a ciò si è accompagnato anche a un aumento delle tensioni con l'Ue sull'accesso ai fondi (la Commissione europea ha

IMPATTO NEGATIVO DELLE COMMODITY


ROMANIA
58 ↑


TUNISIA
92 ↑


SRI LANKA
98 ↑


KENYA
81 ↑



infatti congelato €7,5 miliardi destinati a Budapest a causa delle mancate riforme dello stato di diritto).

Sussistono Paesi particolarmente dipendenti dai capitali esteri che hanno visto limitata la capacità di finanziare il proprio indebitamento ancora necessario per alimentare le politiche post-pandemiche e di contenimento degli impatti del conflitto. Tali geografie hanno sperimentato quindi l'innalzamento del livello di rischio Paese, specie se gravati da un onere debitorio ai limiti della sostenibilità per il quale si è resa e si rende tuttora necessaria la richiesta di intervento delle istituzioni finanziarie internazionali: è il caso del **Pakistan**, già contraddistinto da un elevato livello di debito e da una forte dipendenza dalle fonti di finanziamento estere, risultato estremamente vulnerabile all'aumento dei prezzi energetici e all'inasprimento delle condizioni finanziarie nei mer-

cati internazionali, con una maggiore cautela per le attività di export e investimento nel Paese, o del **Ghana**, dove il mix di squilibri dei conti pubblici, stretta monetaria globale e mancanza di credibilità delle manovre di consolidamento fiscale, hanno accelerato la crisi debitoria del Paese; il rapido aumento del costo dell'import energetico ha provocato una sostanziale riduzione del livello di riserve internazionali in **Bangladesh**, spingendo le autorità a introdurre misure per contenere l'emorragia di valuta estera. Inevitabile è stato invece il ricorso a una ristrutturazione del debito per l'**Etiopia**, nell'ambito di un livello di rischio in progressivo aumento anche a causa del crescente conflitto interno. La normalizzazione del fronte politico interno è necessaria per il raggiungimento di un accordo di riscadenzamento nell'ambito del *Common Framework*, seppure poco probabile al momento. Un caso a sé è la **Turchia** dove il ripetuto taglio dei tassi di interesse in un contesto di inflazione stabilmente sopra il 60% ha causato una perdita di fiducia da parte degli investitori internazionali e un conseguente *downgrade* da parte di tutte le agenzie di rating: per la prima volta il rinnovo dei prestiti sindacati di breve termine da parte delle maggiori banche del Paese ha mostrato tassi di *roll-over* inferiori rispetto al passato e le quotazioni della valuta locale mostrano un costante deprezzamento; le autorità politiche hanno scelto di accettare questa situazione pur di conservare una crescita positiva dell'economia. La crescita è tuttavia frutto di politiche espansive ritenute non sostenibili nel medio lungo periodo: in un Paese con necessità di rifinanziamento estero così elevate, la mancanza di afflusso di capitali esteri si ripercuote negativamente sulla capacità di far fronte alle proprie necessità di rifinanziamento da parte delle imprese locali e sul

EFFETTI NEGATIVI DI FORTI DIPENDENZE DA CAPITALI ESTERI E ALTI LIVELLI DI DEBITO

livello di rischio del credito di natura sovrana che aumenta per il deterioramento dei conti con l'estero e del bilancio pubblico, quest'ultimo gravato da una politica fiscale espansiva in vista delle elezioni presidenziali di maggio 2023.

Tuttavia la distinzione tra importatori ed esportatori può non essere sufficiente a spiegare l'andamento del profilo di rischio del credito di alcuni Paesi: è il caso per esempio dell'**Egitto** che, malgrado le disponibilità garantite dalle esportazioni energetiche, ha visto peggiorare il proprio profilo a causa dell'impatto della guerra sull'approvvigionamento di materie prime agricole e sul *market sentiment*, così come della **Nigeria** o del **Sudafrica** dove, nonostante le ampie e diversificate risorse naturali, il merito creditizio risente di un contesto complesso per l'attività di impresa. In particolare, Abuja ha registrato una produzione a livelli minimi degli ultimi 50 anni a causa dell'intensificarsi del furto di greggio, teatro di forti pressioni sulla spesa pubblica legate all'elevato debito pubblico. In alcune economie, il peggioramento è evidente in particolare nelle controparti private: i rischi bancari e corporate sono in aumento soprattutto in quelle geografie caratterizzate da un elevato livello di debito privato la cui qualità ha risentito di una ripresa economica poco omogenea tra i diversi settori dell'economia (**Thailandia** e **Cina**, Cfr. Box 3).

Non mancano tuttavia Paesi che nel corso del 2022 hanno visto un miglioramento della propria dinamica debitoria, con un impatto positivo sul livello medio di rischio: l'**Argentina** che, nonostante un quadro politico ed economico ancora incerto, nel 2022 ha formalizzato due nuovi accordi di ristrutturazione del debito pubblico, uno a primavera con il Fmi e uno in autunno con i membri del Club di Parigi; il **Portorico** e il **Belize** che hanno stabilizzato la propria posizione sui mercati; la **Corea del Sud** e le **Filippine** che beneficiando di un considerevole spazio fiscale hanno saputo affrontare le sfide causate dal protrarsi della guerra in Ucraina.

2.2 La violenza dei rischi politici

In un contesto globale fortemente polarizzato da elementi di natura geopolitica, l'aggiornamento degli indicatori dei rischi politici fotografa in media un peggioramento rispetto all'anno precedente, in particolare nella componente di violenza politica (Fig. 7).

IMPATTI POSITIVI PER MIGLIORAMENTO POSIZIONE DEBITORIA





Box 3 – Cina, colpo di scena del Dragone

Per quasi tre anni la Cina ha mantenuto un approccio di tolleranza zero nei confronti della diffusione del Covid-19 nel Paese, nonostante i costi economici e sociali senza precedenti di questa strategia. Mentre il resto del mondo si adattava, più o meno rapidamente, a convivere con la circolazione del virus tra la popolazione, il Presidente Xi Jinping ha continuato a difendere fermamente la propria scelta in virtù della salvaguardia della salute dei cittadini cinesi, dimostrandosi disposto ad accettare un tasso di crescita dell'economia tra i più bassi degli ultimi 50 anni (3%), il crollo dei profitti delle imprese in diversi settori e un tasso di disoccupazione giovanile che alla fine del 2022 ha raggiunto circa il 20%.

Proprio per la perseveranza con cui è stata applicata la zero-Covid policy, stupisce la rapidità con cui la stessa è stata "eliminata" a dicembre dello scorso anno, dopo un'ondata di forti (e inusuali) proteste che, negli ultimi giorni di novembre, si sono diffuse in quasi tutto il Paese. Sebbene le manifestazioni, che da una iniziale contestazione della politica zero-Covid si sono presto allargate fino a criticare la leadership di Xi – che solo un mese e mezzo prima si era assicurato la rielezione per un terzo, storico, mandato alla guida del Paese – abbiano giocato un ruolo importante nel dietrofront del Presidente cinese, quest'ultimo ha trovato giustificazione anche negli enormi costi sostenuti dal 2020 per combattere la diffusione del virus: ad esempio, la provincia di Guangdong, la più importante del Paese in termini di Pil, ha rivelato di aver speso finora \$22 miliardi per le politiche anti-Covid.

L'improvvisa e disordinata abolizione della politica zero-Covid cambia enormemente le carte in tavola rispetto allo scenario, condiviso dalla pressoché totalità degli analisti internazionali per quasi tutto il 2022, di un progressivo abbandono della stessa nel corso del 2023. Nonostante gli iniziali timori legati all'impatto del brusco cambio di rotta da parte di Xi Jinping sia sul sistema sanitario che su quello produttivo della Cina, gli effetti delle immediate riaperture si sono dissipati con una rapidità per certi versi sorprendente. Il sovraffollamento delle strutture ospedaliere, le interruzioni delle produzioni industriali e dei servizi della logistica e la frenata dei consumi hanno, infatti, caratterizzato soprattutto il mese di dicembre dello scorso anno e i primi giorni di gennaio, risolvendosi in quelli successivi. Un ruolo determinante è stato giocato dalla maggiore contagiosità, ma minore virulenza, delle più recenti mutazioni del Coronavirus: utilizzando i dati epidemiologici disponibili fino all'11 gennaio 2023, uno studio condotto dall'Università di Pechino conclude che il 64% della popolazione avrebbe contratto il Covid dal mese di dicembre. Questa situazione è ben riflessa nell'andamento dell'indice PMI relativo all'industria manifatturiera, che nel mese di gennaio è risultato pari a 50,1, al di sopra della soglia di espansione di 50 e in crescita rispetto al mese precedente, quando si era fermato a 47; ancora maggiore l'incremento dello stesso indice relativo al settore dei servizi, balzato a 54,4 da 41,6 a dicembre.

C'è ottimismo anche per la ripresa dei consumi, che dovrebbero beneficiare del forte aumento del tasso di risparmio della popolazione in questi anni di pandemia. Rispetto ai dati pre-Covid, le famiglie cinesi hanno, infatti, generato extra-risparmi per circa \$1.000 miliardi (+4% rispetto



al valore medio). Sebbene la Cina abbia tassi di propensione al consumo relativamente contenuti rispetto alla media globale, parte di questi risparmi verrà certamente spesa, con impatti positivi sulle industrie domestiche (in particolare, considerando come sta cambiando la natura della spesa globale nella ripresa post-pandemica, sull'industria dell'*hospitality* e del turismo, su quella del tessile e abbigliamento e sui prodotti farmaceutici). Questo ottimismo si riflette anche nell'incremento delle stime di crescita del Dragone nel 2023 da parte di diversi previsori, come nello scenario di base di Oxford Economics del 4,2% o addirittura in quello di Capital Economics, che le ha portate dal 2% al 5,5%.

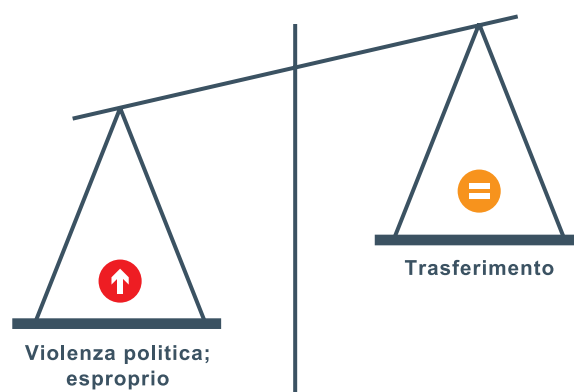
Il maggiore ottimismo relativo alle *performance* economiche del Dragone non è legato soltanto al mutato atteggiamento nei confronti del virus, ma anche alle aspettative riguardo le politiche di stimolo che saranno adottate dalle autorità. In particolare, appare concreta l'intenzione di allentare le restrizioni imposte nel 2020 agli operatori del settore immobiliare, meglio note come le "Tre Linee Rosse", che impongono limiti alla capacità di indebitamento dei *property developer*. Secondo le nuove linee guida, i gruppi immobiliari cinesi, entrati in forte crisi di liquidità dopo il fallimento di Evergrande nel 2021, potranno continuare ad aumentare la leva finanziaria a seconda del loro posizionamento rispetto a ognuna delle tre linee rosse. Questi possibili interventi a favore del settore immobiliare si sommano a quelli già decisi lo scorso novembre per incentivare le banche domestiche a sostenere temporaneamente la liquidità dei *developer* in crisi e a offrire ulteriori finanziamenti per quei progetti di costruzione entrati in una fase di stallo.

Nel complesso, queste misure, unitamente all'impatto positivo che il passaggio a una fase di convivenza con il virus dovrebbe esercitare sul mercato immobiliare, dovrebbero favorire una ripresa più rapida per un settore che rappresenta oltre un quarto del Pil cinese, con risvolti positivi anche sulle metriche di rischio di credito del Paese. Nel corso del 2022, infatti, le società di sviluppo immobiliare cinese sono state le principali emittenti di obbligazioni in dollari in Asia, facendo però registrare insolvenze pari a ben \$30 miliardi, oltre quattro volte il livello del 2021. Fortunatamente, la crisi debitoria del settore non si è estesa al resto dell'economia – in particolare al sistema bancario, che a fronte di una notevole esposizione verso queste controparti rischiose, che ha provocato oltre \$200 miliardi di perdite nel 2022, continua a disporre di ampie risorse per fronteggiare lo shock – e i *property developer* risultano responsabili della quasi totalità dei default nel Paese. Alla luce di queste considerazioni, l'aumento del rischio di credito in Cina (+2, da 48 a 50) rimane contenuto nonostante il peggioramento del contesto macroeconomico e del mercato obbligazionario durante lo scorso anno. Questo lieve deterioramento può essere imputato quasi interamente alla componente di rischio sovrano (+4, da 21 a 25), a seguito degli effetti delle misure di stimolo previste sul disavanzo fiscale e sulle passività delle amministrazioni locali.



L'aumento dei rischi politici ha ovviamente riguardato **Ucraina, Russia e Bielorussia**, estendendosi in tutta la regione dell'Est Europa e dei Paesi CSI: il conflitto infatti ha contribuito a riaccutizzare tensioni di natura etnica e territoriale già presenti come: in **Kosovo e Serbia**, per le rivendicazioni regionali; in **Moldavia**, per le richieste della regione della Transnistria di essere annessa a Mosca una prima volta subito dopo

Figura 7 – Sulla “bilancia” del rischio politico pesa la violenza politica



Media di rischio politico	Violenza politica	Esproprio	Trasferimento
↑ 88 Paesi (26,8% export) ↓ 35 Paesi (51,3% export) = 71 Paesi (21,9% export)	↑ 81 Paesi ↓ 21 Paesi = 92 Paesi	↑ 56 Paesi ↓ 26 Paesi = 112 Paesi	↑ 38 Paesi ↓ 24 Paesi = 132 Paesi

i fatti della Crimea del 2014 e poi in seguito all'invasione dell'Ucraina; in **Bosnia**, dove avanzano le istanze separatiste e in **Azerbaijan e Armenia**, per il controllo della regione del Nagorno-Karabakh, ottenuto dal primo senza un passaggio mai veramente accettato dalla controparte. Risulta in aumento anche il dissenso verso i regimi dell'area, come in **Turkmenistan** dove le manifestazioni di inizio 2022 sono state represses, come avvenuto anche in **Kazakistan**, senza tuttavia evolvere in alcun processo di riforma.

Gli effetti del conflitto sull'approvvigionamento di materie prime alimentari e le conseguenti ripercussioni sull'inflazione nei Paesi a basso reddito, accompagnato da

GLI IMPATTI DEL CONFLITTO SULLA VIOLENZA POLITICA



misure economiche restrittive per contrastare il deterioramento delle posizioni con l'estero, hanno contribuito anche a un aumento delle proteste sociali. È il caso, per esempio, dell'**Egitto** che ha sperimentato forti tensioni sociali provenienti dalle fasce di popolazione più deboli a causa della scarsità di frumento (per il 90% importato dall'Ucraina) e della **Tunisia**, dove sulla popolazione grava una situazione economica difficile peggiorata da uno stallo politico-istituzionale: la stretta politica impressa dal presidente Saied ha portato manifestazioni di piazza, dapprima in suo favore poi contro la crescente autocrazia, sebbene in generale emerga sempre più nel popolo tunisino una sorta di disillusione (solo il 9% degli aventi diritto ha partecipato al secondo turno delle elezioni parlamentari tenutesi il 29 gennaio 2023). Simile la dinamica dello **Sri Lanka**, dove le proteste sono originate dal protrarsi di una crisi che ha reso insostenibili le condizioni di vita per la popolazione e sono culminate nell'abbandono della scena politica da parte della famiglia Rajapaksa (al governo pressoché ininterrottamente dal 2005) dal Paese e del **Pakistan**, oggetto di una profonda instabilità politica dopo la caduta dell'ex premier Khan. L'escalation delle tensioni con la Cina determina il sostanziale aumento del rischio di violenza politica a **Taiwan**; le intenzioni del Dragone nei confronti dell'isola di Formosa appaiono, infatti, piuttosto chiare dopo le dimostrazioni militari successive alla contestata visita della speaker della Camera americana a Taipei nell'agosto scorso e le dichiarazioni di Xi Jinping al Congresso del Partito Comunista di ottobre. D'altra parte, un confronto militare tra i due Paesi rimane al momento uno scenario remoto, considerato anche il supporto americano e giapponese di cui gode Taiwan e le eventuali conseguenze di un isolamento diplomatico di Pechino.

CRITICITÀ
PREGRESSE
PEGGIORANO
IL RISCHIO POLITICO

Benché la lontananza fisica e l'ampia dotazione di materie prime abbiano in parte schermato dagli effetti diretti del conflitto l'America Latina, in quest'area restano molto elevate disuguaglianze sociali e territoriali (Cfr. Box 4): in **Cile**, i cui rischi si mantengono comunque su livelli contenuti, la tensione politica è polarizzata sul processo costituyente ripreso dopo la bocciatura del plebiscito convocato per approvare la nuova Carta a settembre 2022. Fortemente polarizzato risulta anche il **Perù**, scosso da episodi di violenza politica sempre più ricorrenti e intensi ed

PESANO ANCHE
ELEVATE
DISUGUAGLIANZE
SOCIALI
E TERRITORIALI



estesi ormai nel Paese; per la classe politica peruviana appare difficile riportare la situazione alla normalità considerando che il Paese è fortemente diviso e le fratture sociali, economiche e anche etniche negli ultimi anni si sono approfondite e la pandemia, che ha visto una pessima performance dei servizi pubblici, ha ulteriormente esacerbato la situazione. Non si possono quindi escludere nei prossimi mesi ulteriori peggioramenti, con la resilienza delle istituzioni peruviane messa ulteriormente alla prova.

La diffusa disponibilità di risorse fossili, in una fase di prezzi accresciuti, sembra tenere i Paesi del Golfo Persico al riparo da un incremento del rischio di violenza politica, seppure con alcune illustri ecce-

Box 4 – Benessere sociale: un lento miglioramento, ma la strada è ancora lunga

Nel corso del 2022 è apparsa sempre più chiara la necessità di ridurre le disuguaglianze quale elemento fondamentale di stabilità dei sistemi socio-economici e garanzia del loro sviluppo sostenibile. Azioni mirate a garantire un'equa distribuzione del benessere nei Paesi e tra i Paesi così come una misurazione corretta dei rischi politico-economici legati alla progressiva erosione del contratto sociale non possono prescindere dalla definizione e rilevazione di misure composite di benessere.

Le analisi sui dati evidenziano un lieve miglioramento della media di tutti i Paesi in tutte le dimensioni di Benessere - Demografia, Uguaglianza, Salute e Lavoro - con l'eccezione dell'Istruzione, unica in calo, a testimonianza della generale ripresa post-Covid.

Gli indicatori di Uguaglianza continuano a posizionare diversi Paesi europei (soprattutto del Nord e dell'Est) tra i primi posti e, di contro, numerosi Paesi africani agli ultimi, sebbene con diversi miglioramenti rispetto allo scorso anno: è il caso del **Senegal** - che passa da un punteggio di 60 a 68, in una scala da 0 a 100 dove il valore massimo indica maggiore uguaglianza - e della **Costa d'Avorio** (da 54 a 62). Al contrario, vedono aumentare notevolmente le disuguaglianze la **Colombia** (passata da 56 a 49) e il **Perù** (da 69 a 65) in America Latina. Le disuguaglianze restano comunque strutturalmente accentuate in Africa Subsahariana e rischiano di aumentare ulteriormente con il deterioramento generale del rischio del credito e le minori risorse fiscali a disposizione a fini redistributivi. Ciò rappresenta un punto di attenzione in quanto peggioramenti improvvisi nel breve periodo possono determinare un più alto rischio di instabilità politica, disordini e violenze civili. Oltre al peggioramento della **Nigeria** (da 68 a 60), si segnala la *performance* negativa del **Sudafrica** (da 40 a 38) – Paese con l'indice di disuguaglianza più alto al mondo, anche a causa di un mercato del lavoro estremamente rigido.

Per la Salute la situazione media è rimasta pressoché invariata rispetto allo scorso anno, in cui si era registrato un peggioramento abbastanza diffuso legato agli effetti della pandemia; si continua a registrare una netta polarizzazione tra economie avanzate – con alcuni Paesi europei e asiatici in testa – ed emergenti - con numerose geografie africane agli ultimi posti. I peggioramenti più marcati si registrano in **Sierra Leone** (da 22 a 13) e **Ruanda** (da 56 a 52), ma anche in Paesi con sistemi sanitari più avanzati come **Stati Uniti** (da 76 a 74) e **Russia** (da



65 a 63). D'altra parte, alcuni Paesi come **Albania** (+11 punti a 74), **Thailandia** (+ 11 punti a 70) migliorano sensibilmente la propria posizione, avendo sfruttato la pandemia per aumentare i propri investimenti nella sanità pubblica e iniziare a riformare il settore.

Anche per l'Istruzione, si conferma la polarizzazione Nord/Sud e, come anticipato, si assiste a un brusco peggioramento dell'indicatore a livello complessivo dovuto principalmente ai lock-down e alle chiusure delle strutture scolastiche (in alcuni Paesi non accompagnate nemmeno dalla formazione a distanza), anche se lo scenario è in realtà più variegato. Da un lato vi sono Paesi come **Regno Unito** (passato da 67 a 79), **Oman** (da 55 a 75) e **Argentina** (da 57 a 63) che registrano importanti miglioramenti nel settore dell'Istruzione; dall'altro, geografie come **Pakistan** (passato da 28 a 14) e **Afghanistan** (da 21 a 4) che hanno mostrato un marcato arretramento anche a causa dei radicali cambiamenti politici occorsi che, nel caso dell'Afghanistan, hanno addirittura visto l'imposizione del divieto per le donne di frequentare scuole e università.

L'indicatore di Demografia, data la sua prevedibile stabilità nel breve periodo, non registra cambiamenti sostanziali. I bassi punteggi dei Paesi europei e del **Giappone** scontano il ben noto fenomeno dell'invecchiamento della popolazione, in particolare sostenuto dagli esigui tassi di natalità e dall'alto numero di pensionati in rapporto alla forza lavoro attiva. Al contrario, il continente africano – e in primo luogo, come negli anni scorsi, **Niger**, **Mali** e **Somalia** – si conferma come quello con una dinamica demografica più accentuata. L'effetto combinato delle due curve demografiche unitamente a quelle del benessere influenza chiaramente lo scenario mondiale delle migrazioni.

Molte variazioni si sono registrate infine per quanto riguarda l'indicatore Lavoro che nel complesso migliora di quasi due punti percentuali rispetto allo scorso anno. Numerosi Paesi europei (**Italia**, **Francia**, **Spagna** e **Paesi Bassi** su tutti che crescono di 7 punti arrivando rispettivamente a 45, 54, 55, 71) e alcune geografie latino-americane (come **Argentina**, **Bolivia** e **Perù** in crescita di oltre 8 punti arrivando rispettivamente a 70, 81 e 82) migliorano la propria posizione, trainate dalla ripresa post-Covid e dall'effetto di alcune misure a sostegno dei posti di lavoro. D'altra parte, i Paesi che peggiorano in maniera più significativa sono stati **Cuba**, **Gibuti** e **Ciad**.

zioni come l'**Iraq** dove si è sfiorata una nuova guerra civile a cavallo dell'estate scorsa. L'instabilità politica interna è ormai una caratteristica dello stato iracheno: a Bagdad, così come anche in **Libano**, l'assetto confessionale delle istituzioni politiche sembra addirittura favorire una profonda instabilità interna, difficoltà nelle nomine delle figure istituzionali e nella formazione dei governi. Negli ultimi mesi del 2022 l'ondata di proteste popolari contro il regime religioso in **Iran** ha prodotto un aumento del rischio di violenza politica; nonostante la dura repressione le proteste non sembrano placarsi e questi eventi hanno ormai congelato qualsiasi prospettiva sui colloqui sul nucleare

INSTABILITÀ POLITICHE PREGRESSE





CIAD

81 =



GUINEA

85 ↑



MALI

85 ↑



BURKINA FASO

77 ↑

REPUBBLICA
DEMOCRATICA
DEL CONGO

86 ↑



RWANDA

52 ↑



BANGLADESH

62 ↑

che, con difficoltà, erano ripartiti all'inizio dell'anno.

La regione africana ha registrato un peggioramento del rischio di violenza politica ascrivibile a conflitti già presenti sul territorio, in parte acuiti dal peggioramento della situazione socio-economica legato alla pandemia, dai minori stanziamenti pubblici a sostegno delle popolazioni a causa dell'incremento dei costi energetici e degli oneri debitori, dagli scontri per il controllo delle risorse e, non da ultimo, dalle tensioni etniche. Persiste la fragilità della **Nigeria**, che si appresta a tornare alle urne per eleggere il nuovo presidente, dove il settore degli idrocarburi soffre un contesto operativo incerto. I colpi di Stato a partire dal 2020 in **Ciad**, **Guinea**, **Mali**, **Burkina Faso** hanno confermato la fragilità dell'assetto politico-istituzionale dei Paesi del Sahel. L'approccio sempre più muscolare di Mosca sullo scacchiere politico internazionale ha trovato terreno fertile in un'area destabilizzata da un decennio di guerriglia jihadista, con potenziali ripercussioni anche sul rischio di esproprio di asset e violazioni contrattuali. In **Etiopia** la prospettiva di una progressiva normalizzazione dei rapporti tra il governo e i ribelli tigrini sarà difficilmente in grado di disinnescare le spinte centrifughe, nonostante la firma a novembre di un accordo di pace. La profonda sfiducia che le varie etnie nutrono nel tentativo dell'esecutivo di superare l'attuale federalismo etnico e nella sua capacità di operare un'equa ripartizione delle risorse continuerà a rendere non trascurabile lo scenario di una balcanizzazione del Paese. In Africa centrale le maggiori tensioni sono attribuibili a **Repubblica Democratica del Congo** e **Ruanda**, con il governo di quest'ultimo accusato di supportare le milizie che hanno occupato alcune aree orientali del primo Paese, il più esteso dell'Africa Subsahariana. Sebbene le incursioni dei ribelli siano continuate dopo la firma del cessate il fuoco a novembre, lo scenario di un conflitto tra i due Paesi resta poco probabile. In peggioramento anche il **Sudafrica**: malgrado le massicce proteste che hanno attraversato il Paese nel 2021 in seguito all'arresto dell'ex presidente Zuma siano rimaste un caso isolato, l'economia più industrializzata dell'area subsahariana presenta diverse criticità: profonde disuguaglianze, un mercato del lavoro scarsamente flessibile, elevati tassi di disoccupazione e un contesto per l'attività di impresa reso ancor più complesso dalle interruzioni sempre più frequenti della fornitura elettrica con la crisi della società energetica Eskom. Lo scandalo che ha travolto il presidente Ramaphosa potrebbe ulteriormente intaccare il supporto dell'African National Congress, partito continuamente al governo dal post-apartheid, esacerbando la polarizzazione interna tra l'ala conservatrice e quella riformista.

L'incertezza del contesto politico globale, le dinamiche al rialzo delle materie prime e la tensione sui mercati finanziari sono solo alcuni dei fattori che hanno determinato un aumento

**RISCHIO
DI TRASFERIMENTO
E CONVERTIBILITÀ:
DOVE AUMENTA**

della componente valutaria del rischio politico, incrementando il rischio di adozione di restrizioni al trasferimento e alla convertibilità. In particolare hanno registrato un aumento del rischio di trasferimento quelle geografie che stanno sperimentando una crescente domanda di valuta per finanziare importazioni sempre più costose, a fronte di minori afflussi di capitali, come il **Bangladesh**, dove l'ampliarsi del disavanzo con l'estero ha spinto le autorità a introdurre misure per contenere l'emorragia di valuta estera. L'**Egitto**, dopo un deflusso di capitali di circa \$20 miliardi, avvenuto a marzo 2022, seguito da alcune restrizioni all'utilizzo della valuta forte (ad esempio regolamentazione dei processi di importazione solo tramite lo strumento della lettera di credito), ritirate solo dopo l'approvazione del nuovo pacchetto di aiuti del Fmi, riporta un peggioramento nel rischio di trasferimento e convertibilità. La **Turchia** sta sperimentando da tempo un calo delle riserve in valuta forte, composte in buona parte da contratti di *currency swap* e sufficienti a coprire circa 3 mesi di importazioni; le riserve sono in brusca riduzione anche in **Kenya**, dove l'acuirsi degli squilibri strutturali con l'estero ha costretto la Banca Centrale a utilizzare una parte sostanziale delle riserve, ai minimi negli ultimi sette anni. La debolezza della valuta a fronte di un dollaro forte è il fattore alla base dell'aumento del rischio di restrizioni valutarie da parte dei Paesi latinoamericani ancora ampiamente dollarizzati, come **El Salvador** che ha visto negli ultimi trimestri calare sempre più le disponibilità liquide e in cui l'adozione del *bitcoin* quale moneta ufficiale (in affiancamento al dollaro) non ha fatto altro che esacerbare la situazione; la **Colombia**, nell'incertezza della direzione delle politiche economiche del nuovo governo, ha assistito a un indebolimento sempre più marcato del peso, al punto che qualche esponente dell'esecutivo Petro ha proposto l'introduzione di controlli valutari.

La rapida ascesa dei prezzi delle materie prime energetiche ha invece impresso un miglioramento del rischio di trasferimento per quei Paesi che beneficiano di maggiori disponibilità di valuta forte grazie agli introiti delle *commodity*: situazione comune ai Paesi del Golfo

come **Emirati Arabi Uniti**, **Arabia Saudita** e **Oman**, ma anche geografie come l'**Azerbaigian** e l'**Algeria**, che hanno incrementato le proprie entrate in valuta in seguito alla ridefinizione delle forniture globali, frutto delle sanzioni verso la Russia.

Anche la componente relativa al rischio di esproprio ha riportato in media un lievissimo peggioramento, collegato all'irrigidimento nella gestione delle materie prime da parte di molti Paesi e alla fre-

IMPATTO POSITIVO DEI RIALZI DELLE COMMODITY ENERGETICHE

RISCHIO ESPROPRIO IN LIEVE PEGGIORAMENTO





nata dei processi di riforma dei contesti operativi a scapito dell'atteggiamento di apertura e tutela degli investitori esteri per l'ingresso nei settori strategici dell'economia. Tale fenomeno è particolarmente visibile nell'area prossima al conflitto ucraino, con un aumento del rischio di esproprio e, più in generale, di un peggioramento del contesto operativo in **Armenia, Georgia, Macedonia del Nord, Kirghizistan**. L'irrigidimento politico della Cina sul fronte interno è invece il fattore trainante del peggioramento del rischio operativo di **Hong Kong**, dove a seguito dell'imposizione della *National Security Law* da parte di Pechino si riduce il grado di autonomia che ha storicamente caratterizzato il Paese, con maggiore cautela da parte delle imprese internazionali che operano *in loco*.

2.3 Il cambiamento climatico: quando i rischi arrivano al pianeta

Un recente studio del Fmi ha dimostrato che gli shock climatici (in particolare, il verificarsi di una siccità) incrementano significativamente la probabilità di conflitti interni; l'effetto è particolarmente pronunciato in economie con elevate disuguaglianze e frammentazione etnica, minori investimenti pubblici nel settore agricolo e, in generale, laddove le risorse fiscali siano insufficienti a rafforzare la resilienza dell'economia, stabilizzare i consumi ed erogare servizi pubblici di base²⁴.

I cambiamenti climatici su vasta scala, rilevati dagli indicatori chiave, sono importanti ma gli impatti del tempo e del clima si avvertono anche più spesso e più chiaramente, durante eventi estremi come forti piogge e nevicate, siccità, ondate di calore e di freddo e tempeste, comprese quelle tropicali, e cicloni. Insieme ad altri fattori, questi possono causare o peggiorare altri eventi ad alto impatto come inondazioni, frane e incendi.

Negli ultimi anni le concentrazioni dei principali gas serra hanno raggiunto livelli record rispetto a quelli preindustriali: dal +149% di anidride carbonica al +124% del protossido di azoto fino al +263% del metano a fine 2021. Questa forte accelerazione nei livelli – in particolare del metano che nell'intrapolare il calore necessita di una potenza 25 volte superiore a quella richiesta dalla CO₂ – è correlata direttamente all'andamento delle temperature globali e, di conseguenza, a cambiamenti ambientali sempre più rapidi e significativi. La temperatura media globale nel 2022 è attualmente stimata essere di 1,15 °C al di sopra della media preindustriale (1850-1900) rendendo gli ultimi otto anni, dal 2015, i più caldi mai registrati. Gli effetti combinati di concentrazione di gas serra e aumenti di temperatura hanno chiaramente contribuito a intensificare frequenza e intensità degli eventi meteorologici estremi.

I tentativi di quantificare i danni economici legati a questi eventi sono sempre maggiori e, nonostante le modalità di valutazione siano in continua evoluzione, il quadro rimane quello di impatti significativi: Munich RE stima \$270 miliardi di perdite lo scorso anno dovuti a disastri naturali, in linea con la media del quinquennio precedente²⁵, analoga anche la stima di Swiss RE secondo cui le perdite ammontavano a \$268 miliardi²⁶. Anche a livello di regolatori finanziari il tema sta acquistando sempre più rile-

24 Diallo e Tapsoba, *Climate Shocks and Domestic Conflicts in Africa*, IMF Working Paper, 2022.

25 Munich RE, *Climate change and the Nina driving losses: the natural disaster figures for 2022*, gennaio 2023.

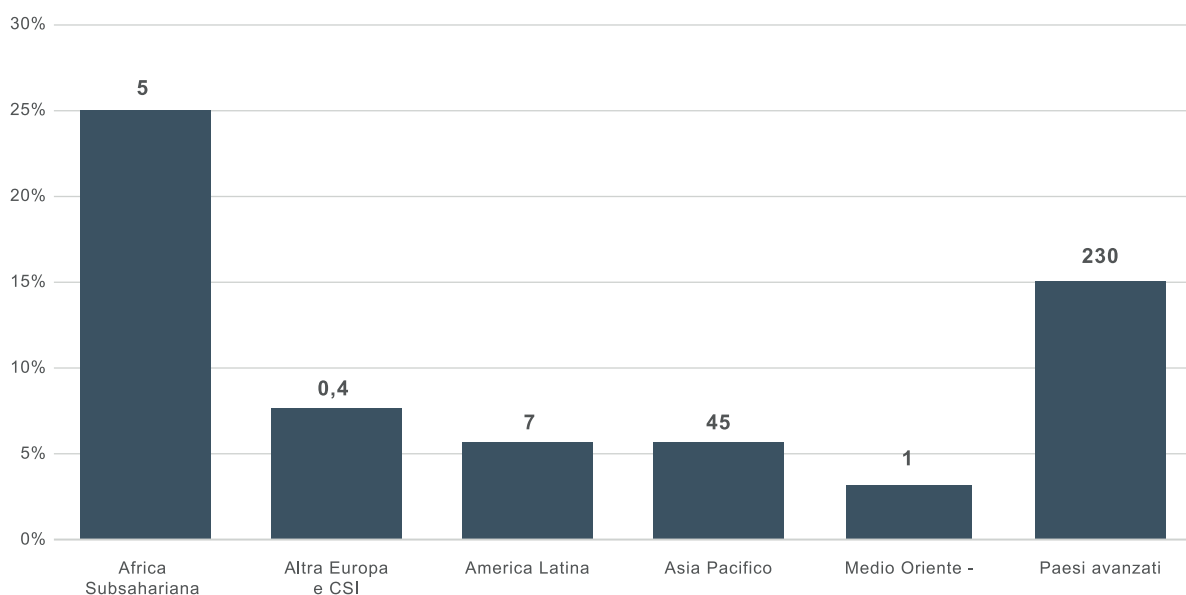
26 Swiss RE, *Hurricane Ian drives natural catastrophe year-to-date insured losses to USD 115 billion*, Swiss Re institute estimates, dicembre 2022.



vanza: la Bce – secondo cui dal 1980 al 2020 il 77% di tutti i costi per danni nell'Ue sono stati causati da eventi meteorologici e idrogeologici – ha di recente realizzato tre indicatori mirati a quantificare gli impatti del cambiamento climatico sul settore finanziario (e viceversa) e monitorare lo sviluppo della finanza sostenibile²⁷.

In quest'ottica, con una maggiore consapevolezza dell'importanza della tematica, anche SACE in collaborazione con Fondazione Enel ha condotto un esercizio di stima per area geografica da cui si evince che gli effetti fisici ed economici del cambiamento climatico sono già visibili e rilevanti oggi: negli ultimi due anni si è registrato, in base alle nostre elaborazioni, un incremento percentuale in media del 10% dei danni economici dovuti a disastri legati a fenomeni climatici, con tassi di crescita abbastanza differenziati tra le aree geografiche (Fig. 8).

Figura 8 – Incremento dei danni economici per area geografica (var. % annua; \$ mld)



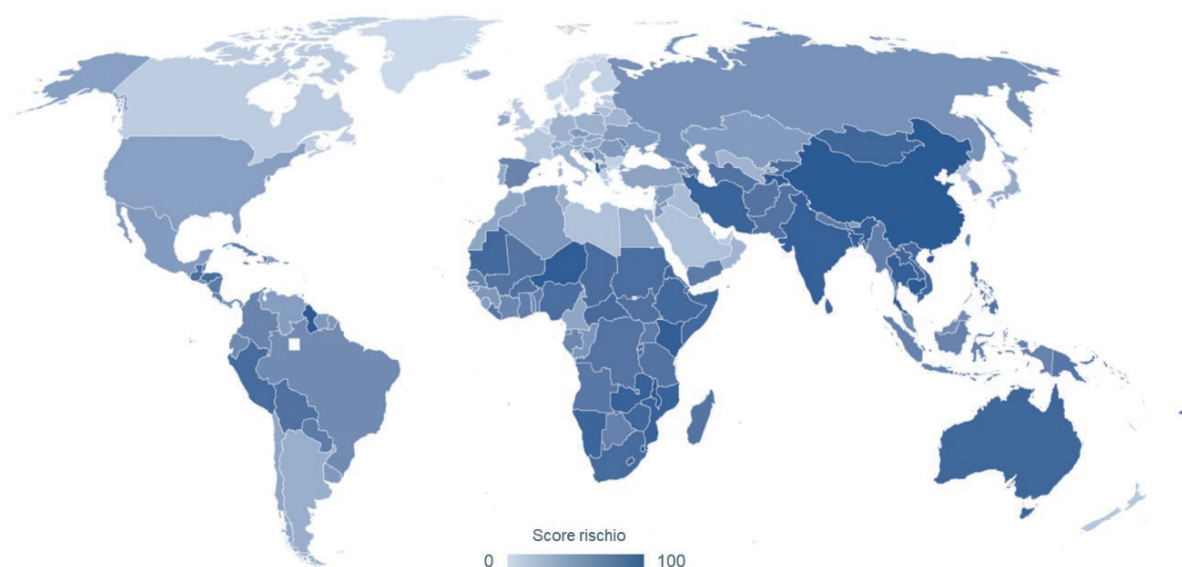
Fonte: Elaborazioni SACE e Fondazione Enel su dati Emergency Events Database EM-DAT.

²⁷ Bce, *Towards climate related statistical indicators*, gennaio 2023.



L'Europa ha visto la sua estate più calda mai registrata (la precedente era stata nel 2021) e diverse ondate di caldo intense e prolungate hanno colpito parti dell'Europa occidentale e settentrionale. L'autunno è stato il terzo più caldo mai registrato, dopo 2020 e 2006, mentre le temperature invernali sono state finora di circa 1°C sopra la media. Al contrario, la temperatura media annua è stata di poco inferiori alla media del periodo di riferimento 1991-2020. In termini di medie mensili, nove mesi sono stati sopra la media, mentre tre (marzo, aprile e settembre) sono risultati al di sotto. Il continente ha vissuto il suo secondo giugno più caldo mai registrato, con circa 1,6°C sopra la media, e il suo ottobre più caldo (quasi 2°C sopra la media). L'insolita alta temperatura della tarda primavera e dell'estate, combinata con la mancanza di pioggia, cieli limpidi e terreni asciutti, ha portato condizioni di siccità soprattutto nelle parti meridionali e centrali del continente. Molti Paesi hanno riportato impatti sull'agricoltura, sul trasporto fluviale e sulla gestione dell'energia. Condizioni estremamente secche hanno anche portato a un aumento del pericolo di incendio, con conseguente attività insolitamente elevata nell'Europa sud-occidentale, in particolare in **Francia e Spagna**²⁸ (Fig. 9).

Figura 9 – Il cambiamento climatico visto sul mappamondo



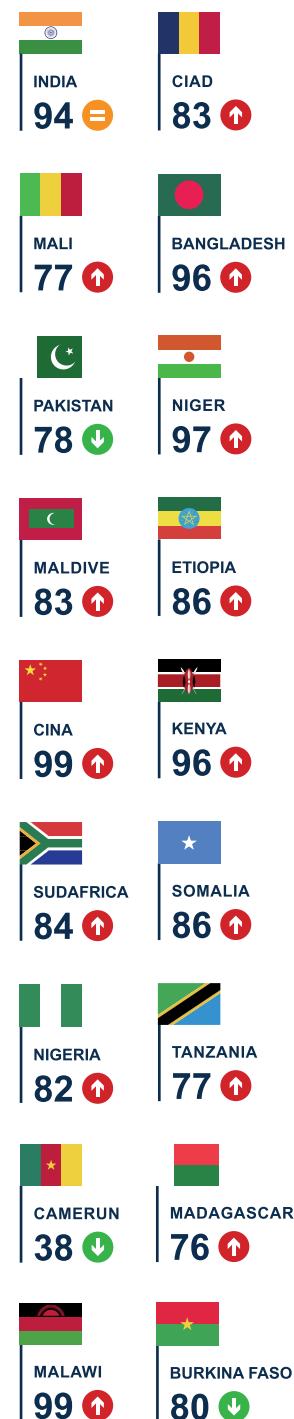
Fonte: SACE e Fondazione Enel

²⁸ Copernicus, *Global Climate Highlights 2022*, Commissione europea, gennaio 2023.

Il riscaldamento globale non è distribuito omogeneamente; esistono zone, chiamate *hotspot*, dove questo è notevolmente più pronunciato. Un *hotspot* del cambiamento climatico è definito come una regione il cui clima è particolarmente sensibile al cambiamento globale²⁹ e la regione mediterranea è uno di questi. Si prevede che il riscaldamento osservato in tale regione negli ultimi decenni cresca più del riscaldamento medio e con maggiore velocità. Il Mediterraneo è quindi un *hotspot*³⁰. Il cambiamento climatico è legato anche al verificarsi sempre più frequente di fenomeni meteorologici estremi.

L'area asiatica risulta la più esposta al rischio di fenomeni naturali avversi e al peggioramento più marcato degli indicatori di rischio per il 2023 a causa di temperature in aumento due volte più rapidamente rispetto alla media globale³¹, con una conseguente intensificazione della frequenza e della severità dei disastri naturali. **India** – dove nella regione occidentale dei monsoni estivi le precipitazioni sono state al di sopra della media a lungo termine e si sono estese più a ovest del solito verso il Pakistan – e **Bangladesh** sono le geografie con il più alto indice di rischio climatico dell'area e colpite da eventi ricorrenti e di forte entità in termini di perdite umane e economiche. Così come lo è il **Pakistan**, esposto ad alluvioni intense (per il 2022 sono stati stimate oltre 1.700 vittime e danni per circa \$15 miliardi), insieme alle **Maldives**, la cui struttura insulare è minacciata. Il surriscaldamento globale espone poi alcune aree dell'Asia a fenomeni di estrema siccità, come quelli che hanno interessato la **Cina** nei mesi estivi del 2022 – i più estremi degli ultimi 60 anni –, danneggiando la produzione agricola e causando anche una crisi energetica nel Paese, con ripercussioni negative sulla produzione industriale.

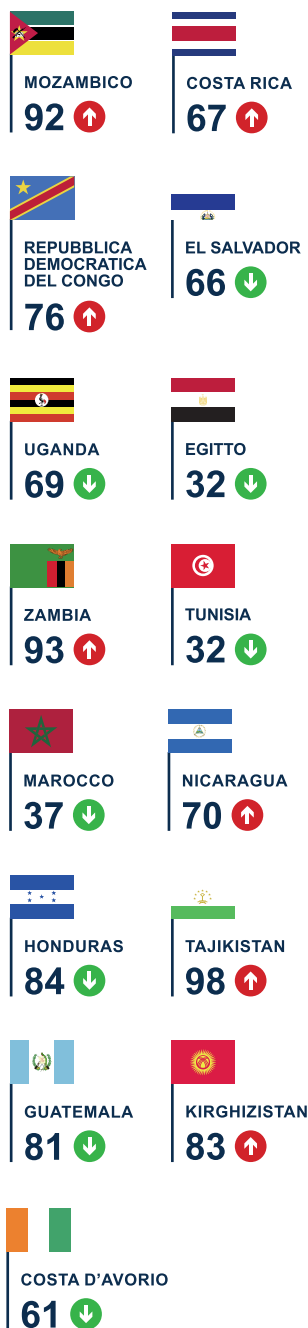
Anche l'Africa Subsahariana riporta un cospicuo aumento degli indicatori di rischio climatico, con dinamiche differenti nei vari quadranti regionali. Eventi alluvionali hanno colpito ad aprile il **Sudafrica** e, per tutta la seconda metà dell'anno, la **Nigeria** e altri Paesi dell'Africa occidentale (tra cui **Burkina Faso**, **Camerun**, **Ciad**, **Mali**, **Niger**), causando 1,3 milioni di sfollati. Al contrario, l'Africa orientale (**Etiopia**, **Kenya**, **Somalia**, **Tanzania**) continua a subire gli effetti di una siccità che si protrae dal 2020, dopo quattro stagioni di piogge al di sotto della media. Altri fenomeni riconducibili ai cambiamenti climatici, quali la desertificazione del Sahel, i cicloni che hanno colpito **Madagascar**, **Malawi** e **Mozambico** negli ultimi anni, l'invasione di locuste in Africa orientale nel 2020, mostrano le varie facce di un problema sempre più al centro del *policy making* dei governi africani, le cui economie dipendono ancora in gran parte dall'agricoltura di sussistenza. Nel corso del 2022, l'area è stata



29 Giorgi, *Climate change hot-spots*, Geophys. Res. Lett., 33, 1–4, 2006.

30 Cos, Doblas-Reyes, Jury, Marcos, Bretonnière e Samsó, *The Mediterranean climate change hotspot in the CMIP5 and CMIP6 projections*, Earth Syst. Dynam., 13, 321–340, 2022.

31 Dabla-Norris, Nozaki e Daniel, *Asia's Climate Emergency*, IMF Finance & Development, settembre 2021.



interessata da 67 eventi legati al cambiamento climatico, che hanno coinvolto oltre 40 milioni di persone³². Alluvioni e siccità hanno limitato la produzione agricola in una congiuntura particolarmente negativa dal punto di vista dei prezzi dei prodotti importati, con effetti sulla sicurezza alimentare di fasce crescenti della popolazione dell'area (cfr. Cap.1.2). Le connesse pressioni sociali rischiano di destabilizzare i Paesi di questa regione, intrecciandosi a preesistenti tensioni etniche o religiose. Proteste contro l'aumento del costo della vita hanno attraversato tutto il continente. Eventi climatici estremi mettono inoltre a repentaglio la sicurezza energetica, in particolare in economie quali **Repubblica Democratica del Congo, Etiopia, Uganda, Zambia e Mozambico**, che producono oltre tre quarti della propria energia tramite idroelettrico³³. L'ulteriore rischio è quello di un passo indietro sul fronte della transizione energetica. L'abbassamento del livello dei fiumi in **Tanzania** sta costringendo il governo a razionare l'elettricità e a incrementare la propria produzione energetica tramite fonti non rinnovabili. Una crisi analoga, sebbene di carattere più transitorio, aveva colpito la **Costa d'Avorio** nel 2021. Anche le tendenze rispetto agli scenari futuri sono sostanzialmente stabili, non incorporando tuttavia a oggi il raggiungimento dei *tipping point* ossia le condizioni oltre le quali, secondo la comunità scientifica, i cambiamenti in una parte del sistema climatico si autoalimentano accelerando, se non rendendo irreversibile, lo stesso cambiamento climatico.

I rischi legati al clima in America Latina si caratterizzano, in media, per un livello non particolarmente elevato rispetto ad altri contesti, in particolare per le grandi economie dell'area, ma con elevata variabilità tra i Paesi. Se è scontato che i rischi siano elevati per i Paesi dell'area caraibica, i più soggetti a fenomeni naturali estremi e innalzamento del livello dei fondali marini, meno nota è la situazione dei Paesi dell'area centroamericana: **Honduras, Guatemala, Nicaragua, Costa Rica** ed **El Salvador** fanno parte tutti, a varie gradazioni, del cosiddetto corridoio secco centro-americano, una lunga fascia affetta da fasi di siccità molto ricorrenti e prolungate che a volte sono interrotte da fenomeni piovosi estremi. La siccità è anche il principale fattore di rischio climatico dell'area del Medio Oriente e Nord Africa, dove in particolare **Egitto, Tunisia e Marocco** hanno riportato un incremento dei punteggi per la scarsità idrica, che pone un tema di gestione specialmente dei contesti urbani e delle strutture turistiche. Anche l'area dell'Est Europa e CSI mantiene un rischio generalmente contenuto, limitato a Paesi specifici come il **Tajikistan** e il **Kirghizistan**, teatro di terremoti frequenti. Non si può, infine, non tener conto della recente cronaca del terremoto che ha devastato la **Turchia** orientale, al confine con la **Siria**.

32 Centre for Research on the Epidemiology of Disasters, "Emergency Events Database (EM-DAT)".

33 Fonte: IEA.



CAPITOLO 3 - LA TRANSIZIONE ENERGETICA

3.1 – A che punto siamo?

L'invasione russa dell'Ucraina ha portato alla rottura delle relazioni energetiche tra la Ue e Mosca e a un periodo di grande incertezza e volatilità sui mercati energetici internazionali, con una forte oscillazione dei prezzi del gas e un ri-direzionamento dei flussi degli approvvigionamenti senza precedenti su scala globale. Una situazione così dirompente da portare a considerare sotto una nuova luce il trilemma energetico, in virtù del quale le prestazioni di un sistema energetico possono essere analizzate attraverso tre dimensioni chiave: sicurezza, equità e sostenibilità ambientale³⁴. Negli ultimi decenni una sicurezza energetica apparentemente garantita in Europa non ha costituito certamente un incentivo in chiave di transizione; al contempo però le politiche *green* della Ue sono andate intensificandosi e stanno sperimentando nuovo slancio grazie ai piani di ripresa post-pandemica³⁵, alle risposte alla crisi russa e, più recentemente, all'attivismo americano. La quota delle rinnovabili sui consumi energetici totali è più che raddoppiata tra il 2005 e il 2022, passando dal 10% al 23%³⁶.

Nel breve periodo, la ricerca di fornitori alternativi a Mosca ha portato l'Europa a rafforzare i rapporti commerciali con quelli che prima erano fornitori minori o instaurarne di nuovi, esponendo potenzialmente il Vecchio Continente a nuove fragili dipendenze economiche e geopolitiche. Al contempo le crisi energetica e climatica, che vedono l'Europa aggiungersi alla lunga fila di *hotspot* del pianeta, e i conseguenti effetti socio-economici permettono di guardare con più chiarezza alla "fase iniziale di una nuova era industriale, l'era della produzione di tecnologie energetiche pulite"³⁷ quale unica soluzione del trilemma energetico.

Lo scorso anno l'ammontare investito in energia rinnovabile a livello globale ha raggiunto \$1,1 trilioni eguagliando, per la prima volta, gli investimenti in fossili³⁸. Gli impatti sull'occupazione settoriale sono significativi e attesi intensificarsi nei prossimi anni (cfr. Box 5). Ulteriori conferme dell'accelerazione della transizione energetica provengono anche dall'Unione europea e dagli Stati Uniti che hanno varato pacchetti pubblici – rispettivamente *REPower EU* e *Inflation Reduction Act* – mirati a incentivare la transizione garantendo al contempo la sicurezza energetica. In particolare, il piano europeo stabilisce azioni a breve e lungo termine per ridurre la sua dipendenza dal gas naturale russo ben prima del 2030³⁹ attraverso: (i) risparmi energetici, (ii) diversificazione delle forniture energetiche e (iii) accelerazione dell'introduzione di energia rinnovabile per sostituire i combustibili fossili. Quest'ultimo obiettivo è visto come una risposta strutturale all'eccessiva dipendenza dell'Europa dalle importazioni di combustibili fossili.

34 Tali aspetti sono misurati dal World Energy Trilemma Index, calcolato dal World Energy Council.

35 Uno dei sei pilastri del Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza dell'Ue – fulcro del piano di rilancio NextGenEU – è la transizione verde. Come parte del proprio piano per la ripresa e la resilienza è previsto che ogni Stato Membro dedichi almeno il 37% dei fondi ricevuti a misure che contribuiscono agli obiettivi climatici.

36 European Environmental Agency

37 Così come definita dalla IEA nel Energy Technology Perspectives 2023, gennaio 2023

38 BloombergNEF, Energy Transition Investment Trends 2023, gennaio 2023.

39 Orizzonte temporale previsto dal Fit-for-55 per raggiungere il target di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra di almeno il 55% rispetto ai livelli del 1990.



In termini prospettici, secondo le stime dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA), l'Unione europea affrontando colli di bottiglia sistemici quali i ritardi autorizzativi – come già fatto in parte in Spagna⁴⁰ con la semplificazione del *permitting* per impianti fotovoltaici ed eolici aumentando al contempo la capacità delle reti di distribuzione elettriche – sarà in grado di raddoppiare la nuova capacità installata di energie rinnovabili raggiungendo dai 340 ai 450 GW di nuova capacità nel periodo 2022-2027⁴¹. Già ora le semplificazioni permetterebbero infatti di incrementare la generazione di energia rinnovabile *utility scale* dell'Ue di 20 TWh. Inoltre, se a tale intervento si aggiungesse un programma di supporto a beneficio dei consumatori a copertura di un quinto dei costi di installazione dei pannelli fotovoltaici sui tetti – secondo la proposta di IEA – il ritmo degli investimenti nel settore raddoppierebbe, con una crescita della produzione annua fino a 15 TWh. L'aumentata capacità *utility scale* combinata a quella sui tetti porterebbe la capacità aggiuntiva a 35 TWh, riducendo il consumo di gas di 6 bcm⁴².

Pur in presenza di una sterzata decisa verso la transizione energetica – con una previsione di installare generazione rinnovabile nei prossimi cinque anni pari a 2400 GW, ovvero quanto installato nell'ultimo ventennio⁴³ – e l'avvio di collaborazioni sempre più significative ad esempio quella tra i Paesi membri dell'Agenzia internazionale per le energie rinnovabili (IRENA) sul fronte della *governance* dei materiali critici, molto rimane ancora da fare. Il contesto di incertezza geopolitica e le specifiche priorità strategiche dei produttori mediorientali di idrocarburi hanno infatti determinato risultati limitati, seppur interessanti, alla COP27, quali il riconoscimento del ruolo della finanza climatica⁴⁴ e l'esigenza di meccanismi di solidarietà internazionali con la creazione del fondo per perdite e danni⁴⁵.

Sebbene si rilevino importanti segnali attuali e futuri, rimane ancora un elevato grado di eterogeneità in termini di investimenti in energia pulita⁴⁶, con uno sbilanciamento significativo verso le economie avanzate e la Cina (Fig. 10). Pressoché tutto l'aumento della spesa per tale energia, reti e stoccaggio nel periodo 2020-22 ha avuto luogo in questi mercati e oltre l'80% delle vendite di veicoli elettrici è concentrato in Cina e in Europa. Le carenze di investimenti in energia pulita nelle economie emergenti sono un punto chiave, considerata la rapida crescita attesa per la domanda di servizi energetici in questi Paesi. Escludendo la Cina, l'importo investito ogni anno in energia pulita nelle economie emergenti è rimasto invariato dalla conclusione dell'Accordo di Parigi; al contempo nel 2021 il costo del capitale per un impianto fotovoltaico era tra le due e le tre volte superiore a quello nelle economie avanzate e in Cina.

40 Decreto reale 06/2022 del 29 marzo 2022.

41 IEA, Renewables 2022, dicembre 2022.

42 IEA, A 10-point plan to reduce the European Union's reliance on Russian natural gas, marzo 2022.

43 IEA, Renewables 2022, dicembre 2022.

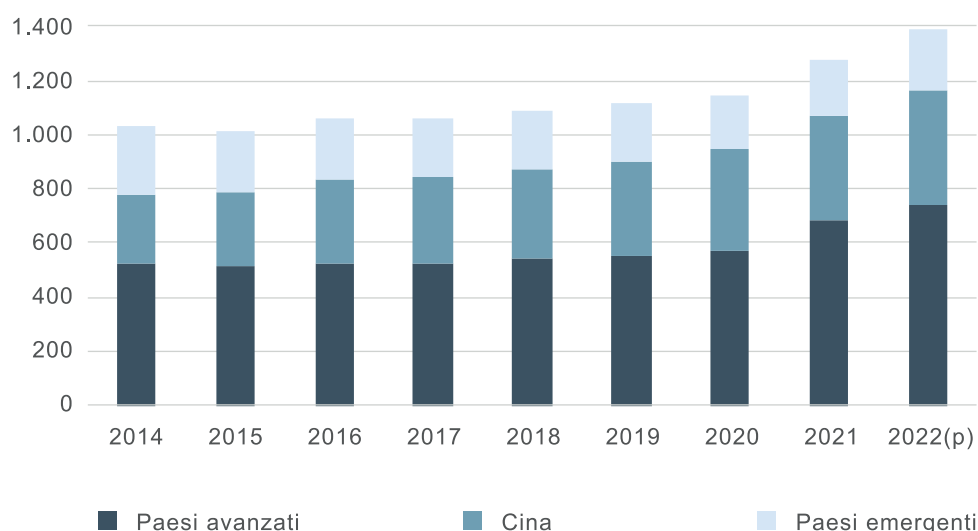
44 Il documento finale della Conferenza cita un fabbisogno tra \$4 e \$6 trilioni l'anno di investimenti in energie rinnovabili, compresi quelli in tecnologie e infrastrutture, per permettere di raggiungere emissioni nette pari a zero entro il 2050.

45 Sebbene molti dettagli rimangano da negoziare, il fondo supporterà quei Paesi in via di sviluppo particolarmente esposti agli effetti negativi della crisi climatica, che dovranno sempre più far fronte a perdite derivanti da siccità, inondazioni, innalzamento del livello dei mari e altri disastri attribuiti al cambiamento climatico.

46 La IEA definisce come energia pulita: i) nel settore energetico, la generazione da fonti rinnovabili, nucleari e fossili laddove queste due ultime siano dotate di tecnologie di *carbon capture*; lo stoccaggio di batterie e le reti elettriche; ii) in termini di efficienza, l'efficienza energetica negli edifici, nell'industria e nei trasporti (esclusi i bunker dell'aviazione e la navigazione domestica); iii) nelle applicazioni di uso finale, l'uso diretto di fonti rinnovabili, i veicoli elettrici, l'elettrificazione degli edifici, l'industria e il trasporto marittimo internazionale, *carbon capture, utilisation and storage* nell'industria e cattura diretta dell'aria; iv) nella fornitura di combustibili, i combustibili a basse emissioni.



Figura 10 - Investimenti in energia pulita per area



Fonte: Elaborazioni SACE su dati IEA.

I piani nazionali di ripresa post-pandemica, uniti alle misure aggiuntive a contrasto dell'attuale crisi energetica, esercitano una forte influenza a breve termine sui mercati e sugli investimenti in energia. Dall'inizio della pandemia oltre \$1,1 trilioni sono stati destinati a politiche e incentivi a sostegno dell'energia pulita, tuttavia circa il 90% di questi sono attribuibili alle economie avanzate. Molti mercati emergenti dipendono maggiormente dai finanziamenti pubblici per gli investimenti nella transizione rispetto ai Paesi avanzati, ma allo stesso tempo sono sempre più vincolati dall'aumento dei livelli di debito e dal limitato margine di manovra fiscale.

Sempre nel breve termine, ulteriori criticità potrebbero provenire dall'inflazione, le cui pressioni rischiano di assorbire la maggior spesa nel sistema energetico erodendo gli investimenti⁴⁷. Se non contenuto, l'aumento dell'inflazione potrebbe frenare la volontà delle imprese di aumentare la propria spesa nella transizione nonostante le forti raccomandazioni di *policy*. Al contempo, condizioni monetarie restrittive aumentano il costo dei prestiti mettendo a rischio progetti ad alta intensità di capitale. Segnali decisamente positivi arrivano comunque da interventi di politica industriale mirati a annullare gli effetti inflattivi sostenendo la transizione di interi sistemi industriali quali quello statunitense con il sopra citato Inflation Reduction Act, seguito a ruota dagli interventi annunciati sul fronte europeo.

A livello globale gli investimenti non sono sufficienti, a oggi, a sostenere una profonda trasformazione del sistema energetico: nonostante i recenti incrementi⁴⁸, i livelli di investimento nelle tecnologie

⁴⁷ Secondo la IEA i produttori di apparecchiature rinnovabili stanno trasmettendo, almeno in parte, i maggiori costi sul prezzo dei propri prodotti, con aumenti di pannelli fotovoltaici e turbine eoliche compresi tra il 10 e il 20%.

⁴⁸ Negli ultimi due anni si è assistito a un'accelerazione negli investimenti in energia pulita, tale aumento è legato alla crescente competitività delle tecnologie *low-carbon* nonostante le recenti pressioni inflazionistiche. Secondo il rapporto "Renewable Power Generation Costs 2022" di IRENA nell'ultimo anno i costi dell'eolico *onshore* e *offshore* e del fotovoltaico sono diminuiti tra il 13 e il 15% portando a un aumento record del 9% nella produzione di capacità rinnovabile globale rispetto all'anno precedente.



per l'energia pulita sono stati ben al di sotto di quanto necessario (nel periodo 2017-2021 gli investimenti sono stati pari a \$1,2 trilioni in media all'anno), in un contesto in cui la spesa stagnante per i combustibili tradizionali risulta insufficiente a mantenere efficiente l'attuale sistema⁴⁹. L'entità degli investimenti aggiuntivi richiesti rende necessario l'intervento di fonti di finanziamento private, ma le istituzioni finanziarie pubbliche svolgono un ruolo cruciale per portare avanti gli investimenti in aree in cui gli attori privati non vedono ancora il giusto equilibrio tra rischio e rendimento. In questo contesto le Export Credit Agency e quindi SACE, anche come attuatore del *Green New Deal* e a sostegno della transizione energetica del Paese, giocano un ruolo importante a supporto delle imprese in questa complessa fase di cambiamento.

Sebbene appaia indubbio che la crisi odierna stia portando a un'accelerazione della transizione energetica, la combinazione di turbolenze economiche e scelte politiche a breve termine ne potrebbe rallentare lo slancio. Da un lato, i prezzi elevati dei combustibili fossili e i livelli record di emissioni – correlate a crisi climatiche sempre più protagoniste di una costosa nuova normalità – offrono validi motivi per abbandonare la dipendenza da queste fonti energetiche. Dall'altro, nel brevissimo periodo le preoccupazioni per una sicurezza energetica, che non conti sull'apporto delle rinnovabili, e la fragilità socio-climatica, indotta da sistemi energetici tradizionali, potrebbero costituire un freno per la transizione.

Box 5 – Investire nella transizione energetica: verso una forza lavoro in crescita e sempre più qualificata

Gli investimenti nella transizione energetica e nelle energie rinnovabili costituiscono un primario motore di crescita per l'occupazione nel settore energetico. Nel 2019⁵⁰ la generazione di energia impiegava 11,3 milioni di persone in tutto il mondo, di cui ben 6,8 milioni nelle energie rinnovabili⁵¹. La trasmissione e distribuzione di energia vedeva poi impiegati altri 8,5 milioni lavoratori, mentre il settore dello *storage* – in forte crescita – dava lavoro a circa 65.000 persone.

L'occupazione nel comparto energetico vedeva un'equa distribuzione tra i tre principali segmenti della catena del valore: approvvigionamento di combustibili (carbone, petrolio, gas e bioenergia), settore elettrico (generazione, trasmissione e distribuzione) e consumi finali (produzione di veicoli ed efficienza energetica per l'edilizia e l'industria). A livello geografico, invece, i posti di lavoro si concentravano maggiormente nelle regioni con infrastrutture energetiche e consumo di energia in rapida espansione, così come nei principali *hub* di generazione. Non

49 A seguito delle tensioni sui mercati internazionali, gli investimenti in combustibili fossili sono in aumento, anche se rimangono ancora ben al di sotto dei livelli pre-Accordo di Parigi. Da un lato l'incentivo ciclico a investire quando i prezzi dell'*Oil&Gas* sono elevati è rafforzato in alcune aree dalla spinta europea a diversificare l'offerta russa, dall'altro, l'incertezza politica è alta, i finanziamenti possono risultare difficili da garantire e in questo clima le imprese tendono a evitare di assumere grandi impegni che richiedono anni per essere ripagati.

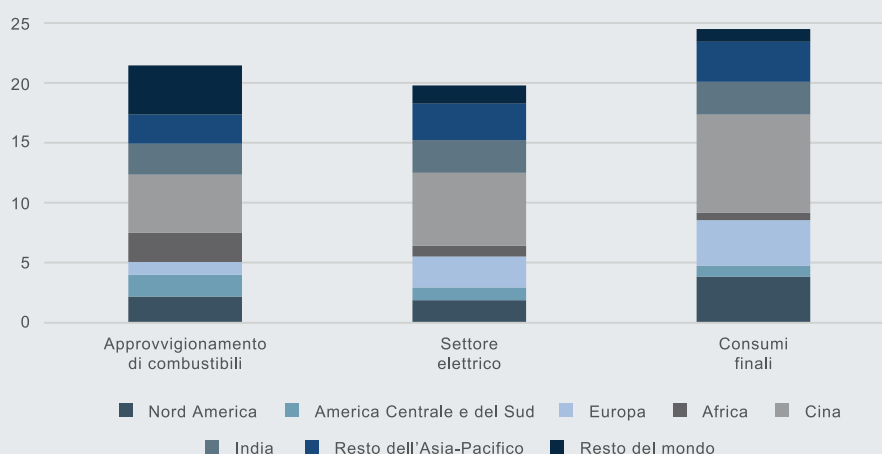
50 Si considera questo come anno di riferimento, poiché spurio degli impatti della crisi pandemica sulla forza lavoro.

51 IEA, con il contributo di Fondazione Enel, World Energy Employment (WEE), settembre 2022. Il WEE può essere considerato il primo inventario comprensivo della forza lavoro globale nel settore energetico in quanto fornisce – con una profonda granularità – un'istantanea dell'occupazione lungo l'intera catena del valore del settore energetico, considerando anche il livello di competenza dei lavoratori. Tale studio è corroborato da interviste a imprese leader della transizione energetica finalizzate a un *reality-check* delle stime dei modelli IEA.



sorprende quindi che la Cina fosse l'economia con il maggior numero di lavoratori del settore energetico, quasi 20 milioni, corrispondente a circa il 2,5% della forza lavoro totale del Paese. E se in Nord America erano 7,9 milioni, pari a circa il 3,4% dell'occupazione totale, in Europa ammontavano a 7,5 milioni (2,4% della forza lavoro totale; Fig. 5A). Infine, i lavoratori impiegati nel comparto energetico tendevano a essere più qualificati rispetto a quelli degli altri settori industriali: il 45% aveva conseguito una laurea o una certificazione professionale.

Fig. 5A. Occupazione nella filiera energetica per area, 2019 (mln di occupati)



Fonte: IEA

Tornando ai dati aggregati e con riferimento agli anni successivi al 2019, tutta la crescita occupazionale è attribuibile ai segmenti dell'energia pulita. Queste tendenze sono destinate a proseguire: se gli investimenti energetici totali raddoppieranno da qui al 2030, per raggiungere gli obiettivi dello scenario IEA a Zero Emissioni Nette (NZE)⁵², la domanda di lavoratori qualificati in tutto il settore energetico dovrà espandersi da circa 65 milioni attuali (pari quasi al 2% dell'occupazione formale globale) a quasi 90 milioni nel 2030⁵³. A beneficiarne, ancora una volta, saranno i settori di punta della transizione energetica: le opportunità di lavoro legate al solare fotovoltaico e all'eolico vedranno, infatti, un aumento annuale di circa il 10%. Anche l'occupazione nelle reti elettriche crescerà del 4% all'anno, grazie all'aumento dei tassi di elettrificazione e agli investimenti necessari per la manutenzione ed espansione delle reti. La produzione di veicoli elettrici sarà poi una delle aree di maggior crescita occupazionale. La crescita dell'occupazione nel settore energia sta generando un aumento nella domanda di lavoratori qualificati con competenze specifiche; tuttavia, l'offerta è spesso inadeguata. Pertanto, è cruciale una formazione che sia al passo con gli sviluppi tecnologici e normativi dei mercati energetici.

⁵² Ossia quello coerente con la limitazione del riscaldamento della temperatura superficiale globale a 1,5 °C entro il 2050.

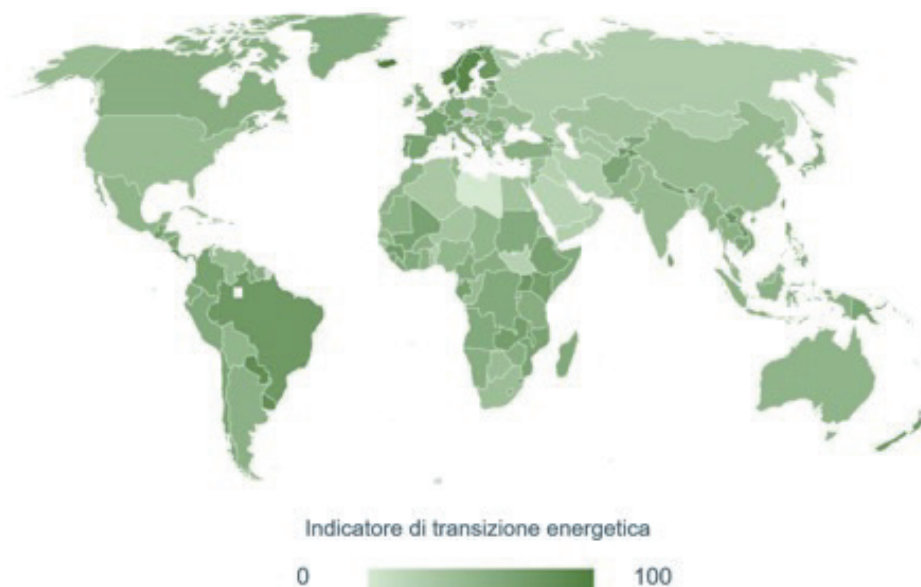
⁵³ Anche il meno ambizioso *Announced Pledges Scenario* (APS), che si basa sul rispetto puntuale degli impegni climatici annunciati dai vari Paesi, prevede comunque una crescita fino al raggiungimento di 80 milioni di posti di lavoro nel 2030.



3.2 – Cosa dicono i nostri indicatori?

Nonostante alcuni dati in parziale controtendenza dettati da fattori contingenti, le performance in materia di Transizione Energetica, mostrano un parziale miglioramento: appare infatti ormai chiara la maturità di un processo che conferma una dinamica particolarmente positiva in Europa e America Latina. Vista la necessità di rispondere alla crisi energetica attraverso il rafforzamento delle politiche in materia di tecnologie rinnovabili, reti digitalizzate e resilienti, ed efficienza energetica, i Paesi dell'Ue rimangono i più virtuosi in tema di decarbonizzazione, con Svezia e Finlandia stabilmente con i valori più alti, seguite da Spagna, Italia e Portogallo, grazie ai progressi registrati nell'ultimo anno (Fig. 11). In parallelo, si confermano incoraggianti i risultati di alcune economie dell'America Latina con una forte presenza di generazione solare ed eolica quali Cile, Perù e Brasile, Paese meglio posizionato in materia di transizione energetica tra i membri del G20. Vi sono miglioramenti anche da parte di Stati Uniti, Cina e India. Non sorprendentemente, si continuano invece a registrare ritardi nel processo di transizione da parte di Paesi produttori di fossili come Arabia Saudita e Russia, *in primis*, seguite da Libia, Qatar, Iran e Iraq le cui performance risultano fortemente influenzate dal *revival* di breve periodo dei fossili.

Figura 11 - La transizione energetica vista sul mappamondo



Nota: l'indicatore di transizione energetica varia tra 0 (transizione minima) e 100 (transizione massima) ed è elaborato come media delle componenti sottostanti relative a emissioni, rinnovabili, efficienza energetica, elettrificazione e fossili.

Fonte: SACE e Fondazione Enel.



Il miglioramento degli indici di transizione energetica è trainato in particolare dall'indicatore delle Rinnovabili – soprattutto generazione fotovoltaica ed eolica – che la IEA ha stimato in crescita dell'8% nel 2022, alla luce di un processo organico di espansione che, nel biennio 2023-24, dovrebbe vedere un'ulteriore accelerazione. Gli alti prezzi di gas e carbone – che secondo l'Agenzia contribuiscono al 90% della crescita dei prezzi dell'elettricità su scala globale – rendono ancor di più le rinnovabili la fonte di generazione più conveniente dal punto di vista economico, anche al netto delle esternalità negative evitate e dei conseguenti mancati costi di adattamento climatico e dell'*atout* geopolitico in termini di indipendenza assicurata da queste fonti. A livello regionale, Europa, America Latina e Asia – trainata dalla Cina e con miglioramenti per Corea del Sud e Giappone – si confermano le aree di maggiore crescita tendenziale nelle rinnovabili. In avanzamento anche l'America Settentrionale grazie ai progressi registrati da Stati Uniti e Canada. Il Brasile si conferma in testa ai Paesi G20 – e a ridosso dei Paesi più virtuosi su scala globale – grazie anche al sostanziale contributo dell'idroelettrico e alla rapida espansione del solare. Nel gruppo G20, oltre ai già menzionati, si registrano incrementi anche per Sudafrica e Turchia a conferma del crescente ruolo delle rinnovabili nelle principali economie emergenti.

In lieve miglioramento anche la componente dell'Elettrificazione, nonostante il segmento sia stato influenzato dalla crescita del costo del gas sui prezzi finali dell'elettricità. In linea con il biennio precedente, i Paesi più industrializzati mostrano valori più alti in materia di elettrificazione dei consumi; in particolare tra i Paesi asiatici spiccano Cina, Corea del Sud, Giappone, Taiwan e Vietnam. Rimangono elevati anche i valori dei Paesi europei, guidati in particolare da quelli del Nord, mentre a parte l'eccezione del Cile, in America Latina il processo di penetrazione dell'elettricità rimane ancora piuttosto lento. Fanalino di coda si conferma l'Africa Subsahariana, le cui difficili condizioni di partenza in termini di accesso sono ulteriormente peggiorate a causa del caro energia globale, che secondo le stime della IEA potrebbe privare 75 milioni di persone dell'accesso ai servizi elettrici che hanno recentemente ottenuto.

Relativamente stabili sono le dinamiche riguardanti l'Efficienza energetica che ancora devono incorporare l'effetto del caro-prezzi dell'energia che – anche in virtù del supporto pubblico a interventi di efficientamento – dovrebbe incrementare l'adozione di tecnologie e comportamenti più virtuosi pur necessitando di investimenti ulteriori per garantire il cambio di passo globale richiesto. In questo caso, le variazioni confermano il primato dei Paesi industrializzati, con Germania, Italia, Regno Unito e Giappone avanti tra i Paesi del G20, e i progressi nella transizione messi a segno in America Latina da Paesi come Cile e Uruguay. Anche India e Cina hanno fatto registrare miglioramenti, seppur parziali, che tuttavia non permettono di colmare il ritardo nei confronti dei Paesi più virtuosi. Rimangono ancora molto bassi i valori dell'indicatore per i Paesi dell'Africa Subsahariana anche a causa dell'uso massiccio di inefficienti – e pericolosi per la salute – vettori energetici per gli usi domestici, situazione che secondo la IEA potrebbe peggiorare ulteriormente alla luce del caro energia, spingendo ulteriori 100 milioni di persone al ricorso a sistemi pre-moderni per cucinare e riscaldarsi.

Il processo di transizione rimane fortemente condizionato dal peso dei combustibili fossili sul settore



energetico, reso ancor più evidente da alcune risposte di brevissimo periodo all'attuale contesto internazionale. Sebbene la IEA preveda per i prossimi anni una sostanziale riduzione del peso dei fossili come effetto dell'attuale crisi, nell'immediato molti Paesi hanno privilegiato l'utilizzo di combustibili fossili quali il carbone come input produttivo. La situazione è resa ancor più complicata dall'aumento dei sussidi ai combustibili fossili introdotti da oltre 50 Paesi per far fronte al caro energia (su scala globale, oltre \$500 miliardi sono stati spesi dai governi per fronteggiare i crescenti prezzi energetici). In questo contesto, le tendenze evidenziano valori relativamente alti dell'indicatore Fossili⁵⁴ di Brasile, Francia, Italia, Germania e Regno Unito, e un leggero ma significativo miglioramento dell'indicatore per gli Stati Uniti. Tra i Paesi meno virtuosi in materia, si confermano Cina e India – che scontano il “ritorno” del carbone – oltre ai tradizionali Paesi esportatori di petrolio e gas (Arabia Saudita e Russia *in primis*), che vedono un deterioramento dell'indicatore.

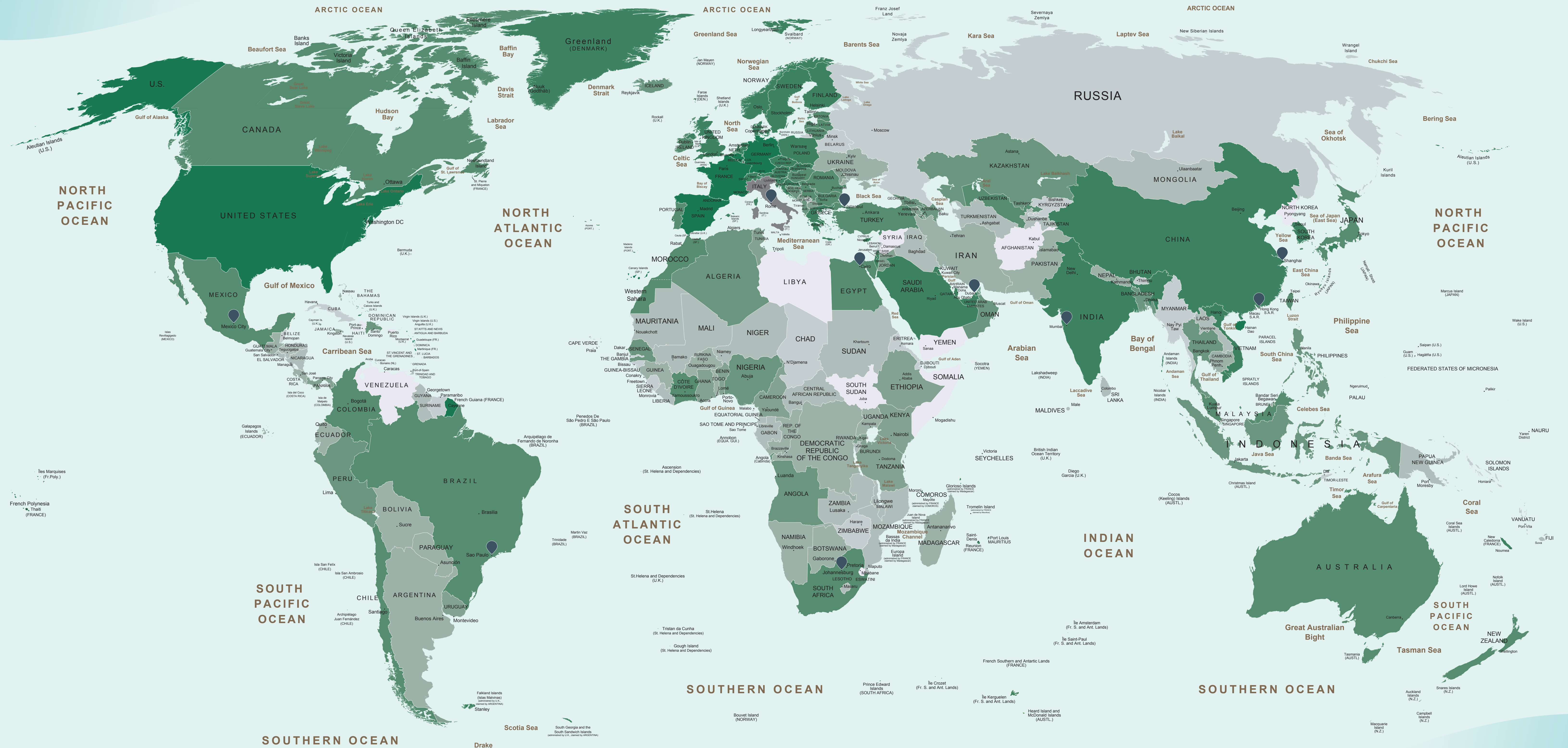
La crescita dei fossili comporta anche un parziale peggioramento sul fronte delle Emissioni, nonostante l'incremento delle rinnovabili e una sempre maggior penetrazione dei veicoli elettrici potranno limitare l'aumento dei livelli emissivi. Questa dinamica è influenzata per lo più dai colossi economici asiatici, Cina e India, e da produttori di fossili come Arabia Saudita e Qatar che registrano i valori più contenuti dell'indicatore. In questo contesto negativo, ancora una volta il Brasile fa registrare un significativo miglioramento su scala globale e si conferma il più virtuoso dei Paesi G20. L'indicatore delle Emissioni ha valori relativamente elevati nei Paesi meno sviluppati e a basso reddito, soprattutto in Africa Subsahariana (dove si registra un miglioramento delle performance del Sudafrica), che scontano un tasso di industrializzazione strutturalmente basso.

54 Un alto punteggio dell'indicatore implica un minore ricorso ai combustibili fossili.

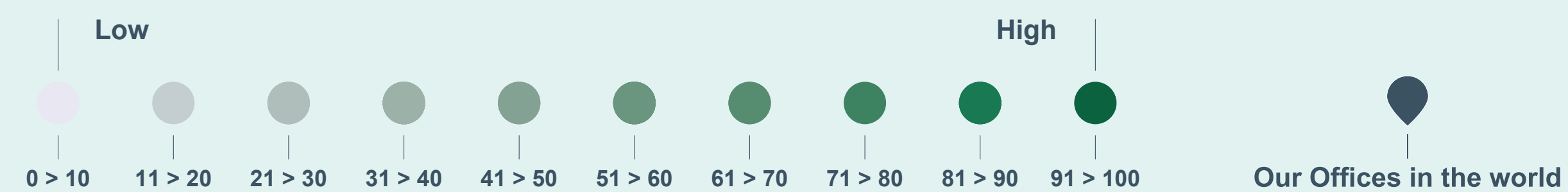
EXPORT MAP 2023



SACE

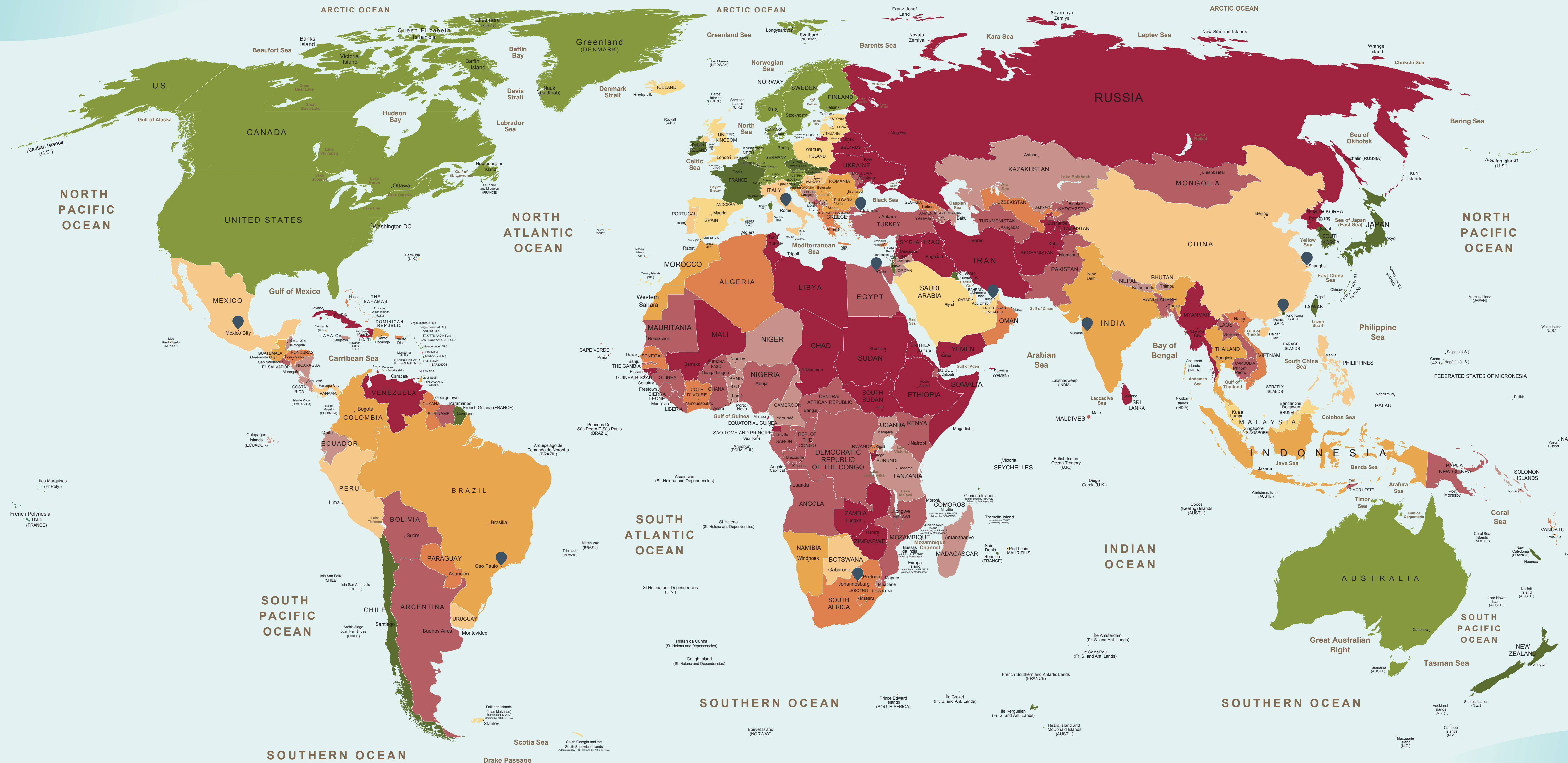


EXPORT
OPPORTUNITY
INDEX

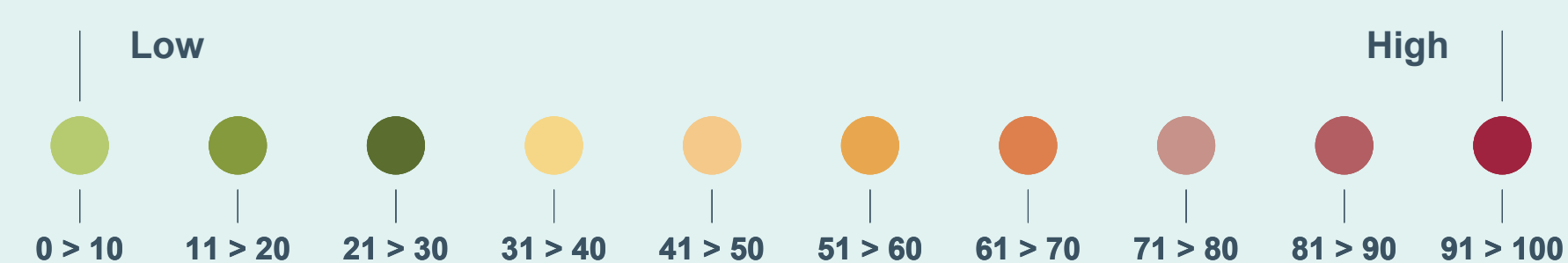


RISK MAP

2023



CREDIT
RISK
INDEX



Our Offices in the world

Il Focus On della Mappa dei Rischi è una pubblicazione a cadenza annuale di SACE redatta a scopo informativo e divulgativo.

I dati e le informazioni provengono da fonti ufficiali e attendibili e fanno riferimento a quanto disponibile alla data del 7 febbraio 2023