

FOCUS ON

MAPPA DEI RISCHI 2022

RISCHI (IN)SOLITI
PER TEMPI INSOLITI:
il mondo nel 2022



A cura di **Ricerca e Studi**

sace 
gruppo cdp

SACE

“Ritorno alla crescita ma con rischi persistenti e ancora elevati: è un quadro complesso quello fotografato dalla Mappa dei Rischi 2022 di SACE. Un mondo in cui lo shock della Pandemia non è ancora stato riassorbito e dove le nuove sfide del cambiamento climatico e della sostenibilità hanno un impatto sempre più evidente sulle attività economiche.

In questo contesto, SACE continuerà ad essere ogni giorno al fianco delle imprese: per affrontare i rischi con consapevolezza e alimentare strategie di crescita competitive e sostenibili. Questo l’impegno che continueremo a mettere in campo, grazie a un ruolo profondamente rinnovato negli ultimi due anni. Un impegno senza precedenti e un grande gioco di squadra, che ci vede tutti orientati – istituzioni, finanza e imprese – verso un unico obiettivo: un Sistema Paese più forte.”

Pierfrancesco Latini,
Amministratore Delegato SACE



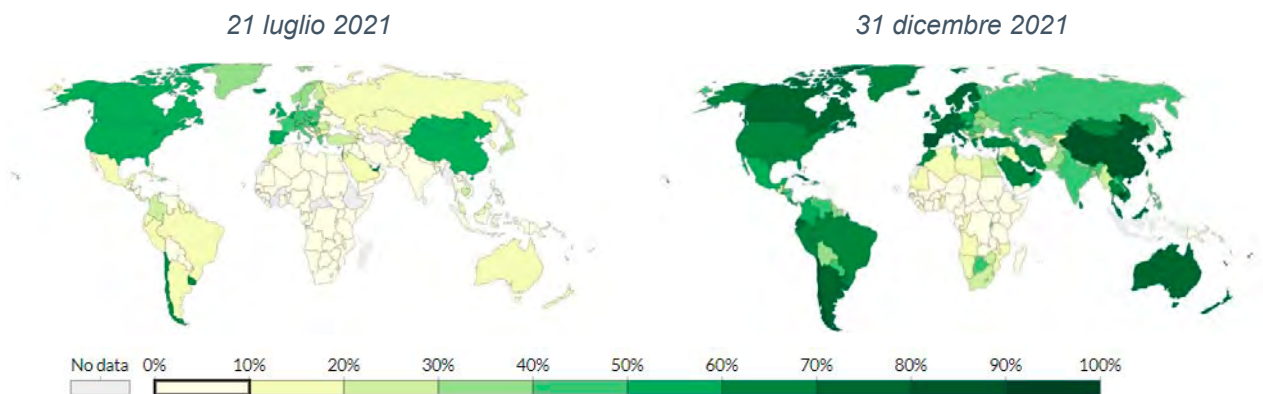
Executive Summary

- **A due anni dall'inizio della pandemia, il contesto macroeconomico globale risulta in progressivo miglioramento, seppure ancora in maniera differenziata tra i Paesi**, come riflesso dell'andamento delle campagne vaccinali. Nel complesso, la crescita dell'economia globale è in fase di consolidamento, così come prosegue la crescita del commercio internazionale di beni, tornato già su volumi superiori a quelli pre-crisi e previsto in aumento del 4,8% nel 2022.
- **I rischi allo scenario economico globale restano comunque significativi**, soprattutto per il perdurare degli effetti legati alla pandemia: impatti sanitari, ma anche difficoltà sul fronte delle catene globali del valore, rincari nei corsi dei prodotti energetici, con ricadute sull'inflazione, ed elevati livelli di debito, che insidiano la stabilità finanziaria di alcuni attori economici, pubblici e privati. Sul fronte geopolitico incidono in modo significativo gli sviluppi attualmente in corso legati alla pesante escalation della crisi russo-ucraina.
- **La Mappa dei Rischi 2022 evidenzia una generale stabilità del quadro dei rischi del credito globali, senza mostrare tuttavia l'auspicata inversione di tendenza dopo i marcati incrementi dello scorso anno**. Il profilo di rischio del credito delle varie aree geografiche è rimasto sostanzialmente invariato, confermando il divario tra le fragilità dei Paesi emergenti e la maggiore solidità di quelli avanzati.
- **Continua a pesare la dinamica di crescita del debito a livello globale** degli ultimi anni (al 350% del Pil globale), dovuta anche alle necessità di spesa legate alla pandemia, la cui sostenibilità può - specie in alcuni mercati emergenti - essere messa in discussione dal riorientamento delle politiche monetarie della Fed: l'aumento di 1 punto percentuale dei tassi americani potrebbe determinare un incremento della probabilità di insolvenza delle società non finanziarie nei mercati emergenti, in media, del 6%. Un relativo aumento del nostro indicatore del rischio di credito corporate è visibile, infatti, in economie più solide, come ad esempio la Cina.
- **Il profilo dei rischi politici evidenzia una dinamica asimmetrica rispetto a quella dei rischi del credito; in questo caso si registra infatti un ulteriore peggioramento, in particolare nella determinante della violenza politica in alcune aree emergenti**, come nel caso dell'Africa Subsahariana (il cui score è passato da 62 a 65). Se da un lato la pandemia ha contribuito all'incremento delle tensioni sociali, dall'altro non si può non tener conto anche di fattori che vanno oltre il Covid in alcune aree specifiche, come dimostrato dall'inverno kazako oppure dai recenti colpi di stato nei Paesi del Sahel, fino agli impatti che il cambiamento climatico ha sulle attività degli operatori economici (ad esempio casi di violenza politica ed esproprio di proprietà di investitori esteri dettati da esigenze ambientali).
- **Come una filigrana sempre più in risalto nello sfondo della Mappa, infatti, il rischio di cambiamento climatico continua a evidenziare segnali di incremento**, in particolare nelle regioni asiatiche e dell'Africa Subsahariana. La questione della (in)sostenibilità ambientale figura quotidianamente nelle notizie di cronaca e rappresenta uno dei principali punti nelle agende politiche dei fora internazionali, come G-7 e G-20. Alcuni accordi raggiunti alla Cop26 hanno rappresentato dei passi in avanti, seppur con tempistiche diverse a seconda dei Paesi e disattendendo in parte alcune aspettative iniziali. Appare sempre più chiaro come, nell'ambito della lotta al cambiamento climatico e della connessa transizione energetica, l'inazione non sia una strada percorribile.
- **In un anno caratterizzato da rischi ancora elevati, una strategia all'internazionalizzazione risulterà vincente nella misura in cui saprà tenere conto delle criticità sotto il profilo, multidimensionale, dei rischi - soliti e insoliti e in questi tempi più che mai insoliti - e anche delle opportunità offerte dalla transizione**. In questo modo le imprese italiane potranno continuare a crescere sui mercati in maniera competitiva, sana e sostenibile.

Lo scenario macroeconomico globale: si consolida la ripresa, ma permangono rischi al ribasso

Gli scenari economici delineati a inizio dello scorso anno sono stati sostanzialmente confermati nel corso del 2021. La crescita del Pil mondiale è stata in linea con le attese del *consensus*, segnando un forte rimbalzo (+5,8%, ben oltre la contrazione del 3,5% registrata nel 2020¹), che ha consentito di tornare e superare i livelli del 2019. Nonostante il contesto sia stato condizionato dalla perdurante emergenza sanitaria, la progressiva implementazione dei programmi vaccinali ha consentito l'adozione di misure di contenimento dei contagi più circoscritte e limitate, rispetto a quelle generalizzate adottate all'apice della crisi, che hanno avuto un impatto negativo relativamente più contenuto sull'attività economica globale. Non sono mancate, tuttavia, divergenze significative tra i Paesi avanzati e quelli meno sviluppati sulla disponibilità e somministrazione dei vaccini, che si sono riflesse in una forte disparità in termini di incidenza di immunizzazione della popolazione (Fig. 1), con ripercussioni quindi sull'entità e velocità della ripresa economica.

Figura 1. Popolazione vaccinata nel corso del 2021, date selezionate (%)



Note: Numero di persone che hanno completato il ciclo di vaccinazione previsto dal protocollo contro il Covid-19 (% popolazione del Paese).

Fonte: Our World in Data

Nel complesso la ripresa dell'attività economica mondiale è stata trainata da solide condizioni di domanda a cui si sono contrapposte, tuttavia, rilevanti criticità dal lato dell'offerta. Criticità emerse nel corso dell'anno, soprattutto nel secondo semestre, che sono state alimentate sia dalla natura della crisi pandemica, trasversale ai vari settori industriali, sia da cause più propriamente idiosincratiche, legate alle peculiarità dei singoli mercati. Tra i fattori comuni che hanno determinato le interruzioni delle catene globali del valore figurano: (i) carenza di alcune materie prime e fattori produttivi (inclusa la forza lavoro), (ii) shock sui beni energetici, (iii) strozzature nella distribuzione (logistica e trasporto, soprattutto di tipo marittimo) con conseguenti allungamenti dei tempi di consegna dei fornitori. A ciò si aggiungono fattori geopolitici e climatici (ad esempio, la maggiore frequenza di disastri ambientali estremi) che hanno contribuito a un ulteriore inasprimento delle

¹ *World Economic Prospects Monthly* (gennaio 2022). Le stime sono in linea con quelle elaborate dal *consensus*, tra cui Fondo monetario internazionale (gennaio 2022) e OCSE (dicembre 2021).

condizioni di offerta. Tali squilibri tra domanda e offerta hanno generato notevoli pressioni al rialzo sui prezzi pressoché ovunque, con l'inflazione mondiale al consumo stimata al 4,3% in media d'anno nel 2021 (in aumento rispetto al 2,8% del 2020).²

Nonostante le difficoltà delle catene di fornitura globali, il volume di scambi internazionali di beni è risultato in forte espansione, con un incremento tendenziale del 10,6% nei primi undici mesi del 2021 (Fonte: Central Planning Bureau) e stimato attestarsi attorno all'11% in media d'anno. Il commercio mondiale di merci non solo ha recuperato la perdita dello scorso anno (-6%), bensì ha superato i livelli pre-pandemici, con una crescita che riflette quindi non solo un effetto base di natura statistica e che risulta estesa a tutti i principali raggruppamenti di beni. Di contro, gli scambi internazionali relativi ai servizi hanno continuato a essere maggiormente penalizzati, anche a causa dello spostamento delle preferenze delle famiglie verso un maggiore consumo di beni (soprattutto durevoli). Si stima che la contrazione degli scambi per il settore sia stata attorno al 10% in volume nel 2021, dimezzata rispetto al ben più marcato calo del 2020, ma sicuramente ancora negativa e peggiore delle attese iniziali.

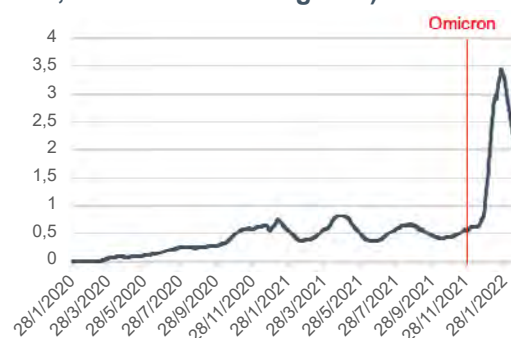
Come già evidenziato nella precedente Mappa dei Rischi, la principale fonte di incertezza³ per l'outlook macroeconomico globale continua a essere l'evoluzione della pandemia, che rende particolarmente ostico l'esercizio previsionale. Ciò vale anche per lo scenario del 2022: confrontando le proiezioni di crescita del Pil mondiale elaborate lo scorso novembre con quelle più recenti, emerge come le prospettive siano state riviste al ribasso in pochi mesi, seppur lievemente (Fig. 2A). La revisione risente, in particolare, della variante "Omicron" caratterizzata da un'elevata trasmissibilità che ha causato una nuova recrudescenza dei contagi a inizio anno (Fig. 2B). Seppur meno letale, gli effetti economici derivanti da Omicron sono ascrivibili, *inter alia*, alla disponibilità di forza lavoro (con impatti sulle CGV) e ai comportamenti "precauzionali" dei consumatori (che indeboliscono la domanda di servizi).

Figura 2A. Pil mondiale, scenari a confronto (var. % annua)



Fonte: Oxford Economics (gennaio 2022)

Figura 2B. Nuovi casi Covid-19 nel mondo (milioni; media mobile a 7 giorni)



Fonte: Our World in Data, ultimo giorno disponibile 16/02/2022

² Un ritmo più intenso rispetto a quello osservato nell'ultimo ventennio (3,8% in media nel periodo 2000-19) e che peraltro è stato rivisto al rialzo più volte nel corso dell'anno, segnale di come il *consensus* avesse inizialmente sottostimato le pressioni inflative, soprattutto quelle spinte dai rincari delle componenti agricole ed energetiche.

³ Un indicatore di riferimento, ampiamente utilizzato, è rappresentato dall'*Economic Policy Uncertainty*, il cui indice globale ha registrato un rialzo a novembre 2021, dopo una fase discendente nei mesi precedenti.

In uno scenario base, a maggiore probabilità di accadimento e caratterizzato dal graduale superamento dell'emergenza sanitaria, la crescita del Pil mondiale è attesa comunque proseguire a un ritmo sostenuto nel 2022 (+4,2% secondo Oxford Economics, pressoché in linea con il Fmi), seppur più moderato rispetto al tasso registrato lo scorso anno per il venir meno dell'effetto rimbalzo.

Nel corso di quest'anno il Pil tornerà sui livelli del 2019 nella maggior parte dei Paesi, sebbene con "fatica" in alcuni (come Tailandia e Repubblica Ceca), mentre si segnalano possibili eccezioni importanti in altri (dalla Spagna al Messico, dall'Algeria al Sudafrica). Tra i Paesi avanzati (+3,8%), negli Stati Uniti e in Eurozona la crescita è attesa moderare attorno a un tasso del 4%. Tra i mercati emergenti (+4,6%, in calo di oltre due punti percentuali rispetto alla crescita del 2021), pesa l'indebolimento dell'economia cinese, il cui Pil crescerà «solo» del 5% come riflesso delle difficoltà del mercato immobiliare (che frenano gli investimenti) e della politica di tolleranza zero contro il Covid-19 (che frena i consumi); per le altre economie asiatiche, in generale, la variante Omicron dovrebbe avere un impatto più contenuto (è il caso, ad esempio, dell'India con una crescita prevista del 7,9%). Per l'America Latina l'*outlook* rimane positivo ma ritoccato verso il basso per Cile e Brasile; simile scenario per diversi Paesi dell'Europa emergente. Per l'Africa Subsahariana e la regione MENA migliorano le previsioni, in parte per effetto delle prospettive sui prezzi energetici.

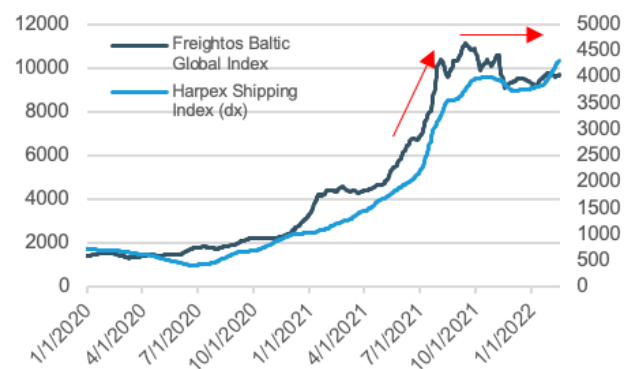
Anche il volume del commercio internazionale è stimato in espansione, non solo per i beni, bensì anche per i servizi (Fig. 3A). Nel 2022 la crescita degli scambi globali di merci è attesa proseguire (4,8%), sebbene a un tasso relativamente più contenuto rispetto a quello dello scorso anno. Se si analizzano le proiezioni su base trimestrale, si nota come la crescita sarà però più debole nel corso del primo semestre, per poi prendere vigore nella seconda parte dell'anno. Per il settore dei servizi, gli scambi dovrebbero tornare in territorio positivo, con un incremento attorno al 15%, che non consentirà tuttavia di recuperare la "perdita" del biennio 2020-21.

Figura 3A. Commercio internazionale di beni e servizi in volume (var. % annua)



Fonte: Oxford Economics (gennaio 2022)

Figura 3B. Costo del trasporto marittimo mondiale (\$; medie mobili a 7 giorni)



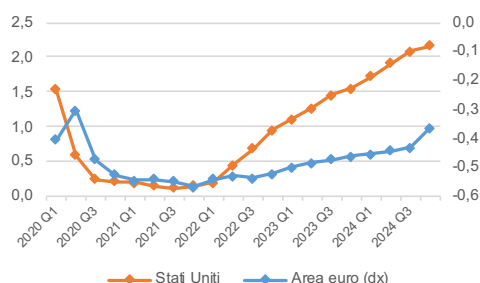
Fonte: Refinitiv

Le pressioni inflazionistiche continueranno a essere elevate quest'anno, prevalentemente nel primo trimestre, per poi attenuarsi in concomitanza con la normalizzazione dell'economia mondiale. In particolare, nei primi mesi del 2022 permarranno alcune delle criticità nelle catene di fornitura globali, a cui si sommano prezzi dei beni energetici ancora elevati. Per i trimestri successivi, le quotazioni delle materie prime agricole ed energetiche sono attese crescere a tassi più moderati, secondo le aspettative dei mercati finanziari desunte dai relativi contratti *futures*. Inoltre, gli indicatori manifatturieri anticipatori del ciclo produttivo, come il *Purchasing Managers'*

Index (PMI), puntano verso un miglioramento delle condizioni di offerta, con la componente relativa ai “tempi di consegna dei fornitori” del PMI globale che ha registrato in gennaio l’incremento minore da circa un anno. Qualche timido segnale di distensione sembra provenire anche dai costi del trasporto marittimo che hanno registrato per la prima volta a novembre una – seppur lieve – flessione e si mantengono stabili (Fig. 3B). In un contesto di progressiva rimozione delle misure straordinarie di sostegno e di ripresa dei servizi, gli squilibri tra domanda e offerta sono attesi attenuarsi, con calo delle pressioni inflative globali già nella seconda parte dell’anno.⁴

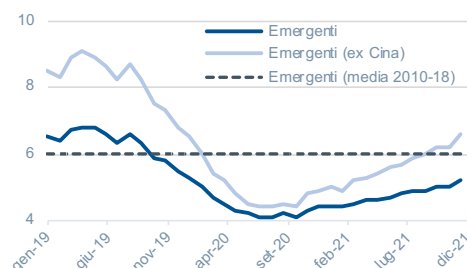
In questo contesto, non sorprende l’inversione di tendenza dell’orientamento della politica monetaria sia in alcuni Paesi avanzati (es. Stati Uniti e Regno Unito) sia in molte economie emergenti. La Federal Reserve statunitense ha avviato il processo di normalizzazione a partire dallo scorso novembre, con una riduzione graduale del programma di acquisto di titoli che dovrebbe concludersi a marzo in concomitanza con il primo rialzo atteso (dei quattro previsti) del tasso di interesse di riferimento. Dall’altra sponda dell’Atlantico, i tassi di policy dell’Eurozona dovrebbero rimanere ancora invariati, mentre proseguirà – in parte – il piano di acquisti.⁵ La divergenza tra la politica monetaria statunitense e quella europea (Fig. 4A) riflette diversi livelli di tassi di inflazione generalizzata e “di fondo” (ossia depurata dai beni più volatili, come energia e alimentari)⁶ e differenti condizioni del mercato del lavoro; l’apprezzamento del dollaro rispetto all’euro è un segnale evidente di tale divergenza. In molti Paesi emergenti le autorità monetarie hanno già iniziato ad aumentare i tassi di interesse (Fig. 4B), nel duplice tentativo di contrastare le pressioni inflazionistiche e il potenziale deflusso di capitali (a eccezione della Cina, che ha implementato una manovra moderatamente espansiva). Nel complesso le condizioni finanziarie globali rimangono al momento distese, anche in virtù del livello storicamente molto basso dei tassi di interesse di partenza.

Figura 4A. Tassi di interesse di breve periodo, Stati Uniti vs Eurozona (%)



Fonte: Oxford Economics (gennaio 2022)

Figura 4B. Tassi di interesse di politica monetaria nei Paesi emergenti (%)



Fonte: Banca Mondiale *Global economic prospects* (gennaio 2022)

4 Non si può escludere tuttavia uno scenario alternativo peggiorativo, basato sull’ipotesi di strozzature dal lato dell’offerta più persistenti (ma comunque limitate al 2022) e a cui è associata una probabilità di accadimento moderata seppur non trascurabile: in questo caso, la crescita del Pil mondiale e del volume del commercio internazionale di beni risulterebbero, come prevedibile, marcatamente inferiori (rispettivamente, +2,5% e +2,9%). Un altro plausibile scenario alternativo, con una probabilità di accadimento più contenuta, è basato invece su ipotesi peggiorative riguardo le condizioni di domanda, con un aumento dei prezzi al consumo spinto da un rialzo delle aspettative di inflazione e da una ripresa debole della partecipazione al mercato del lavoro: anche in questo caso, la crescita del Pil mondiale e del volume del commercio internazionale di beni sarebbero impattati negativamente, seppur in misura minore (rispettivamente, +3,0% e +3,6%).

5 A seguito dell’incontro di politica monetaria di febbraio, la Presidente della Bce Christine Lagarde ha confermato il mantenimento degli attuali tassi interesse, sebbene i mercati finanziari stiano già prezzando un rialzo entro la fine dell’anno. È stata confermata anche la conclusione del Programma di acquisto per l’emergenza pandemica entro marzo, a cui si contrapporrà un’estensione dell’*Asset purchase programme*.

6 Per un approfondimento si rimanda al SACE, “L’inflazione è tornata... per restare? Brevi considerazioni tra ripresa, catene globali e materie prime”, Focus On, dicembre 2021.

Il rischio principale di tassi di interesse più alti riguarda la sostenibilità del debito, soprattutto per i Paesi emergenti e meno sviluppati che dipendono fortemente dal finanziamento esterno e sono quindi più vulnerabili a variazioni di questo tipo. Il debito mondiale ha raggiunto livelli elevati, circa 296 mila miliardi di dollari alla fine del terzo trimestre 2021, sebbene sia risultato in calo in rapporto al Pil scendendo al 350%⁷. L'impennata nei livelli riflette il marcato incremento di indebitamento pubblico e privato (specialmente lato imprese), osservato in particolare nel 2020. Nel frattempo, però, gli spazi per manovre fiscali espansive si stanno fortemente riducendo, esponendo i governi di alcune economie meno sviluppate al rischio di stress finanziario, a causa delle crescenti difficoltà di onorare i costi dell'indebitamento (vd. Box 1). Lato imprese, le previsioni del *consensus* indicano un ritorno delle insolvenze globali ai livelli pre-pandemici nel corso di quest'anno, dopo essere state di fatto "congelate" nel biennio passato grazie alle misure straordinarie di supporto fiscale e normativo (in particolare, per l'area Subsahariana, vd. Box 2).

Box 1

CAMBIO DI ROTTA DELLA FED: LE ONDE ARRIVANO NEI PAESI EMERGENTI

Secondo l'Economist, il "*global interest bill*", ossia l'ammontare totale degli interessi sul debito (pubblico e privato) delle maggiori 58 economie mondiali, è stato pari a 10,2 trilioni di dollari nel 2021, equivalente al 12% del Pil mondiale⁸. È una cifra *monstre*, sebbene inferiore ai livelli ancora più alti registrati negli anni Ottanta, destinata a crescere ulteriormente a fronte degli effetti del riorientamento delle politiche monetarie delle principali banche centrali, come la Fed statunitense. In base alla loro simulazione, infatti, un aumento di un punto percentuale dei tassi globali nei prossimi tre anni farebbe lievitare, entro il 2026, il conto degli interessi a 16 trilioni di dollari, pari al 15% del Pil mondiale previsto; se le banche centrali fossero costrette ad azioni più drastiche per combattere un'inflazione più persistente, un aumento di 2 punti percentuali corrisponderebbe a un costo per interessi di 20 trilioni di dollari (18% del Pil mondiale previsto).

Queste dinamiche hanno evidentemente particolare rilevanza sulla sostenibilità debitoria dei Paesi emergenti. Il debito delle imprese non finanziarie in questi mercati è, infatti, più che triplicato tra il 2010 e la prima metà del 2021, passando da 12,2 a 37,5 miliardi di dollari (dal 69% al 100% in termini di Pil⁹) (Fig. A), dopo aver registrato un rallentamento nel quadriennio 2016-2019. Tale accelerazione è imputabile prevalentemente agli interventi dei governi che, in diversa misura, hanno garantito alle imprese domestiche la liquidità necessaria a fronteggiare gli effetti della crisi pandemica.

⁷ IIF, *Global Monitor*, novembre 2021. Secondo l'IIF, per i mercati maturi (che rappresentano circa il 70% del debito globale) si inizia a registrare una riduzione soprattutto nell'Area dell'euro e in Giappone. In controtendenza i mercati emergenti, dove il livello del debito continua a crescere nonostante i bassi costi di finanziamento e i minori disavanzi di bilancio (attestandosi nel terzo trimestre al livello record di 92,5 miliardi di dollari). L'aumento dei mercati emergenti si è concentrato in Cina, senza la quale il livello si attesterebbe a 36,4 miliardi di dollari, "solamente" 3,6 miliardi di dollari in più rispetto al livello di fine 2019.

⁸ The Economist, *The global interest bill is about to jump*, 5 febbraio 2022.

⁹ Rapporto calcolato utilizzando i tassi di cambio espressi in *Purchasing Power Parity* (PPP).

Figura A. Stock di debito contratto dalle imprese non finanziarie dei mercati emergenti



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali

Crescenti livelli di indebitamento implicano una maggiore attenzione dei mercati internazionali verso lo stato di salute delle imprese dei Paesi emergenti: nel 2021 alcuni settori economici, tra l'altro con eterogeneità abbastanza elevata tra le geografie, non hanno vissuto la tanto attesa ripresa, ed è pertanto verosimile che diversi *corporate* si trovino in una situazione finanziaria peggiore rispetto a quella pre-pandemia. Oltre alle condizioni specifiche del proprio mercato di appartenenza, la solvibilità delle imprese dei mercati emergenti dipende anche dalle condizioni finanziarie mondiali che, dopo la crisi del 2008, sono rimaste, in generale, molto generose in un contesto di bassa inflazione e crescita relativamente debole. Il forte incremento dei prezzi osservato nel 2021 (ed ancora a inizio anno, con +7,5% registrato negli Stati Uniti in gennaio) sembra, però, porre fine a questo lungo periodo di politica monetaria accomodante, con la Fed che – come già ricordato – ha annunciato, per il prossimo marzo la fine del *Quantitative easing* cui seguirà, con elevata probabilità, il primo rialzo dei tassi americani dal 2018.

Riducendo la liquidità globale e l'appetito degli investitori internazionali, il nuovo orientamento della politica monetaria statunitense può influenzare negativamente la capacità delle imprese nei mercati emergenti di rimborsare le proprie passività attraverso diversi canali: a parità di altre condizioni, un incremento del *policy rate* americano rappresenta uno shock negativo nei mercati emergenti, causando un deflusso di capitali, una riduzione dei corsi azionari e un incremento del costo del debito; peggiorando le condizioni di liquidità, un rialzo dei tassi americani fa anche aumentare il rischio di *roll-over* delle passività delle società non finanziarie nei mercati emergenti, specialmente per la porzione denominata in valuta estera (un aumento dei tassi USA è, infatti, solitamente correlato a un maggior valore del dollaro *vis-à-vis* con le valute dei mercati emergenti).

La relazione tra politica monetaria americana e probabilità di insolvenza *corporate* nei mercati emergenti trova conferma empirica in un recente studio di Asis, Chari e Haas¹⁰, i quali dimostrano oltretutto

¹⁰ Asis, G., Chari, A. e Haas, A., *In Search of Distress Risk in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 27213, maggio 2020. Lo studio utilizza un nuovo dataset contenente informazioni su oltre 60.000 imprese quotate in 119 mercati dal 1990 al 2016.

come tale effetto risulti rafforzato per quelle imprese con un maggior livello di sensibilità¹¹ alle variazioni delle condizioni finanziarie globali. Secondo gli autori, a un rialzo del *Fed fund rate* di 1,8 punti percentuali corrisponde un incremento medio della probabilità di insolvenza di 0,011 p.p. (o un aumento dell'11%, essendo la probabilità di default del campione analizzato uguale a 0,1%). In uno scenario base, applicando queste stime all'incremento del tasso atteso nel 2022 di 1 p.p. – in quattro rialzi da 0,25 p.p. – la probabilità di insolvenza dei *corporate* nei mercati emergenti aumenterebbe di 0,006 p.p. (o di circa il 6%).

Ad aggravare un quadro dei rischi già complesso, la pesante escalation della crisi russo-ucraina, con potenziali impatti negativi sulla fornitura di gas russo – da cui dipende soprattutto l'Europa – e di conseguenza sui prezzi già alti. Ciò accade peraltro in una fase politica delicata per alcuni Paesi europei, dal Regno Unito (dove la credibilità della leadership è in discussione) alla Francia (alle prese con le elezioni presidenziali in aprile) alla Germania (dove il neo-governo deve ancora rafforzare il suo consenso). Non da meno, la controversia riguardo l'indipendenza di Taiwan dal governo di Pechino rischia di compromettere, ulteriormente, i rapporti tra Cina e Stati Uniti (dove peraltro si profila un'elezione mid-term "rischiosa" per l'attuale amministrazione). Anche nel continente africano il clima politico è fortemente instabile, con un'escalation di recrudescenze e colpi di Stato avvenuti fra fine 2021 e inizio 2022 (ultimo in ordine cronologico quello in Burkina Faso, infra pag. 22).

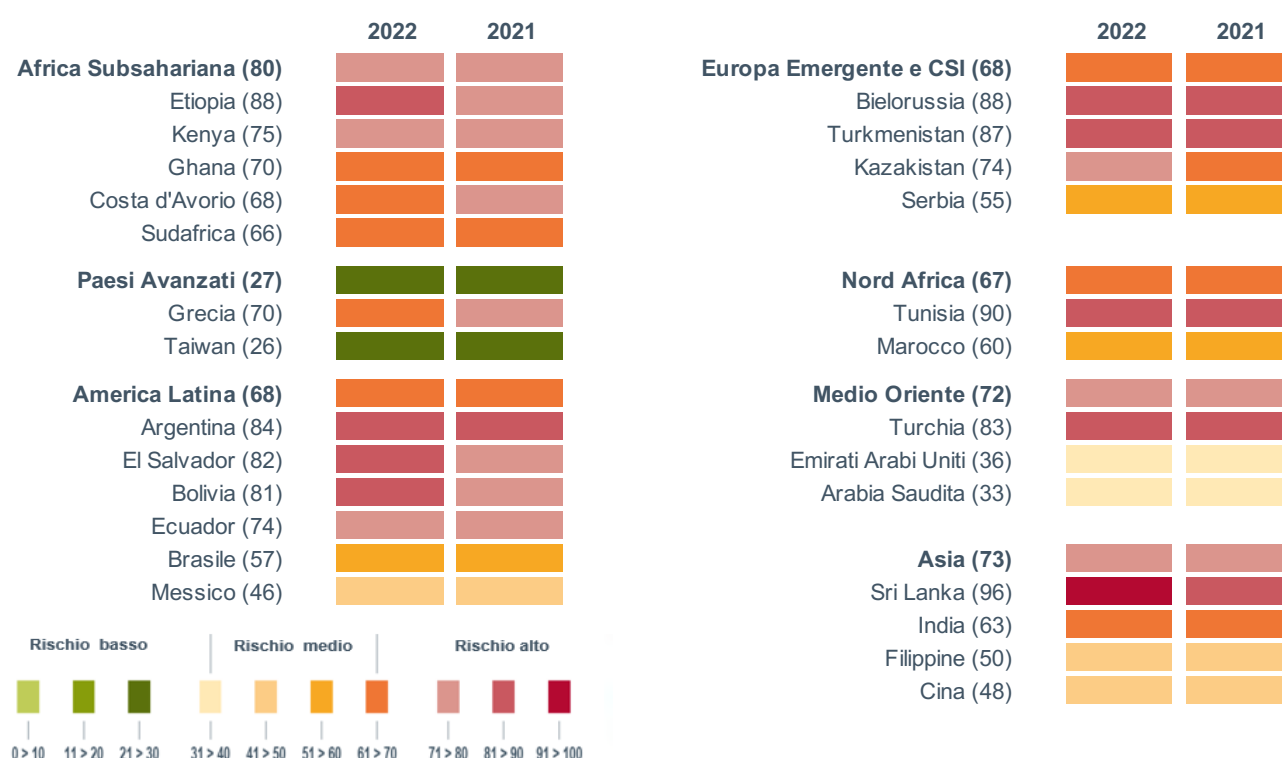
Sullo sfondo – complice il perdurare di in un clima di incertezza ancora elevata circa la pandemia – rimangono l'aumento della povertà e delle disuguaglianze sociali e acquistano sempre più rilevanza le tematiche relative alla lotta al cambiamento climatico e alla connessa sfida della transizione energetica; questi argomenti, come avremo modo di spiegare in maniera più esaustiva nel prosieguo, sono sempre più al centro dei processi decisionali e di valutazione dei rischi.

¹¹ Identificate come quelle con Beta negativo superiore, calcolato coerentemente alla teoria sottostante il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Rischi: quando stabilità non è indice di (migliore) qualità

I risultati della Mappa dei Rischi 2022¹² evidenziano una diffusa stabilità nei livelli di rischio globale, senza mostrare tuttavia l'auspicata inversione di tendenza dopo i marcati incrementi dello scorso anno. Il profilo di rischio del credito delle varie aree geografiche è rimasto sostanzialmente invariato quest'anno, mostrando una generale continuità con il 2021 e confermando il divario tra le fragilità dei Paesi emergenti e la maggiore solidità di quelli avanzati (Fig. 5).

Figura 5. Rischio del credito: aree geografiche e Paesi selezionati



Nota: In parentesi è riportata la media del rischio di credito; 0=rischio minimo; 100=rischio massimo.

Fonte: SACE

La fotografia dei rischi del credito nel 2022 rimane pertanto relativamente immutata. Permane la differenziazione già presente tra Paesi che hanno affrontato l'emergenza sanitaria partendo da una posizione più debole, con conseguenti deterioramenti del quadro creditizio (in parte mitigati, ove possibile, dai programmi di

¹² 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.

sostegno delle Istituzioni Finanziarie Internazionali - IFI - come Fmi e Banca mondiale) e Paesi invece partiti con un quadro economico e politico più robusto. Il perdurare dell'emergenza sanitaria ha reso necessario il mantenimento di quei provvedimenti già avviati nel biennio precedente da parte dei governi, a sostegno di famiglie e imprese, con impatti significativi sulle finanze pubbliche.

Nel perimetro dei Paesi avanzati il profilo creditizio resta sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente, senza segnali di ripresa, ma anche al riparo da ulteriori peggioramenti nonostante il contesto ancora difficile. Il protrarsi della pandemia non consente ai Paesi di muoversi in una direzione di consolidamento dei conti pubblici, seppure alcuni tra quelli relativamente più fragili l'anno scorso comincino a presentare una timida inversione di marcia negli score del rischio sovrano (**Grecia**). La *longa manus* del Covid-19 per le società non finanziarie di alcuni Paesi rende ancora difficile agganciare la ripresa (**Austria, Irlanda, Israele**). Per i sistemi bancari dei Paesi avanzati si conferma invece una maggior resistenza, grazie anche al rafforzamento delle politiche macro prudenziali, con risultati visibili anche nei contesti a maggiore incertezza nella fase pre-pandemica (**Regno Unito, Spagna**).

Le geografie che, già alla vigilia della crisi pandemica, presentavano fondamentali macroeconomici deboli o una traiettoria del debito pubblico in rapida crescita, si sono ritrovate ad affrontare ingenti fabbisogni finanziari con risorse limitate e si sono rivelate, quindi, particolarmente vulnerabili in termini di rischio del credito. È il caso di Paesi come il **Ghana** (con una media del rischio di credito pari a 70), dove il repentino incremento dei rendimenti sugli Eurobond a partire dal secondo semestre del 2021 - con spread rispetto agli analoghi titoli statunitensi superiori ai 1.100 punti base - è la spia più evidente della fragilità della situazione debitoria. La difficile governabilità di un Paese il cui esecutivo non gode di una maggioranza parlamentare rischia di rallentare o impedire il consolidamento dei conti pubblici, necessario per contenere la crescita di un debito superiore all'80% del Pil, con un rischio di liquidità in significativo aumento (vd. Box 2). La regione Subsahariana anche quest'anno presenta diversi casi in cui il quadro delle finanze pubbliche si riflette negativamente sugli score dei rischi di credito delle componenti corporate e bancarie: ad esempio il **Kenya** (da 71 a 75) si avvicina alle incerte elezioni presidenziali del prossimo agosto con un'economia duramente colpita dagli effetti della pandemia sul settore turistico, una situazione debitoria deteriorata e dei conti con l'estero strutturalmente fragili. A conferma che il tema debitorio non sia un fattore caratterizzante la sola area Subsahariana, si riscontra un netto peggioramento anche per lo **Sri Lanka** (da 86 a 96), Paese in cui le politiche espansive del governo Rajapaksa, a fronte dell'incremento rapido dell'onere debitorio, stanno mettendo a rischio la capacità di rimborsare le proprie passività nel breve termine; gli ampi deficit fiscali e il mancato rinnovamento del contesto operativo, che sta ponendo un freno all'afflusso di investimenti esteri, sono all'origine del peggioramento del rischio nelle **Filippine** (da 48 a 50), Paese per il quale l'attrazione di capitali stranieri resta un elemento chiave di sostenibilità finanziaria. Le dinamiche del debito pubblico rimangono al centro anche della delicata situazione dell'**Argentina** (il cui score relativamente migliorato passando da 87 a 84, rimane comunque elevato) che si trova di fronte a un nuovo snodo cruciale alla luce dell'accordo con il Fmi che, qualora definitivamente approvato, potrebbe spingere il Paese verso un consolidamento dei conti pubblici anche se, per ritrovare un percorso di crescita più continuo, sarebbero necessarie riforme strutturali quali, per esempio, quella del mercato del lavoro e del sistema pensionistico, a lungo auspiccate dallo stesso Fmi, ma che difficilmente prenderanno forma prima delle elezioni presidenziali del 2023.

Box 2

AFRICA E DEBITO: UN MURO DI EUROBOND DA SUPERARE PER LE ECONOMIE SUBSAHARIANE

Per il Ghana, il 2022 si è aperto con una massiccia ondata di vendite dei propri Eurobond¹³. L'aumento del rendimento (con picchi fino al 14%) dei titoli ghanesi emessi sui mercati internazionali dei capitali riflette uno scrutinio più attento degli investitori, complice una legge di bilancio 2022 ritenuta troppo ottimista nelle previsioni di rientro dagli elevati deficit fiscali degli ultimi anni, a fronte di un debito pubblico che il Fmi ha definito sostenibile solo in presenza di un ambizioso piano di consolidamento fiscale. L'elemento caratterizzante è che si tratta di un'ondata di vendite non innescata da sviluppi avversi dei fondamentali economici ma, verosimilmente, da una maggiore percezione di vulnerabilità alla politica monetaria restrittiva della Fed (come già visto nel Box 1).

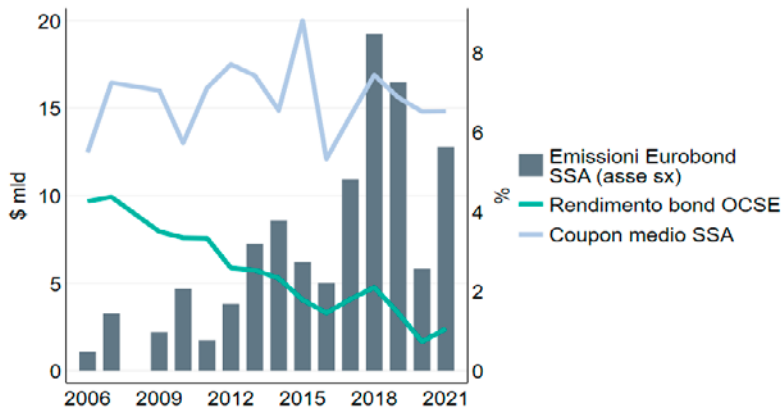
Il ricorso agli Eurobond è diventato sempre più centrale nella strategia di finanziamento per diversi Paesi subsahariani negli ultimi anni. I fattori che hanno contribuito a questa tendenza sono diversi: positive prospettive di crescita, bassi livelli di indebitamento dopo le iniziative di cancellazione del debito, un generale miglioramento della qualità e tempestività delle statistiche ufficiali e dei dati macroeconomici, il sempre più frequente ricorso a *rating* esterni. Fattori necessari ma che non sarebbero stati sufficienti, senza un contesto di tassi storicamente bassi che stimolassero la ricerca di rendimenti più elevati in mercati poco esplorati e con un'esperienza di pagamento limitata. Negli scorsi dieci anni, i Paesi subsahariani hanno emesso Eurobond per circa \$92 miliardi, con un'esplosione nella seconda metà dello scorso decennio e un picco di poco meno di \$20 miliardi nel 2018. La quota degli Eurobond sul debito estero sovrano è aumentata dal 6% nel 2000 al 32% nel 2019, pari all'8% del Pil della regione, con una temporanea battuta d'arresto dovuta alla crisi pandemica e all'effettiva chiusura dei mercati internazionali nel 2020, che ha indotto i governi a guardare principalmente ai prestiti d'aiuto e multilaterali per finanziare la spesa sanitaria e i programmi di stimolo all'economia. La crescita dell'incidenza degli Eurobond sul debito estero sovrano è ancor più notevole se si considerano gli effetti sull'Africa Subsahariana della strategia di *"going out"* di Pechino, che tra il 2000 e il 2019 ha erogato finanziamenti per complessivi \$147 miliardi¹⁴.

Il crescente ricorso ai mercati internazionali non è stato indolore per le finanze pubbliche. I dati mostrano infatti come il rendimento medio degli Eurobond africani sia rimasto elevato e sostanzialmente slegato da quello, discendente, osservato sui titoli dei Paesi OCSE (Fig. A).

13 Gli Eurobond sono titoli di debito pubblico emessi in valuta diversa da quella del Paese emittente. Degli Eurobond emessi dai Paesi subsahariani e attualmente in circolazione, l'86% è denominato in dollari e il resto in Euro.

14 Fonte: Johns Hopkins University, "China Africa Research Initiative".

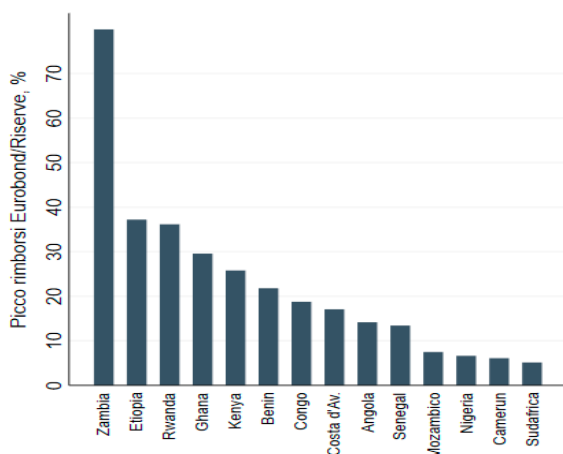
Figura A. Emissioni (asse sx) e rendimenti degli Eurobond subsahariani e OCSE (asse dx)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Thomson Reuters, Oxford Economics

La pandemia avrà effetti persistenti sul *rating* sovrano della maggior parte dei Paesi, dopo l'ondata di *downgrade* registrata negli scorsi due anni. Alle pressioni al rialzo sul premio per il rischio dovute a questi deterioramenti dei rating, si aggiungerà il venire meno dell'era dei tassi zero; le economie subsahariane si ritrovano pertanto in una posizione di particolare vulnerabilità. Inoltre, all'annuncio nello scorso novembre di un graduale disimpegno di Pechino (i controversi finanziamenti erogati in Africa dovrebbero ridursi di circa un terzo), si unisce il possibile rallentamento del supporto multilaterale: il Fmi ha approvato finanziamenti non emergenziali per una cifra record di \$9,7 miliardi nel 2021, rispetto a una media annua di \$1,8 miliardi nel decennio precedente alla crisi; nove Paesi, tra cui Angola, Costa d'Avorio e Nigeria, hanno una posizione debitoria nei confronti del Fmi almeno pari al 100% della quota spettante al Paese, con poche prospettive di ulteriori finanziamenti. Il tutto alla vigilia del cumulo dei rimborsi, anche sulle quote capitali, degli Eurobond emessi negli ultimi anni, che raggiungeranno un picco superiore ai \$12 miliardi nel 2024-2025. Per molti Paesi, si tratta di cifre significative: al netto dello Zambia, insolvente da fine 2020 e in procinto di ristrutturare il debito estero, i rimborsi eccederanno il 20% delle riserve in valuta in Etiopia, Rwanda, Ghana, Kenya e Benin, rappresentando quasi il 40% del totale del servizio sul debito estero dei paesi coinvolti (Fig. B).

Figura B. Picco dei rimborsi sugli Eurobond (2022-2031) in rapporto alle riserve in valuta nel 2021



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Thomson Reuters, Oxford Economics

Non stupisce che, in queste condizioni, i Paesi subsahariani stiano ripensando la propria strategia di indebitamento, tra strumenti finanziari vecchi e nuovi. Il Ghana ricomincia a guardare ai finanziamenti bancari, sperando di spuntare condizioni migliori di quelle ottenibili dal mercato dei capitali. Il Benin, invece, ha fatto ricorso nel 2021 all'emissione del primo bond SDG africano, i cui proventi saranno utilizzati per progetti di sviluppo sostenibili. Altri meccanismi, più ambiziosi, sono allo studio in sede multilaterale. Tra questi, particolare interesse ha destato la "Liquidity and Sustainability Facility" (LSF), annunciata nell'ambito della Cop26 dall'UNECA (Commissione economica per l'Africa dell'ONU), che mira a iniettare fino a \$30 miliardi di liquidità nelle casse dei paesi africani a tassi inferiori a quelli di mercato, attraverso un fondo alimentato da parte degli SDR¹⁵ distribuiti alle economie sviluppate nel 2021 dal Fmi.

Sebbene le contromisure al deterioramento delle condizioni finanziarie richiedano, come la LSF, uno sforzo negoziale e una volontà politica comune, lo scenario di una crisi di liquidità e di default sugli Eurobond emessi dalle economie subsahariane resta ancora poco probabile. I progressi nella gestione delle finanze pubbliche e le riforme strutturali intraprese da vari paesi (il miglior esempio in tal senso è l'Angola) potrebbero continuare a premiare gli esempi virtuosi, alleviando le pressioni derivanti dal contesto finanziario globale sfavorevole. Superare lo scoglio dei prossimi rimborsi sarà tuttavia fondamentale per guadagnare credibilità agli occhi degli investitori e ridurre quello che alcuni definiscono "il premio per il rischio africano"¹⁶.

Seppure con dinamiche sostanzialmente diverse e partendo da livelli di rischio del credito più contenuti, la presenza di un debito in crescita è alla base del deterioramento del rischio della **Cina** (da 44 a 48): gli eventi di default che hanno interessato alcuni tra i principali gruppi immobiliari cinesi negli ultimi mesi del 2021 hanno, infatti, riportato l'attenzione su una delle criticità del modello di sviluppo del Paese, che ha permesso l'accumulazione di elevati livelli di debito da parte del settore delle imprese non finanziarie (il cui rischio del credito è passato da 56 a 63), per le quali è attesa una minor tutela da parte del governo, sempre più deciso a ridurre gli squilibri finanziari attraverso una regolamentazione più attenta e una migliore disciplina (riducendo anche i salvataggi aziendali a opera dello Stato).

Nell'ambito della sostenibilità del debito delle società non finanziarie, la Banca mondiale nel suo ultimo World Development Report ha mostrato come un eventuale shock del 30% degli utili pre-crisi determinerebbe un aumento del rischio di insolvenza nei settori corporate di diversi Paesi emergenti, siano essi economie a medio-basso reddito (ad esempio la Tanzania e il Ghana che presentano un debito delle imprese non finanziarie pari al 96,6% e al 52,6%, rispettivamente), a medio-alto reddito (come il Montenegro con il 74,5%) o ad alto reddito (ad esempio l'Arabia Saudita, 62,9%)¹⁷.

Resta più complessa la situazione di Paesi in cui l'epidemia e i suoi impatti hanno esacerbato le criticità preesistenti sia a livello economico che politico. La **Bolivia** (da 79 a 81) ha affrontato la pandemia all'indomani di tornate elettorali convulse e con un assetto istituzionale tuttora fragile e solo parzialmente in grado

¹⁵ Diritti speciali di prelievo, moneta di conto del Fmi.

¹⁶ Fofack, "The ruinous price for Africa of pernicious 'perception premiums'", Africa Growth Initiative, Brookings Institution, ottobre 2021.

¹⁷ M. Wolf, *The looming threat of long financial Covid*, Financial Times, 22 febbraio 2022.

di recuperare i danni inferti dall'emergenza sanitaria al Paese più povero del Sud America. Il **Turkmenistan** (anche se in riduzione da 90 a 87) continua a scontare la scarsa diversificazione economica e la sostanziale chiusura verso i mercati esteri, ulteriormente acuita dalla pandemia che ha di fatto congelato i segnali incoraggianti, seppure discontinui, che il Paese aveva mostrato prima del 2020.

La situazione economica di alcuni Paesi è altresì compromessa da criticità di natura più prettamente politica, con ripercussioni sulla stabilità del sistema bancario e del tessuto delle imprese. Nonostante un solido quadro fiscale e di riserve valutarie, le sanzioni imposte da numerosi Paesi a seguito della crisi con l'Ucraina ostacolano - se non impediscono del tutto - i pagamenti nelle relazioni commerciali con l'estero, impattando di conseguenza il rischio di credito delle controparti pubbliche e private della **Russia** (passata da 62 a 70). Gli effetti della crisi in corso si riflettono in maniera altrettanto evidente anche sul rischio di credito dell'**Ucraina** (da 81 a 90). Una situazione politica tesa continua ad affossare le prospettive economiche di geografie come il **Myanmar** (da 88 a 97), dove il persistente scontro tra forze democratiche e militari ha generato una crisi – anche umanitaria – che per ora non sembra destinata a esaurirsi, così come l'**Afghanistan** (da 92 a 97), Paese in cui il ritorno delle forze talebane ha compromesso il supporto economico della comunità internazionale.

Si registra un ulteriore peggioramento del rischio creditizio anche in Paesi con un potenziale positivo, che risente, tuttavia, dell'influenza negativa del contesto politico: la presenza di un assetto istituzionale frammentato e l'incapacità di adottare misure macroeconomiche adeguate ai contesti avversi sono all'origine dell'aumento della rischiosità di Paesi come il **Libano** (fisso a 100), dove un debito fuori controllo e una crisi politica sistemica hanno avviato quella che la Banca Mondiale ha definito la più grave crisi finanziaria degli ultimi due secoli; in **Iraq** (da 91 a 92) il persistente stallo governativo ha polarizzato i conflitti politici ed etnico/religiosi interni, bloccando l'agenda politica e l'adozione di riforme; l'**Etiopia** (da 75 a 88), dove il conflitto tra forze governative e i secessionisti del Fronte popolare di liberazione del Tigray (TPLF) sta determinando impatti negativi sull'economia, sulla popolazione e sulle già deboli finanze pubbliche, interrompendo di fatto i progressi della ristrutturazione del debito estero ai sensi del "*Common Framework*" delineato in sede G20; in **Tunisia** (da 86 a 90), la crisi istituzionale non solo ha acuito le fragilità collegate all'elevato debito e la recessione collegata al Covid-19, ma ha di fatto sospeso le relazioni con le IFI, elemento chiave della sostenibilità finanziaria del Paese.

Soffrono un deterioramento del rischio di credito anche quei Paesi penalizzati non solo dalle performance macroeconomiche e da tensioni politiche interne, ma anche da instabilità politica sul fronte estero, come la **Bielorussia** (da 82 a 88): alla dura repressione delle manifestazioni di dissenso verso l'assetto politico autoritario, sono seguite sanzioni internazionali mirate a colpire non solo singoli esponenti, ma anche settori cruciali per l'economia. Un caso in parte simile per gli impatti della politica sulla stabilità economica, seppure con caratteristiche peculiari, è quello della **Turchia** (da 82 a 83), dove la gestione del presidente Erdogan ha esacerbato alcune criticità strutturali del Paese acuite da un contesto geopolitico di tensione (vd. Box 3).

Box 3

TURCHIA: QUANDO IL DEBITO NON È TUTTO

Dopo la grande crisi del 2001 che vide, per l'ultima volta, coinvolto anche il Fmi attraverso un piano di salvataggio da circa \$11 miliardi, la Turchia aveva cambiato marcia e nel giro di un decennio si era trasformata in uno tra i più promettenti mercati emergenti. La spinta riformatrice dei governi a guida Erdogan (primo ministro tra il 2003 e il 2014) si è però esaurita e ha lasciato il posto a una forma di presidenzialismo di ispirazione nazionalista e populista che ha imposto la sua influenza nell'economia turca, fino a compromettere le più importanti istituzioni del Paese, nonché lo stato dell'economia nazionale.

Lo stato dei conti e il livello di indebitamento dello Stato sono parametri essenziali per valutare il profilo del rischio di credito di un Paese, soprattutto nei confronti di controparti sovrane e pubbliche. Ma è condizione necessaria, seppur non sufficiente. A volte ci sono altri elementi che fanno aumentare la rischiosità, anche a livello politico, nonostante i conti pubblici mostrino una discreta condizione di salute.

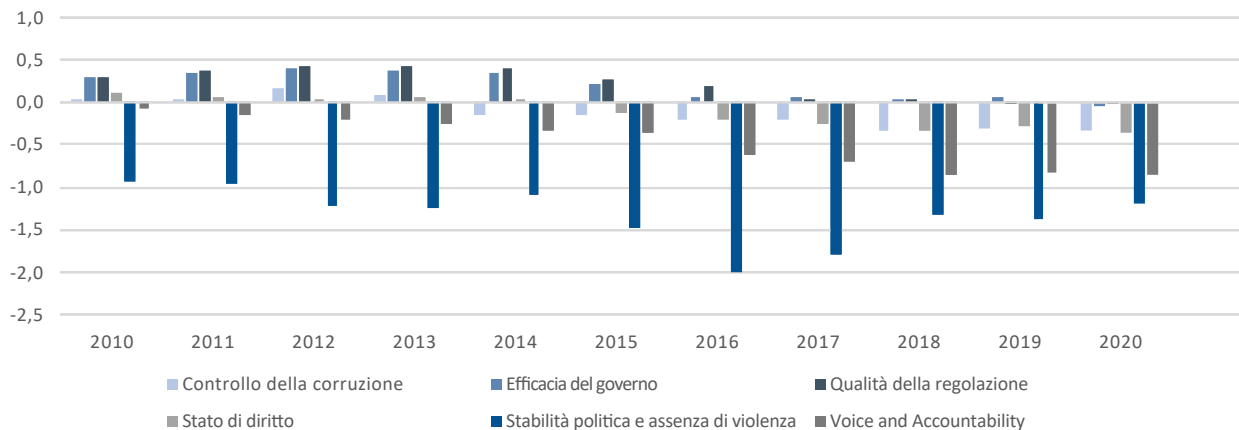
È il caso della **Turchia**. A guardare i classici indicatori di debito il Paese mostra una certa solidità: debito pubblico pari a circa il 40% del Pil e deficit fiscale pari a circa il 4% del Pil.

Quello che pesa sul profilo di rischio di Ankara è la volatilità di mercato a cui è soggetta ormai da tre anni: la lira è sotto pressione e ha subito un processo di deprezzamento costante con alcune fasi di picco, come accaduto negli ultimi mesi del 2021. Questo è un elemento essenziale per valutare sia il rischio di credito sia il rischio di trasferimento e convertibilità valutaria, poiché **l'intera economia turca, pubblica ma soprattutto privata, presenta un grado di indebitamento con l'estero elevato**. Più della metà del debito pubblico è, infatti, denominato in valuta forte e, con un debito estero complessivo pari al 63% del Pil. Le imprese e le banche del Paese hanno una buona parte delle passività denominate in valuta estera, il cui rinnovo dipende quindi dalla fiducia che i creditori ripongono nell'economia turca; un peggioramento del *sentiment* dei mercati ha come conseguenza una maggiore difficoltà nel rinnovare i prestiti con l'estero. E negli ultimi anni il clima di mercato si è deteriorato; gli stessi cittadini turchi ripongono minore fiducia nella valuta locale, considerato che il 65% dei loro depositi bancari è in dollari o euro.

Ma da cosa è determinata questa volatilità? Il tutto può essere riconducibile a due elementi: **un sostanziale problema di governance¹⁸ e credibilità delle istituzioni del Paese e il corso degli eventi geopolitici** (Fig. A). Il deterioramento della qualità delle istituzioni limita, infatti, la capacità del governo di reagire tempestivamente agli shock esogeni (come si sta verificando in questo momento), ponendo in essere politiche economiche che non aiutano a fronteggiare efficacemente la crisi.

¹⁸ Secondo i dati Banca Mondiale tutti gli indicatori di governance mostrano un peggioramento negli ultimi 10 anni e secondo il World Justice Project, che misura il livello di rispetto dello stato di diritto nei Paesi, la Turchia si posiziona nel 2021 al 117° posto (su 139 Paesi classificati).

Figura A. Una governance sempre più debole (punteggi, standard normal units)



Nota: gli indicatori si muovono in un intervallo -2,5; +2,5 dove il minimo e il massimo rappresentano, rispettivamente una bassa e un'alta qualità di governance.

Fonte: Elaborazioni SACE su dati Banca Mondiale - Worldwide Governance Indicators (WGI)

La valuta locale ha subito pressioni al ribasso in due diverse tipologie di evento: l'introduzione di misure di politica economica (in particolare monetaria) poco giustificabili e "in contrasto con la moderna dottrina economica" e le tensioni diplomatiche con partner esteri (USA e Ue). Le frequenti dichiarazioni del presidente Erdogan hanno acuito l'incertezza percepita dai mercati.

Negli ultimi mesi del 2021, in particolare, il continuo allentamento monetario (caso unico a livello globale) anche in condizioni di una crescente inflazione - che a gennaio 2022 ha registrato il record degli ultimi venti anni raggiungendo quasi il 50% (ma con gli indici dei prezzi alla produzione cresciuti del 94%) - hanno causato un ulteriore deprezzamento della valuta: nel 2017 occorrevo meno di 4 lire turche per comprare 1 USD, oggi ne servono quasi 14. I tassi di interesse sono al 14% con un'inflazione stabilmente sopra il 30%, che si traduce in rendimenti reali negativi per gli investimenti in valuta locale.

La determinazione del presidente di continuare a perseguire queste politiche (da leggersi anche nei continui cambi ai vertici delle principali istituzioni del Paese come Banca Centrale e Ministero delle Finanze) ha portato le agenzie di rating a porre a dicembre 2021 l'outlook negativo sul Paese e gli analisti a pensare che il circolo vizioso deprezzamento/inflazione non abbia raggiunto l'apice. Si prevede un'inflazione vicina al 40% per i primi mesi del 2022, effetto dell'aumento dei prezzi dell'energia (di cui la Turchia è importatore netto), ma anche dell'inflazione importata (determinata proprio dalla riduzione del valore della lira).

Anche i punti di forza sui quali poteva puntare il Paese, come lo stato dei conti pubblici, cominciano a essere lentamente intaccati: con l'obiettivo di ridurre la dollarizzazione dell'economia, in particolare dei depositi bancari, e alleviare le pressioni sulla valuta locale il presidente ha voluto introdurre una misura che compensi i privati che scelgono di tramutare i depositi in lire dalle perdite derivanti da un eccessivo deprezzamento della valuta. Una misura che sostanzialmente trasferisce sul bilancio pubblico le perdite accumulate dai correntisti con effetti che dipenderanno sia dal tasso di adesione dei correntisti sia dall'andamento del tasso di cambio. Secondo Capital Economics, assumendo

che i tassi di interesse restino fermi al 14%, ipotizzando un tasso di adesione del 70% dei correntisti e un deprezzamento del 40% della lira, il potenziale conto di questa misura per lo Stato sarebbe pari al 3% del Pil. Tale misura quindi farebbe raddoppiare il deficit fiscale dal 4% al 7% del Pil in un arco temporale ridotto.

Queste considerazioni, unite al fatto che la Turchia possiede ancora un margine fiscale per poter fronteggiare nuovi shock, hanno aumentato il livello di rischio del credito sovrano rispetto allo scorso anno (+3 punti a 72). Lo stato di cose pesa anche, e soprattutto, sul rischio di trasferimento e convertibilità valutaria (+7 punti a 82) che risente inoltre del livello ridotto di riserve internazionali detenute dalla Banca Centrale: formalmente pari a \$113 miliardi (di cui circa \$40 miliardi in oro), ma alimentate principalmente dai depositi delle banche commerciali e, per la gran parte da currency swap (che si stimano valere tra i \$50 e i \$60 miliardi). Se per assurdo i contratti derivati non venissero rinnovati in blocco, la Turchia avrebbe riserve liquide in valuta forte utili a coprire qualche settimana di importazioni.

Nel giugno 2023 sono programmate le elezioni politiche e il partito del presidente, AKP, sta subendo una costante erosione dei consensi. Questa prospettiva fa pensare che le politiche economiche “eterodosse” in atto non subiranno un’inversione di tendenza fino alle consultazioni politiche; politiche restrittive drenano consensi, pertanto ci si potrebbe aspettare un anticipo delle elezioni stesse.

La situazione è da un lato complessa e dall’altro critica; i riflessi dal punto di vista di rischio Paese sono chiari, ma è importante anche guardare al potenziale calo delle importazioni italiane nella misura in cui Ankara è un importante mercato di sbocco. La Turchia rappresenta difatti il 1° mercato di destinazione nel medio oriente e nord africa e il 12° a livello mondiale; l’interscambio commerciale con l’Italia è passato dai 18,4 miliardi di euro del 2017 ai 19,3 del 2021, con l’export italiano che nell’anno appena concluso - nonostante il superamento dei livelli pre-pandemia - risulta comunque inferiore del 5,7% rispetto ai livelli di quattro anni fa. **Si teme inoltre che l’andamento dell’inflazione e il rapido deprezzamento della valuta locale degli ultimi mesi possano determinare un’inversione di marcia nella crescita delle nostre esportazioni verso il Paese.**

A fronte delle suddette fragilità del rischio creditizio, la stabilità del rischio di credito globale nel 2022 è essenzialmente frutto di un’ampia ed eterogenea numerosità di Paesi caratterizzati da situazioni economico e finanziarie robuste e che presentano un buon grado di resilienza. L’Arabia Saudita, pur muovendosi in un contesto teso dal punto di vista delle relazioni internazionali (in particolare dopo il caso Kashoggi e per il coinvolgimento nel conflitto in Yemen) mantiene una traiettoria positiva (da 37 a 33), grazie al consolidamento dei conti pubblici e alle ampie disponibilità finanziarie rilanciate dall’incremento dei prezzi delle *commodity* energetiche. Gli elevati corsi degli idrocarburi, uniti al timido recupero dei flussi turistici (favoriti anche da Expo Dubai 2022), sono all’origine del miglioramento degli **Emirati Arabi Uniti** (da 38 a 36), dove permane ancora qualche fragilità legata al settore corporate nell’emirato di Dubai, seppure limitata ad alcuni settori (ad esempio quello immobiliare). L’**India** (da 65 a 63) che appare relativamente più preparata alla convivenza con le nuove varianti del virus grazie a un forte incremento della copertura vaccinale, prosegue nello sforzo di consolidamento, orientato in particolare verso le componenti private e bancarie. Elementi a favore di un outlook positivo provengono dall’incremento degli incentivi fiscali e operativi del governo in settori chiave, come l’automotive (con l’obiettivo di orientare sempre più produzione e consumo verso i veicoli elettrici), i pro-

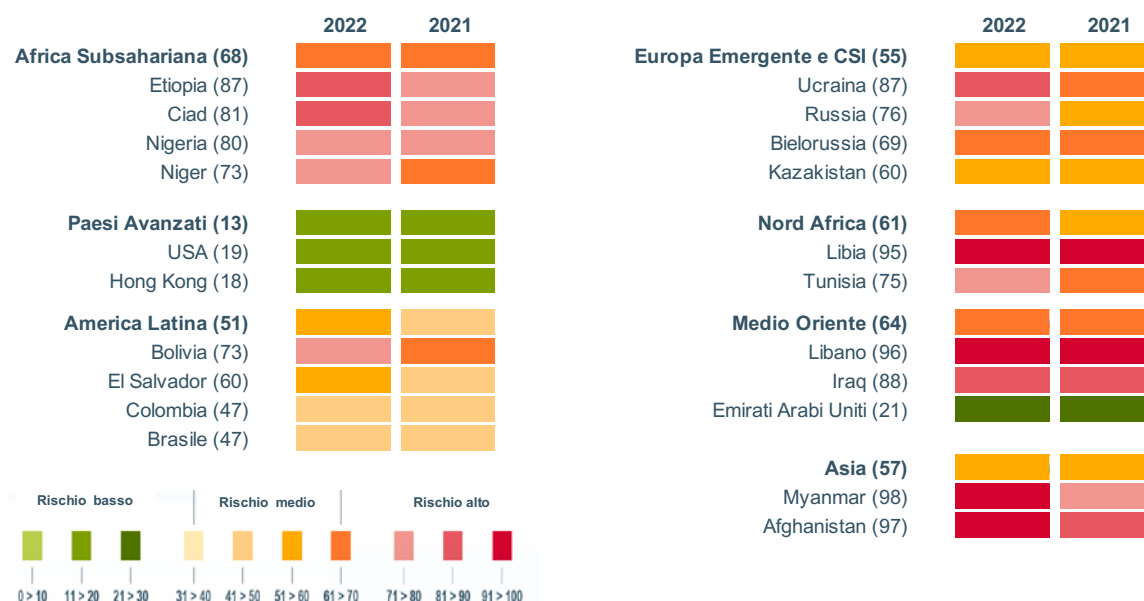
dotti elettronici, la farmaceutica e il tessile, attraverso l'iniziativa *Production Linked Incentive Scheme (PLIS)* e non da ultimo dall'aumento dell'utilizzo di forme di pagamento elettronico e mobile, cresciuto di tre volte dal 2020, aprendo così numerose opportunità di business online. Anche l'ambizioso piano di investimenti in infrastrutture - *National Infrastructure Pipeline (NIP)* - lanciato da Modi nel 2019, è proseguito nel 2021 nonostante la pandemia e potrà creare importanti opportunità commerciali nel Paese, in particolare nel settore delle infrastrutture energetiche, che caratterizza oltre un quarto dei progetti previsti. Stabile il merito creditizio in Paesi che già prima della fase pandemica presentavano conti pubblici in ordine e politiche economiche assennate, come **Perù** (da 41 a 42) e **Marocco** (invariato a 60), dove la solidità istituzionale si sposa con l'effetto benefico della ripresa economica sulle casse dello Stato e del settore privato. Le prospettive economiche marocchine beneficeranno sia della ripresa del turismo e dell'andamento al rialzo dei prezzi dei fertilizzanti, ma anche dei risultati elettorali di ottobre 2021 che hanno restituito un governo più stabile del precedente e con una maggioranza solida; questo contribuisce a velocità ed efficacia delle decisioni del nuovo governo, che ha presentato un piano quinquennale (2021-26) che punta a riforme nel sistema educativo e sanitario, all'attrattività degli investitori esteri ma allo stesso tempo del *"Made in Marocco"* e che prevede un aumento di spesa pubblica, in particolare per investimenti (+13% previsto nel budget 2022).

Non mancano inoltre Paesi che sembrano particolarmente pronti a cogliere le opportunità di ripresa timidamente emerse a inizio 2022. Tra essi **Egitto** (stabile a 78): il Paese, grazie al recupero della domanda globale, alla ripresa degli scambi commerciali e a un timido ritorno del turismo, ha mantenuto una diffusa stabilità degli indicatori del rischio del credito, pur non essendo esente dai rischi collegati a un tasso di inflazione ancora basso e a un valore della lira sopravvalutato rispetto alle indicazioni del Fmi per assicurare una crescita dinamica e sostenibile; **Panama** e **Paraguay** che, nonostante le dimensioni economiche ridotte, hanno mantenuto i bilanci pubblici "in ordine" e creato opportunità di rilancio interno attraverso piani di sviluppo infrastrutturale e produttivo; un iter simile è quello seguito dalla **Serbia** (stabile a 55), in cui il rischio creditizio è rimasto sostanzialmente invariato, ma il percorso di rafforzamento fiscale degli ultimi anni ha consentito al Paese di resistere all'impatto dell'emergenza sanitaria e mantenere un costante impegno riformatore; **Ecuador** (da 78 a 74), dove un cambio di strategia politica mirata a un progressivo, seppure ancora incompleto, consolidamento fiscale e un atteggiamento di maggiore apertura verso gli investitori, stanno creando i presupposti per una maggiore attrazione di capitali esteri; **Taiwan** (da 27 a 26) che affronta il 2022 con un debito in calo rispetto alle previsioni e conti con l'estero in miglioramento grazie al ruolo di primo piano conquistato nel settore dell'elettronica avanzata e, in particolare, nella produzione di semiconduttori di cui è leader mondiale, in un contesto, ovviamente noto, di capacità produttiva globale che fatica a tenere il passo della domanda. Nel continente africano **Benin** e **Costa d'Avorio** si sono confermate nel 2021 tra le realtà più vivaci, in grado di coniugare una rapida crescita economica a una relativa solidità dei conti pubblici, grazie alla congiuntura favorevole dei settori primari e allo sforzo politico per incrementare l'iniziativa privata e attrarre investimenti stranieri, in virtù del costante miglioramento del contesto operativo (ad esempio in Benin sono state potenziate le corti che operano in ambito commerciale e riformato il codice civile in particolare nella gestione dei diritti di proprietà privata; in Costa d'Avorio prosegue la riforma fiscale mirata a incentivare l'afflusso di capitali esteri nei settori strategici). Ancora timide le prospettive del **Messico** (da 47 a 46) e del **Brasile** (invariato a 57), Paesi che mantengono una crescita inferiore al potenziale: il primo infatti ha adottato misure anticicliche troppo limitate nonostante il grande vantaggio degli *spillover* positivi dalla crescita statunitense; il secondo, a causa di una gestione erratica e discontinua della emergenza sanitaria e delle misure di stimolo, registra nuovamente una recessione tecnica inaspettata, complice l'impennata dell'inflazione - a doppia cifra in pochi mesi - e una politica monetaria molto aggressiva da parte della Banca Centrale che ne hanno indebolito la domanda.

Rischi Politici: quando è la violenza a farsi sentire

Il profilo dei rischi politici¹⁹ evidenzia una dinamica asimmetrica rispetto alla rischiosità del credito; in questo caso si registra infatti un ulteriore peggioramento rispetto allo scorso anno, anche se differenziato tra Paesi emergenti e avanzati (Fig. 6). Tale deterioramento, seppur lieve, è ascrivibile sostanzialmente alla componente della violenza politica nella quasi totalità delle aree geografiche. Questa tendenza non stupisce se si pensa all'ampia lista di conflitti di varia natura occorsi tra il 2021 e il breve scorcio del 2022.

Figura 6. Rischi Politici: aree geografiche e Paesi selezionati



Nota: In parentesi è riportata la media del rischio politico; 0=rischio minimo; 100=rischio massimo.

Fonte: SACE

Considerati i fatti di inizio anno, non si può non partire dall'area dell'Europa emergente e CSI, dove il rischio di violenza politica è legato ai numerosi conflitti, latenti e non, e agli episodi di repressione delle proteste da parte delle autorità nazionali (Fig. 7). L'**Ucraina** sconta in maniera evidente l'intervento militare della Russia. I reali impatti sull'economia non sono chiaramente noti, trattandosi di un evento attualmente in corso e in continua e repentina evoluzione, ma non è difficile immaginare che anche in presenza di una risoluzione rapida del conflitto, le controparti nel Paese saranno più in difficoltà a onorare i propri debiti. A parziale mitigazione di questo aspetto, va considerato il supporto finanziario internazionale a favore di Kiev. In **Bielorussia** e **Kazakistan** le vicende interne degli ultimi mesi e le attese per il ripetersi di situazioni simili conducono al rialzo dei punteggi della violenza politica. In particolare, il timore per un "inverno kazako" in Asia centrale e nel Caucaso, con la diffusione delle stesse tipologie di proteste in altre geografie, accende un faro sulle scelte di tutti i governi e aumenta il livello di allerta. La stessa

¹⁹ Al fine di cogliere al meglio la complessità dei rischi in cui le imprese italiane internazionalizzate possono incorrere, SACE elabora anche indicatori di "rischio politico". Questi ultimi si muovono nello stesso intervallo dei rischi di credito (da 0 a 100) e sono distinti per natura: i) rischio di guerra e di disordini civili (o violenza politica); ii) esproprio e violazioni contrattuali; iii) restrizioni al trasferimento e alla convertibilità valutarie.

tipologia di rischio risulta in crescita in **Kosovo**, economia molto fragile e duramente colpita dalla pandemia e per questo esposta al crescente disappunto della popolazione. Tra i Paesi dell'Europa emergente troviamo l'**Armenia** - dove persiste la situazione di conflitto con l'Azerbaijan - e la **Bosnia-Erzegovina**, con importanti strascichi in termini di malcontento interno.

Molto frastagiato il quadro del rischio di violenza politica nel continente africano, che tra il 2021 e l'inizio del 2022 ha contato cinque colpi di Stato militari (**Ciad, Guinea, Mali, Sudan, Burkina Faso**). A tali episodi si aggiungono dinamiche territoriali, tra le quali l'aumento dell'instabilità nella regione del Sahel, in Paesi come Mali, Burkina Faso, Niger e Ciad, roccaforti della guerriglia jihadista e con ripercussioni nei Paesi limitrofi e sempre più verso le zone costiere dell'Africa occidentale, o le diffuse ondate di proteste, anche violente, per i rincari delle materie prime e dei servizi di prima necessità. In **Nigeria**, il deterioramento del contesto di sicurezza non dovrebbe accennare a rallentare nel corso del 2022, con fronti aperti in varie zone del Paese (dal terrorismo di matrice islamica ai conflitti sul controllo delle risorse agricole tra pastori e agricoltori, che si tingono anche di connotazioni etniche e religiose). L'**Etiopia**, a oltre un anno dall'inizio del conflitto tra Addis Abeba e il partito dell'etnia Tigrè (TPLF), resta il principale focolaio di crisi umanitaria dell'Africa Subsahariana. Una soluzione negoziale del conflitto, dopo il successo della controffensiva del governo di fine 2021, sembra più probabile, ma i progressi sul fronte dei negoziati saranno rallentati dalla frattura tra le parti, difficilmente sanabile su alcuni nodi cruciali. Per il **Mozambico**, dopo un 2021 segnato dall'attacco jihadista sferrato a poca distanza dagli asset del principale investimento internazionale in Africa Subsahariana (il progetto energetico LNG da \$20 miliardi nella provincia settentrionale di Cabo Delgado), la situazione è in significativo miglioramento grazie al contributo dell'esercito ruandese e di un contingente dei Paesi della Southern African Development Community, che ha permesso a Maputo di riguadagnare il controllo delle zone costiere di questa parte del Paese.

Figura 7. 2022: la violenza politica cresce in maniera diffusa, ma eterogenea

		2022	2021
Medio Oriente	↑	71	70
Africa Subsahariana	↑	65	62
Nord Africa	=	61	61
Europa Emergente e CSI	↑	55	52
Asia	↑	53	51
America Latina	↑	45	44
Avanzati	=	21	21
TOTALE COMPLESSIVO	↑	50	48

Nota: Rischio di violenza politica per area nel 2022 (media); 0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo.
Fonte: SACE

Pernangono situazioni di conflitto cronico nei cosiddetti *failed states* del Medio-Oriente e Nord Africa, come **Siria, Yemen e Libia**, dove la crisi politica, economica e umanitaria offusca ormai lo scenario Paese, a cui si aggiungono nuove situazioni di conflitto: è il caso del **Libano**, dove la crisi istituzionale e lo stallo nel dialogo tra

le diverse componenti confessionali dei vertici politici ha generato una depressione economica e un'insofferenza sociale sfociata nelle tensioni di fine 2021, quando nel Paese si è sfiorato un ritorno alla guerra civile; l'**Iraq**, uscito dalla lunga fase elettorale senza una guida politica e con una compagine governativa ancora da formare e con profonde ostilità interne (nel 2021 le vittime di episodi di violenza politica hanno superato le 650 persone) che rendono incerto il futuro politico del Paese; la **Tunisia**, dove si è assistito a un aumento delle proteste, talvolta violente (e sovente represses con altrettanta veemenza dalle forze di sicurezza) a causa del peggioramento degli standard di vita esacerbato dalla pandemia. I Paesi che si affacciano sul Golfo Persico, eccezion fatta per l'Iraq, mostrano una diffusa stabilità politica, sebbene sia sporadicamente aumentato il rischio di attacchi terroristici, per lo più provenienti dallo Yemen tramite l'utilizzo di droni da parte dei ribelli Houti. Oggetto degli attacchi sono quasi sempre centri strategici e impianti importanti per l'economia nazionale, come raffinerie, centri di stoccaggio del petrolio o anche, come accaduto a gennaio 2022 ad Abu Dhabi, l'aeroporto internazionale.

In America Latina, nel corso del 2022, non è da escludere una nuova ondata di proteste come quelle che scossero il subcontinente nella seconda metà del 2019, soprattutto se le classi dirigenti non saranno in grado di creare opportunità di sviluppo concrete e percepite come tali dai cittadini. Più in generale, nel continente sudamericano il calendario elettorale e l'agenda politica dei governi sono strettamente collegati all'irrompere di tensioni e proteste, come già accaduto in occasioni delle elezioni in **Ecuador** ed **El Salvador** nel 2021 o delle violente proteste antigovernative in **Colombia**. Il calendario delle elezioni di quest'anno prevede due appuntamenti di grande rilievo: le presidenziali in Colombia nella tarda primavera e quelle in **Brasile** a ottobre, tornate caratterizzate da una forte polarizzazione interna e dal rischio di una riacutizzazione di tensioni politiche, in particolare nella competizione brasiliana che vedrà affrontarsi gli schieramenti collegati al presidente uscente Bolsonaro e all'ex presidente Lula.

L'area asiatica riporta un livello di violenza politica relativamente contenuto, sul cui peggioramento tuttavia ha pesato la persistente conflittualità del **Myanmar** e dell'**Afghanistan** e le violente proteste che hanno caratterizzato **Hong Kong** nell'ultimo biennio (seppure rientrate dopo i provvedimenti più stringenti adottati dalla Cina per scoraggiare il dissenso). In un'ottica più di medio termine, sarà importante vedere il proseguo delle "dispute" internazionali tra Cina e Stati Uniti: sebbene si registri un indubbio, ma ancora timido, ritorno al multilateralismo, grazie in particolare all'approccio intrapreso dalla nuova Amministrazione americana, non mancano duri "confronti" tra i due grandi attori in diversi ambiti internazionali.

Oltre alla componente della violenza politica, le altre fattispecie del rischio politico registrano un andamento di generale continuità con l'anno precedente, comune a tutte le aree geografiche. Il rischio di trasferimento e convertibilità valutaria, infatti, è rimasto sostanzialmente, e per certi versi inaspettatamente²⁰, invariato a livello globale, con alcuni casi di deterioramento legato all'instabilità del contesto politico del Paese (**Kazakistan, Tunisia**) o a problemi di natura macroeconomica per scarsa liquidità (**Argentina, Sri Lanka, Nigeria**) o a un insieme di motivazioni politico ed economiche come nel caso della Turchia (vd. Box 3).

Il contesto politico in **Russia** non può non risentire del quadro sanzionatorio – attuale e atteso - e delle possibili risposte del Cremlino. In particolare, l'incremento del rischio di trasferimento è dovuto alle limitazioni alla disponibilità delle ingenti riserve valutarie del Paese, che potrebbero ulteriormente acuirsi a seguito dell'esclusione dal canale SWIFT del sistema finanziario russo; in aggiunta, pesa sul rischio di convertibilità la recente adozione da parte russa di misure di controllo sui movimenti di capitali in valuta estera. Parimenti, il rischio di esproprio aumenta sulla scia delle eventuali possibili ritorsioni sugli investitori internazionali per le sanzioni imposte a Mosca, traducendosi in azioni di confisca, senza adeguate compensazioni, o in eventi di *creeping expropriation*.

²⁰ Se da un lato, infatti, il rischio credito non è peggiorato, dall'altro non si registrano miglioramenti, portando a conseguenti pressioni sul rischio valutario, al momento attenuato grazie anche agli interventi, attraverso gli SDR, delle multilaterali.

Il rischio di esproprio e nazionalizzazione rimane anch'esso perlopiù stabile a livello mondiale, anche alla luce degli sforzi compiuti da grandi economie emergenti nella riforma dei contesti operativi per incentivare l'attrattiva dei capitali esteri (Box 4). Tuttavia, la maggior tutela degli operatori nazionali, anche a danno di quelli stranieri, è un elemento più che sporadico in diversi Paesi in cui la *rule of law* resta tuttora debole (**Egitto**) o messa a rischio da tensioni geopolitiche (**Bielorussia**) o inficiata dall'introduzione di norme che rendono il contesto operativo ancora incerto (**Cina**).

Box 4

CAMBIA IL CLIMA, AUMENTA (ANCHE) IL RISCHIO POLITICO

Sempre più evidenze confermano lo stretto legame tra i cambiamenti climatici e i rischi politici: è infatti sempre più lampante che “i rischi collegati ai mutamenti climatici stiano minando la sicurezza nazionale e internazionale”²¹. Dalla fine degli Anni '80 le principali organizzazioni internazionali si sono mobilitate per indagare in modo sistematico i potenziali impatti del mutamento del clima non solo sull'ambiente, ma anche su aspetti di stabilità sociale e benessere economico, con l'obiettivo di orientare i governi su politiche di mitigazione di tali rischi²²: le evoluzioni negative del clima e il loro impatto sulle risorse naturali (acqua, terreno, vento, mari) si ripercuotono sui mezzi di sussistenza di alcune popolazioni, favorendo o esacerbando tensioni tra le comunità locali.

Il fenomeno è particolarmente rilevante nelle aree esposte al rischio di disastri naturali o caratterizzate da una geografia vulnerabile a fenomeni avversi e in cui lo sfruttamento delle risorse naturali (agricoltura, allevamento, pesca, ma anche energia da fonti rinnovabili) ha un peso prevalente sul sistema economico. Queste considerazioni valgono per vaste aree come l'Africa del Nord e Subsahariana, soggette a fenomeni di siccità e desertificazione, il Sud Est asiatico, esposto a fenomeni oceanici e alluvioni, e l'America Latina, riguardata da alluvioni e uragani.

Negli ultimi anni si sono verificati numerosi episodi da cui emerge il legame tra cambiamenti climatici e rischio di violenza politica: la scarsità di risorse conseguenti a fenomeni atmosferici (ad esempio siccità e deforestazione) può generare, o esacerbare, instabilità sociale e conflitti interni con un conseguente deterioramento dei livelli di sicurezza o del contesto operativo e spingere i governi a un cambiamento nella gestione delle risorse con l'obiettivo di contenere la crescente instabilità.

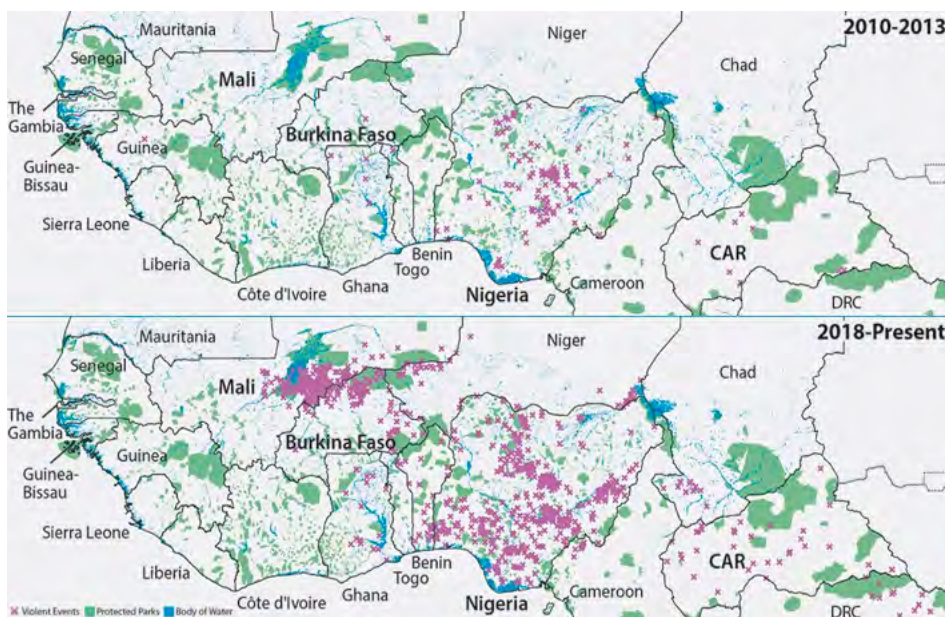
È il caso del continente africano e dei conflitti tra comunità di pastori e coltivatori dell'Africa centro occidentale: in questa area infatti la scarsità di terreni legata alla siccità e al processo di desertificazione, ha ridotto le aree adibite al pascolo, attività estesa, spesso illegalmente, nelle terre coltivate o nelle aree protette dalle autorità (come parchi naturali). Tali pratiche, diffuse in Nigeria (in cui il rischio di violenza politica è passato da 79 a 80 e quello climatico pari a 79, rispetto alla media dell'area pari a 66), Mali (da 76 a 78 il politico e 61 il climatico), Burkina Faso e Repubblica Centrafricana (rischio politico da 65 a 67 e da 81 a 84, rischio climatico pari a 85 e 19, rispettivamente), hanno determinato

21 Sipri, “*Climate change and violent conflict: sparse evidence from South Asia and South East Asia*”, Sipri.org, settembre 2018.

22 Per ulteriori approfondimenti si rimanda all'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC).

scontri tra pastori e coltivatori, acuiti spesso dalle infiltrazioni dei gruppi islamisti o forze antigovernative a supporto di una o dell'altra fazione e sfociati in episodi di violenza, attentati o danneggiamenti a infrastrutture (ad esempio quelle idriche) (Fig. A). Episodi simili si riscontrano anche in Africa orientale, in particolare in Kenya (da 57 a 64 e climatico pari a 74), dove la persistente siccità e scarsità di terreni coltivabili o da destinare al pascolo è all'origine dei violenti attacchi perpetrati dalle comunità pastorali, in un contesto di tensioni decennali tra le diverse etnie.

Figura A. Episodi di violenza politica tra pastori e coltivatori in Africa Centrale (evoluzione nel tempo)



Nota: le mappe escludono eventi attribuibili a gruppi estremisti violenti.
Fonte: Armed Conflict Location & Event Data Project

Nel continente asiatico, gli impatti del cambiamento climatico hanno esacerbato le già forti divisioni etnico-religiose interne. È il caso del Bangladesh (stabile a 60 e quello climatico pari a 95 rispetto alla media dell'area di 70) dove, l'aumento delle alluvioni ha provocato il dislocamento dalle aree rurali a maggioranza hindu - più colpite - verso le aree urbane a maggioranza islamica, determinando aspri scontri tra le due comunità; in India (stabile il rischio politico a 42 e indicatore climatico pari a 94) i frequenti fenomeni naturali avversi e le conseguenti migrazioni, hanno contribuito a polarizzare le tensioni tra minoranze interne, facilitando il reclutamento da parte delle forze estremiste (come i gruppi maoisti nelle province orientali) e amplificato le tensioni con i Paesi vicini a causa dei flussi migratori (Bangladesh, Pakistan); in Indonesia (rischio politico da 79 a 78 e rischio climatico pari a 83) l'impoverimento del potenziale ittico ha incrementato gli episodi di pirateria a danno dei pescatori locali. Vi sono anche episodi in cui i governi, per contenere gli impatti economici dei fenomeni naturali, hanno adottato strategie di tutela in favore dei soggetti nazionali, a scapito degli operatori privati o esteri. Ne è un esempio l'Etiopia (da 77 a 87 politico e 79 climatico), in cui il progressivo impoverimento dei terreni destinati all'allevamento e all'agricoltura nella valle dell'Omo e nelle regioni meridionali ha spinto le

autorità nazionali alla confisca di alcuni terreni privati, di proprietà sia nazionale che estera, per ridurre le tensioni con le comunità locali. Per quanto tali atti governativi possano eventualmente essere corrisposti da adeguate misure compensatorie, essi costituiscono rischi da considerare.

In tale quadro, quindi, si evidenzia come anche le imprese investitrici, locali ed estere, siano colpite dalle conseguenze del cambiamento climatico. Esse infatti, con le specificità del settore in cui operano, scontano gli impatti del climate change sia nel contatto con l'ecosistema nella fase di produzione (come nelle difficoltà di approvvigionamento di materie prime, utilizzo del territorio, accesso alle risorse) sia nell'interazione successiva con le geografie (scelta dei mercati di sbocco, gestione dei rischi). Seppure negli ultimi anni la sensibilità verso l'individuazione dei rischi collegati alle trasformazioni del clima sia sensibilmente cresciuta, resta ancora ampio margine per sviluppare da parte delle imprese, oltre a una conoscenza di tali rischi, una adeguata strategia di gestione e mitigazione degli stessi.

Come risulta dall'analisi dei rischi del credito e dei rischi politici, **il contesto del benessere sociale è, al tempo stesso, causa ed effetto delle criticità economiche e politiche nazionali e internazionali**, rappresentando quindi un fattore rilevante per l'attività delle imprese all'estero. In questo senso, **SACE e Fondazione Enel proseguono nella collaborazione aggiornando gli indicatori di benessere sociale – oltre a quelli di cambiamento climatico e transizione energetica, come vedremo più avanti – in base a un approccio sempre più multi-dimensionale della valutazione di rischio Paese**²³. Le analisi sui dati evidenziano come per tre dimensioni di Benessere Sociale, ovvero Salute, Istruzione e Lavoro, si sia registrato un evidente peggioramento rispetto allo scorso anno; di contro, per le altre due componenti, Demografia e Uguaglianza, si assiste a una sostanziale stabilità della media di tutti i Paesi rispetto ai dati disponibili lo scorso anno (Box 5).

Box 5

IL BENESSERE SOCIALE NEL POST PANDEMIA

Gli indicatori sintetici di **Uguaglianza** continuano a riportare diversi Paesi europei (soprattutto del Nord e dell'Est Europa) tra i primi posti e, di contro, numerosi Paesi africani agli ultimi. Tuttavia, sebbene la strada da percorrere sia ancora lunga, la Nigeria (con un punteggio di 68, in una scala da 0 a 100 dove il valore massimo indica maggiore uguaglianza) ha registrato una sensibile diminuzione delle disuguaglianze rispetto all'anno scorso, spinta da un miglioramento sia nell'indice di Gini che in quello di povertà. La pandemia ha, invece, accresciuto le disuguaglianze in alcune parti del pianeta, tra cui i Paesi dell'America Latina²⁴. Unica eccezione della regione è il Cile, che ha migliorato in maniera significativa il punteggio rispetto allo scorso anno (da 66 a 70), avvicinandosi ai livelli degli Stati Uniti che comunque scontano una posizione intermedia (74). Nel Paese andino il continuo aumento delle disuguaglianze socio-economiche durante il decennio scorso ha contribuito a innescare a partire dall'Ot-

23 Per ulteriori informazioni circa la metodologica utilizzata nella costruzione degli indicatori si rimanda alla pagina web dedicata.

24 Sulla base dei dati delle epidemie relative agli ultimi due decenni, uno studio del Fmi, ha approfondito gli effetti della pandemia in corso sugli indicatori di benessere sociale. Gli effetti delle precedenti epidemie hanno portato a un incremento del coefficiente di Gini che a sua volta ha determinato un aumento delle disuguaglianze. In particolare gli effetti del Covid-19 sulle variabili sociali sarebbero più accentuati rispetto a quelli causati dai precedenti virus o dalle recessioni storiche e dalle crisi finanziarie. Per ulteriori informazioni si veda: Furceri, Loungani, Ostry e Pizzuto, *Will Covid-19 have long-lasting effects on inequality? Evidence from past pandemics*, IMF Working Paper N. 127, aprile 2021.

tobre 2019 una serie di manifestazioni e proteste²⁵ (il cosiddetto “Estallido social”), sfociate in un cambio politico alla guida del Paese e nell’elezione di un’assemblea costituente: il nuovo Governo ha infatti tra le sue priorità proprio la riduzione delle disuguaglianze, in primis attraverso l’adozione del principio della progressività fiscale; la costituente ha invece l’obiettivo di redigere una nuova costituzione che oltre a tutelare l’ambiente dallo sfruttamento eccessivo delle risorse, tenga maggiormente in considerazione i diritti delle minoranze e delle donne. Al contrario, il Libano (passato da 83 a 75) e altri Paesi dell’ex blocco sovietico, come Bielorussia e Moldavia, hanno visto allargarsi la forbice delle disuguaglianze negli ultimi 12 mesi: va ricordato che per questo tipo di indicatore peggioramenti improvvisi nel breve-medio termine possono determinare un più alto rischio di instabilità politica, violenze e disordini civili.

Per la **Salute** si registra un peggioramento abbastanza diffuso e determinato non solo dagli effetti della pandemia, ma anche da alcune criticità strutturali presenti nella maggior parte delle geografie: considerando la media di tutti i Paesi analizzati, la variazione è di -1,6% rispetto allo scorso anno. Anche in questo caso rimane marcata la polarizzazione tra economie avanzate ed emergenti: ad esempio Giappone (93), Corea del Sud (87) e Germania (81) presentano i migliori sistemi sanitari, mentre Repubblica Centrafricana e Somalia si attestano su punteggi molto bassi (12 e 7, rispettivamente). Tra i Paesi che più sono arretrati rispetto allo scorso anno, troviamo anche qui alcuni Paesi dell’Europa emergente e CSI, come Turkmenistan (-6 punti a 47), Azerbaigian (-3 punti a 56), Albania (-8 punti a 63), Montenegro (-5 punti a 68) e Sudafrica (-7 punti a 43).

Molte variazioni rispetto al 2021 si riscontrano nell’**Istruzione**, con un lieve peggioramento dell’indicatore a livello complessivo, anche se lo scenario è in realtà più variegato. Da un lato Turchia, Bahrein, Palestina e Bhutan sono cresciuti sensibilmente in questo dominio; al contrario, la Corea del Sud (-8 punti a 76), la Bosnia-Erzegovina e le isole Fiji hanno registrato i peggioramenti più marcati. Si conferma di nuovo la polarizzazione Nord/Sud.

L’indicatore di **Demografia**, data la sua prevedibile stabilità nel breve periodo, non registra variazioni significative rispetto allo scorso anno, né cambiamenti sostanziali nel ranking dei Paesi. I bassi punteggi dei Paesi europei (18, in media d’area) e del Giappone (5) 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 lo scorso anno, Niger, Mali e Somalia (97, 87 e 87, rispettivamente) – si conferma come quello con maggiori potenzialità a livello demografico.

Particolare interesse mostra, infine, l’indicatore **Lavoro** per cui si rileva un peggioramento annuale dello 0,8% sulla media di tutti i Paesi. Uno degli effetti diretti e più immediati delle restrizioni causate dal Covid-19 è stata la significativa perdita di posti di lavoro, in particolare per coloro che non hanno potuto lavorare in remoto e che, molto spesso, non hanno nemmeno ricevuto aiuti governativi. Ciò ha amplificato le ripercussioni sociali della crisi economica, colpendo soprattutto i gruppi maggiormente vulnerabili e i Paesi con reti di sicurezza deboli. Rispetto allo scorso anno, quasi tutti i Paesi dell’America centrale e meridionale hanno visto peggiorare i propri score e arretrare in questo campo.

²⁵ Più recentemente, anche in Colombia l’altissimo livello di disuguaglianze che non accenna a diminuire è sfociato in un simile movimento di protesta (“Paro Nacional”).

Al contrario, molti Paesi Ue hanno visto un lieve miglioramento dovuto a una maggiore capacità economica di implementare misure fiscali a sostegno dei posti di lavoro. Sempre per quanto riguarda le economie avanzate va segnalato il nuovo fenomeno emerso nel corso del 2021 delle dimissioni volontarie di massa (ad esempio negli Stati Uniti vi è stato un aumento di circa il 30% del tasso di dimissioni rispetto ai livelli pre-pandemia). È presto per capire le determinanti precise e la durata di questa *great resignation*, che di sicuro mostra come la pandemia abbia modificato l'approccio al mercato del lavoro.

Rischi dello status quo green: novità tra Cop26 e indicatori SACE-Fondazione Enel

Un mondo in cambiamento (climatico)

L'evidente aumento della frequenza e della durata di eventi meteorologici estremi - come sottolineato dall'allerta dichiarata dall'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)²⁶ - e le sue ricadute sull'attività degli operatori economici, come visto anche in precedenza, rendono **ancora più necessaria l'integrazione dei temi di sostenibilità nelle analisi dei rischi**. **SACE e Fondazione Enel hanno quindi aggiornato e affinato la metodologia degli indicatori realizzati lo scorso anno** per offrire all'imprenditore un quadro sempre più completo che tenga conto dei rischi legati al cambiamento climatico e alla connessa transizione energetica e del benessere sociale.

La situazione climatica che l'IPCC descrive per il 2021 mostra un continuo peggioramento a causa di una sempre maggiore e rapida diffusione dei cambiamenti climatici, in atto ormai dagli ultimi decenni del secolo scorso, che non ha precedenti nella storia: le evidenze scientifiche rafforzano la consapevolezza che le attività umane sono alla base delle cause dei cambiamenti climatici, rendendo gli eventi estremi - quali ondate di calore, forti piogge e siccità - più frequenti e gravi. Tali cambiamenti stanno già interessando tutte le regioni del pianeta, anche se con impatti e modalità diverse. La probabilità di questi eventi estremi cresce all'aumentare delle temperature. Tali eventi sono quindi destinati a intensificarsi con l'ulteriore incremento atteso della temperatura del pianeta.

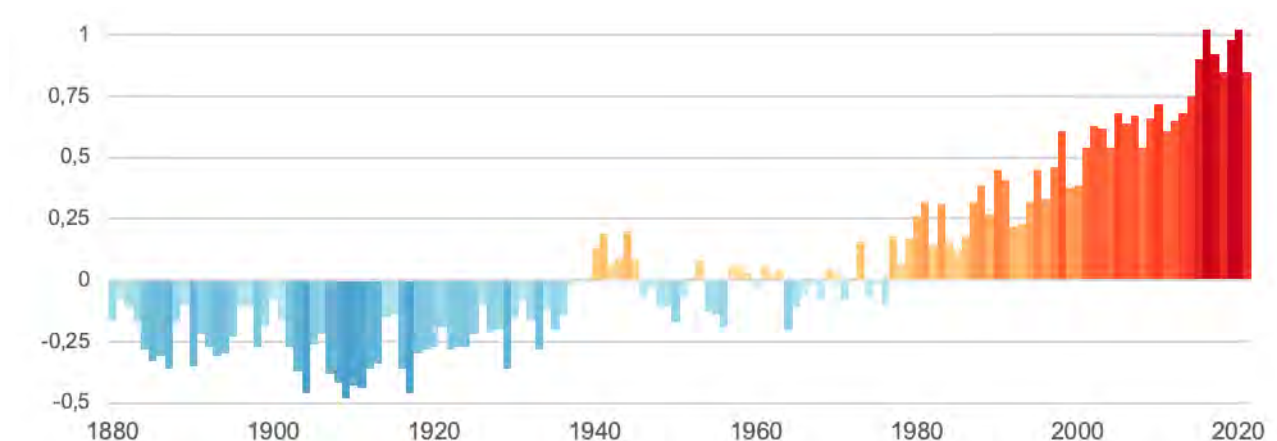
Anche altre statistiche recenti dipingono un simile scenario, come nel caso della NASA, che registra il 2021 come uno dei sei anni più caldi della storia (Fig. 8)²⁷. Guardando all'Italia, l'Istat²⁸ ha dichiarato che nel 2020, la temperatura media annua (calcolata come media dei valori rilevati dalle stazioni meteorologiche osservate nei capoluoghi di regione e città metropolitane) è risultata pari a 16,3°C, con una differenza di +0,3°C rispetto al valore medio del decennio 2006-2015. Queste anomalie nella temperatura media sono risultate positive per tutte le città, determinate da rialzi della temperatura sia minima che massima, e le più alte sono state rilevate a Perugia (+2,1°C), Roma (+2°C), Milano (+1,9°C), Bologna (+1,8°C) e Torino (+1,7°C).

26 IPCC, *Sixth Assessment Report*, agosto 2021.

27 NASA, *earth observatory*, 2021 Tied for 6th Warmest Year in Continued Trend, NASA Analysis Shows, 13 gennaio 2022.

28 Istat, *Dati meteorologici e idrologici - Temperatura e precipitazione nelle città Capoluogo di Regione e città metropolitane - Anno 2020 e serie storica 2010-2020*, novembre 2021.

Figura 8. Temperature anomale (°C; var %; base: media 1951-1980)



Fonte: NASA Goddard Institute for Space Studies-GISS

Queste tendenze si riflettono nell'indicatore di rischio del cambiamento climatico elaborato da SACE e Fondazione Enel. L'attività di monitoraggio dei principali rischi climatici si è arricchita di nuovi dati e valutazioni che hanno consentito l'aggiornamento dell'indice a livello di singolo Paese. Nell'elaborazione, i fenomeni climatici estremi determinati principalmente da alte temperature, fragilità idrogeologica e tempeste, sono messi in relazione agli impatti che tali eventi hanno sui contesti ambientali e socioeconomici di riferimento (in termini di esposizione e vulnerabilità)²⁹.

È confermato il risultato riscontrato lo scorso anno: i valori di rischio sono molto alti nelle zone dove si verificano maggiormente fenomeni estremi, mostrando anche un aumento rispetto all'anno precedente. L'area asiatica e quella Subsahariana presentano i valori più alti dell'indice aggregato, con un peggioramento sia rispetto al valore passato, che per le tendenze sugli scenari futuri. Per quanto riguarda i rischi specifici, si riscontra un più alto valore della componente "Temperature" (legata soprattutto ai fenomeni di siccità) nella zona africana e un valore leggermente più basso nella zona asiatica. I risultati si invertono invece per quanto riguarda i fenomeni idrogeologici, più rilevanti in Asia rispetto all'Africa Subsahariana. Il rischio "Vento", legato a uragani e tempeste, è più alto nell'area dell'America Latina e del Mar dei Caraibi (Fig. 9).

²⁹ Gli scenari climatici elaborati si riferiscono alla situazione attuale e futura, in particolare fino al 2050 e fino al 2100, ma non tengono ancora conto di tutte le più recenti valutazioni che collocano all'interno di questo secolo l'innalzamento di temperature di 2°C. Inoltre l'indice non tiene solo conto dei fattori climatici ma anche di quelli socio economici, dando un'informazione più completa ma anche più dettagliata.

Figura 9. Indice di rischio climatico per area



Nota: Rischio climatico 0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo.
Fonte: SACE e Fondazione Enel

Alcuni dei cambiamenti a cui stiamo assistendo sono irreversibili, altri possono essere rallentati e altri ancora potrebbero essere arrestati o addirittura invertiti limitando il riscaldamento globale, riducendo drasticamente e rapidamente le emissioni di CO₂ - metano e altri gas serra - per contenere l'innalzamento della temperatura media del pianeta (entro 1,5°C rispetto al periodo pre-industriale)³⁰.

Le politiche integrate di riduzione delle emissioni generate dalle attività umane costituiscono la migliore strategia di politica ambientale, anche in termini di costi sociali ed economici, e producono effetti benefici sia per la qualità dell'aria sia per il contenimento del riscaldamento del pianeta. Anche la pandemia, in conseguenza dei lockdown estesi in tutto il mondo, ha favorito la riduzione in tempi brevissimi sia delle emissioni di inquinanti atmosferici sia dei gas serra. Per quanto riguarda i primi, si è assistito a un seppur temporaneo miglioramento della qualità dell'aria in tutto il pianeta; per i secondi, invece, i lockdown hanno prodotto una riduzione del 7% delle emissioni di CO₂ a livello globale, un dato enorme che non ha precedenti negli ultimi 50 anni. A questo però non si è associata una riduzione della concentrazione di CO₂ e, conseguentemente, nessun apprezzabile effetto sulla temperatura globale. Questo dato conferma che **per contrastare il riscaldamento climatico sono necessarie riduzioni della concentrazione di CO₂ e degli altri gas serra di elevata entità da sostenere nel tempo** fino a una completa decarbonizzazione; per apprezzare gli effetti della riduzione delle emissioni sulla concentrazione di gas serra in atmosfera sono, infatti, necessarie azioni e strategie di lungo periodo.

Che cosa portiamo a casa da Glasgow

La crescente convinzione che occorra passare all'azione ha trovato una "voice" politica nei fora internazionali organizzati nel 2021, come il G7 e il G20 a guida, rispettivamente, britannica e italiana: a ottobre

³⁰ L'IPCC valuta con probabilità superiore al 50% il superamento dell'aumento delle temperature di 1,5°C subito dopo il 2030 (in anticipo rispetto a quanto previsto dallo stesso IPCC nel rapporto speciale del 2018) e ritiene certo che la soglia di riscaldamento di 2°C sarà superata durante il 21° secolo se le emissioni continueranno come ora. Nel caso invece si riesca a diminuire le emissioni globali di gas serra dal 2020 in poi, raggiungendo emissioni nette di CO₂ pari a zero intorno alla metà del secolo, è possibile che il riscaldamento globale rimanga al di sotto di 1,5°C.

a Roma, i membri del gruppo si sono impegnati a limitare l'incremento della temperatura globale sotto i +2°C e di sforzarsi a mantenerlo sotto il +1,5°C rispetto ai livelli preindustriali - dandone per la prima volta un riconoscimento scientifico e guardando agli impatti sui sistemi nazionali anche grazie al primo G20 Climate Atlas del Centro Euro-Mediterraneo sui Cambiamenti Climatici (CMCC)³¹ - riducendo le emissioni di gas serra o raggiungendo la neutralità carbonica. Tuttavia, sulle tempistiche, i capi di governo non sono riusciti a raggiungere un'intesa precisa, lasciando un generico "entro metà secolo".

Luci, sebbene punteggiate da qualche ombra, che si sono delineate poi anche negli incontri scozzesi di novembre durante la ventiseiesima Conferenza delle Parti della United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC). Non è stata una nuova Parigi, come si poteva sperare, né una *débâcle* annunciata, come pronosticato da molti: **la Cop26 di Glasgow ha nella sostanza dato segnali positivi per la lotta al cambiamento climatico, sebbene la strada da percorrere rimanga ancora lunga e insidiosa.** Guardando al bicchiere mezzo pieno, si evidenzia l'aumento dell'ambizione climatica e l'affermazione dell'obiettivo dell'1,5°C, grazie all'impegno verso una riduzione graduale del consumo di carbone, con il raggiungimento della neutralità emissiva, seppur con tempistiche e traiettorie diverse a seconda dei Paesi; guardando al bicchiere mezzo vuoto, le modalità e le tempistiche con cui sono state inserite nel testo finale disposizioni più blande sull'uso del carbone hanno minato la percepita unità internazionale su questo tema cruciale, prestando il fianco a critiche (non necessariamente giustificate) da parte dei media e dell'opinione pubblica³².

Altri punti a favore della lotta al cambiamento climatico sono stati segnati da iniziative multilaterali lanciate in parallelo ai negoziati ufficiali, come l'adesione di nuovi Paesi e imprese alla *Powering Past Coal Alliance* (PPCA), una coalizione di circa 50 stati membri – 28 dei quali aggiuntisi a Glasgow - governi locali, istituzioni internazionali e imprese, che ha l'obiettivo di abbandonare totalmente il carbone nella generazione di elettricità. A questa si aggiunge l'adesione di oltre 100 Paesi alla *Global Methane Pledge*, un'iniziativa Ue-USA per la riduzione del 30% delle emissioni di metano³³ entro il 2030, permettendo di limare ulteriormente l'aumento di temperatura previsto per tale data, e il lancio della *Beyond Oil & Gas Alliance* (BOGA), un gruppo di 11 Paesi e governi locali guidato da Costa Rica e Danimarca, e al quale l'Italia partecipa con lo stato di Paese 'Amico', con l'obiettivo di gestire il *phase-out* internazionale della produzione di petrolio e gas naturale. Un ulteriore rilevante avanzamento, passato sottotono, riguarda l'impegno di 110 Paesi, Brasile incluso, a fermare la deforestazione entro il 2030; secondo l'ultima valutazione globale delle risorse forestali della FAO³⁴, dal 1990 si sono persi 420 milioni di ettari di foresta, principalmente a causa dell'espansione dell'agricoltura, e questo impatta fortemente sui cambiamenti climatici. Ultimo, ma non certo per importanza, va sottolineata la convergenza bilaterale di Cina e Stati Uniti - che rappresentano il 40% delle emissioni globali - verso un'intesa per la riduzione delle emissioni di gas serra entro il 2030, il cui peso politico-diplomatico internazionale non può essere sottovalutato.

31 Per approfondimenti si veda: <https://www.cmcc.it/g20>

32 Inoltre, partendo dal riconoscimento dei limitati progressi fatti nel raggiungimento dei 100 miliardi annui, fissati dall'Accordo di Parigi, da destinare al Global Climate Fund, la Cop ha fissato un nuovo termine per definire un nuovo obiettivo collettivo quantificato al 2024, ma soprattutto ha finalizzato i dettagli dell'Art.6 che stabilisce il funzionamento dei mercati internazionali del carbonio, potenziale motore della cooperazione tra pubblico e privato per la transizione energetica.

33 Il metano è un gas a effetto serra con un *global warming potential* 25 volte più elevato della CO₂: in 100 anni una tonnellata di metano riscalda come 25 tonnellate di CO₂.

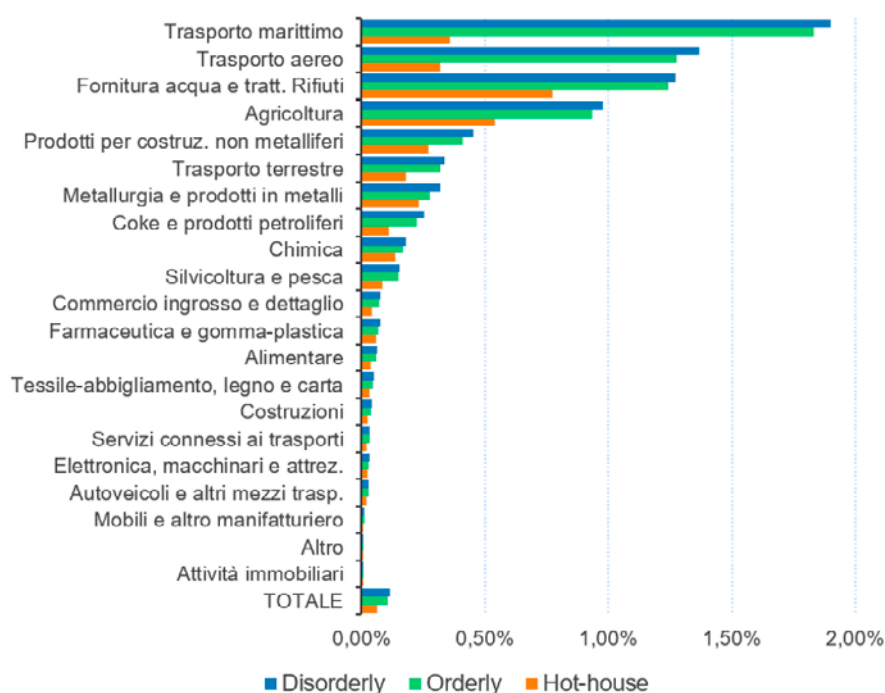
34 FAO, *Global Remote Sensing Survey in Global Forest Resources Assessment 2020*, novembre 2021.

I rischi dell'inazione e le opportunità della transizione energetica

Le tematiche del cambiamento climatico e della transizione energetica non sono solo al centro delle agende dei governi e delle istituzioni internazionali, finanziarie e non (Box 6), ma sono altresì oggetto di studio da parte di autorevoli Centri Studi, sia internazionali che nazionali. Un recente rapporto di Swiss Re Institute³⁵ mostra come, in mancanza di un'azione decisa e coordinata tra i Paesi sui fronti dell'adattamento e della mitigazione, potremmo veder compromesso a livello mondiale nelle prossime due decadi oltre il 18% del Pil – con punte del 28% nel continente Africano e del 37% in ASEAN - nel caso in cui gli obiettivi dell'accordo di Parigi non fossero raggiunti.

Se l'inazione - o un'azione "disordinata" - non appare un'opzione economicamente sostenibile, occorre quindi mettere in atto le opportune politiche di investimento, sia a livello pubblico che privato, necessarie per raggiungere gli obiettivi fissati in ambito nazionale e sovranazionale. In questo senso, le imprese potranno cogliere le opportunità offerte dalla transizione energetica mediante una serie di scelte strategiche e investimenti mirati a mitigazione e adattamento, stimati ad esempio per il contesto italiano dell'efficientamento emissivo da Prometeia fino ad un massimo di 100 miliardi di euro, necessari in particolare nei settori fisiologicamente più esposti al cambiamento quali trasporti, fornitura acqua e trattamento rifiuti e agricoltura (Fig. 10). Certi, come stimato da IRENA³⁶ in uno scenario di decarbonizzazione al 2050, che per ogni singolo dollaro investito nella transizione, i risparmi saranno nell'intorno stimato tra i 2 e i 5,5 dollari.

Figura 10. Investimenti per l'efficientamento emissivo dei processi, dettaglio settoriale (incidenza % media annua su fatturato)



Nota: nello scenario "Disorderly" gli investimenti messi in campo sono una risposta improvvisa e imprevista tale da risultare dirompente, ma sufficiente per raggiungere gli obiettivi climatici; nello scenario "Orderly" gli investimenti vengono realizzati in maniera più graduale, ma tale da raggiungere gli obiettivi climatici; nello scenario "Hot-house" gli investimenti sono ridotti al punto che le emissioni continuino ad aumentare, ma scongiurando rischi fisici.

Fonte: Elaborazioni SACE su analisi Prometeia (modello TRE - Transition Risk Engine su scenari NGFS)

³⁵ Swiss Re Institute, *The economics of climate change: no action not an option*, aprile 2021.

³⁶ IRENA, *World Energy Transitions Outlook: 1.5°C Pathway*, giugno 2021.

Box 6

COSA FANNO REGOLATORI E IFI PER SUPPORTARE LE IMPRESE E LE ISTITUZIONI, FINANZIARE E NON

Sulla scia di una regolamentazione sempre più ampia e accurata, il sistema finanziario sta prendendo sempre più consapevolezza dell'importanza di una corretta integrazione delle variabili clima-transizione nei modelli di valutazione dei rischi: questo è riscontrabile nell'atteggiamento sia di istituzioni pubbliche che stanno integrando nei loro modelli monetari i rischi dell'inazione e le opportunità di agire per tempo, sia di istituti privati quali banche e assicurazioni, come anche fondi di investimento, che vedono riflettersi nel loro portafoglio di attività gli effetti indiretti legati al cambiamento climatico.

La **Ue**³⁷ nel 2020 (con aggiornamento a febbraio 2022³⁸) ha introdotto la c.d. Tassonomia³⁹, un sistema di classificazione che elenca le attività economiche ecosostenibili e fornisce una definizione esatta di ciò che può essere considerato tale. Tale classificazione prevede sei obiettivi ambientali: mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine, transizione verso un'economia circolare, prevenzione e riduzione dell'inquinamento e protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Altri sviluppi riguardo la regolamentazione e il supporto alle imprese e al mondo finanziario sono stati il Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), gli EU Green Bond Standards e gli EU Climate Transition Benchmarks.

Ad "aprire le danze" della regolamentazione bancaria è stata la **Bank of England (BoE)** che nell'aprile 2019 ha stabilito le aspettative di vigilanza per banche e assicuratori sulla gestione dei rischi finanziari legati al clima, coprendo tematiche di governance, gestione del rischio, analisi di scenario e relativa informativa⁴⁰. Al documento ad hoc di vigilanza sono seguite diverse linee guida della BoE, ma il processo di regolamentazione inglese non ha registrato novità in materia.

La **BCE**, a settembre 2021 e dopo un anno e mezzo di lavori, ha elaborato uno stress test climatico (*Economy-wide climate ST*)⁴¹; l'esercizio, realizzato sulle basi della Tassonomia europea, ha testato l'impatto del cambiamento climatico su oltre quattro milioni di imprese in tutto il mondo e 1.600 banche dell'area dell'euro in tre diversi scenari di politica climatica. I primi dati dicono che in uno scenario entro il 2050 (i) i costi di transizione, seppure elevati specie nel breve periodo, sono comunque minori dei benefici ottenuti nel medio-lungo periodo, (ii) se la transizione energetica non fosse condotta il rischio fisico crescerebbe in maniera irreversibile, (iii) l'impatto derivante dai rischi climatici è concentrato in alcune aree geografiche (ad esempio il Sud Europa per il rischio incendi, mentre il Nord Europa per il rischio inondazioni) e alcuni settori, (iv) l'impatto per alcune banche e imprese potrebbe essere molto severo, con conseguenze per la stabilità finanziaria.

37 Ue, *Regolamento 2020/852*, giugno 2020.

38 Commissione Europea, *Delegated Regulation (EU)*, febbraio 2022.

39 La Tassonomia Ue è anche il punto di riferimento per SACE su cui si basa la nuova operatività Green. Per ulteriori informazioni si rimanda alla pagina web dedicata.

40 Bank of England, *Enhancing banks' and insurers' approaches to managing the financial risks from climate change*, *Supervisory Statement*, SS3/19, aprile 2019.

41 BCE, *ECB economy-wide climate stress test*, Occasional Paper Series N. 281, settembre 2021.

Il 27 gennaio 2022 l'istituto di Francoforte ha annunciato l'elaborazione di un altro stress test, sempre legato al cambiamento climatico, ma relativo alla vigilanza (*Supervisory climate ST 2022*) e di tipo qualitativo⁴².

Al di là dei Regolatori anche le istituzioni finanziarie si stanno quotidianamente raffrontando con la tematica green e la stanno implementando nei propri modelli di analisi dei rischi e nell'operatività stessa.

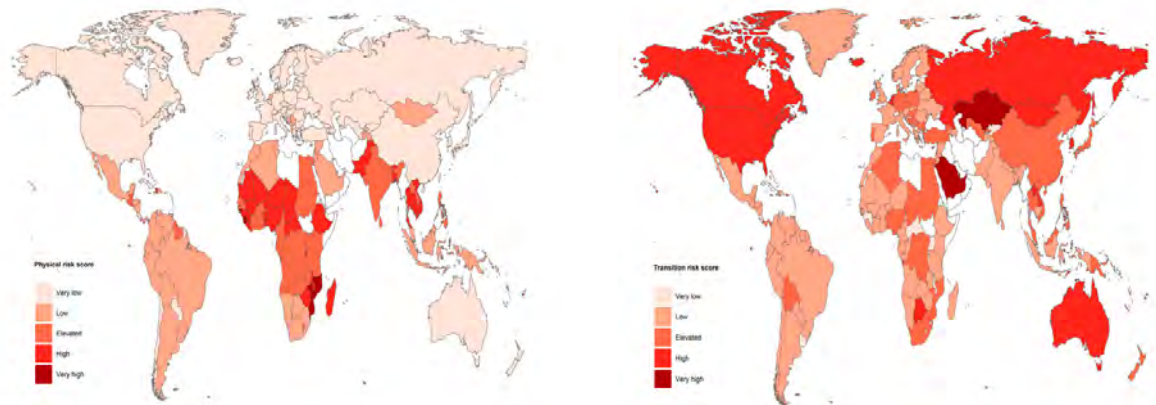
La BEI ha realizzato un nuovo indicatore relativo al climate change che parte dalla considerazione che l'impatto del cambiamento climatico non lo si veda solamente nei suoi effetti, spesso estremi, ma anche nella capacità di reagire a questi eventi, un'abilità non solo ex ante di adattarsi e mitigare tali fenomeni, ma anche la capacità di risintonizzare un'impresa, modificare la strategia e il modello di business, sviluppare nuove tecnologie e ricevere sostegno dalle autorità pubbliche; tali caratteristiche, infine, differiscono da Paese a Paese⁴³. La BEI ha sviluppato internamente una serie di punteggi per Paese volti a valutare l'esposizione dei singoli Paesi ai rischi fisici e di transizione (Fig. A). I punteggi – realizzati per 184 Paesi – sono utilizzati nel contesto di uno strumento di gestione del rischio per mappare l'esposizione del portafoglio BEI al rischio climatico. Le evidenze empiriche a riguardo mostrano come il rischio climatico, sia fisico che di transizione, sia una sfida rilevante sia per i Paesi avanzati che per quelli emergenti, poiché nessun Paese è immune dai loro effetti. In generale, l'onere maggiore è affrontato dai Paesi emergenti e in via di sviluppo in quanto sono significativamente esposti a rischi fisici e hanno una minore capacità di attenuare le problematiche poste dalla transizione energetica. Senza contare che i Paesi in via di sviluppo, nel tentativo di accorciare il gap con le economie avanzate ma con maggiori emissioni di gas serra potrebbero affrontare rischi di transizione ancora più elevati nel prossimo futuro.

42 Il *Supervisory climate ST 2022* consta di un questionario da sottoporre agli istituti finanziari, finalizzato alla creazione di un quadro informativo circa lo status di implementazione della tematica di climate change nella loro operatività e, per alcune banche selezionate in un secondo momento, le misure adottate per l'esposizione al rischio climatico e le proiezioni per quelle che intendono prendere in futuro; i primi dati, aggregati e qualitativi, saranno disponibili dal prossimo luglio.

43 BEI, *Assessing climate change risks at the country level: the EIB scoring model*, Working papers 2021/03, maggio 2021.

Sulla falsa riga della Tassonomia della Ue la BEI ha classificato il rischio climatico in due sottotipologie di rischio: il rischio fisico e quello di transizione. Il rischio fisico copre l'effetto diretto del cambiamento climatico sugli asset e sulla produttività; il relativo punteggio include il rischio di calamità naturali (rischio acuto) e cambiamenti più gradualmente (rischio cronico), entrambi calcolati come somma di danni, costi e perdite, ed è espresso come quota del Pil di un Paese. Il rischio di transizione si riferisce al rischio climatico proveniente dalle politiche di mitigazione derivante dal fatto che le economie si muovono verso una società più verde e meno inquinante; il relativo punteggio tiene conto dell'esposizione di un Paese ai rischi legati alla transizione verso un futuro a basse o zero emissioni di carbonio, comprese le emissioni totali di gas serra, e i ricavi derivanti dai combustibili fossili. Sebbene nel breve termine i due rischi appaiano distinti e non sembrano correlati, nel lungo periodo sono estremamente correlati.

Figura A. Il mondo colorato da rischi fisici (sx) e di transizione (dx)



Nota: gli indicatori di rischio hanno punteggi che vanno da 1 a 5 (1 = rischio molto basso; 2 = rischio basso; 3 = rischio elevato; 4 = rischio alto; 5 = rischio molto alto).

Fonte: BEI

Con riferimento alla sola transizione energetica, il **World Economic Forum** realizza l'*Energy Transition Index* (ETI) che confronta 115 Paesi sulla base di 40 indicatori concernenti le prestazioni dei loro sistemi energetici e la loro preparazione alla transizione energetica. Nel suo ultimo rapporto l'istituto rileva che, negli ultimi 10 anni, 92 Paesi hanno migliorato il proprio punteggio, ma solo il 10% dei Paesi – in particolare Cina e India - è stato in grado di ottenere guadagni consistenti, mostrando la necessità di rinnovare focus e resilienza per riuscire a raggiungere gli obiettivi climatici del prossimo decennio⁴⁴.

Il supporto delle IFI

E se il supporto arriverà non solo dalle banche, molto si impegnano a fare anche le IFI: il **Fondo monetario internazionale** a fine 2021 ha istituito il *Resilience and Sustainability Trust (RST)*, un fondo che, tra i vari obiettivi, ha quello di supportare i Paesi a basso reddito, quelli più vulnerabili a reddito medio e i piccoli Stati, nella lotta, fra gli altri, al climate change, all'incremento delle disuguaglianze, ai cambiamenti demografici e alla digitalizzazione. Obiettivo della RST è quello di sostenere l'accesso a finanziamenti più convenienti prestando a tassi meno onerosi e con scadenze più lunghe rispetto ai tradizionali termini di prestito del Fmi. Il fondo dovrebbe iniziare con una dotazione di \$30 miliardi a crescere fino a \$50 miliardi e oltre⁴⁵. L'RST dovrebbe essere approvato dall'executive board del Fmi durante i prossimi Spring Meeting e diventare operativo entro fine anno⁴⁶.

Già operativa nel supportare i Paesi in via di sviluppo, la **Banca Mondiale** nel corso del 2021, con oltre \$26 miliardi, ha fornito oltre la metà dei finanziamenti provenienti dalle multilaterali e a giugno dello scorso anno ha implementato il suo secondo piano di supporto *Climate Change Action Plan (2021-25)*⁴⁷.

44 World Economic Forum, *Fostering Effective Energy Transition 2021 edition*, aprile 2021.

45 IMF Press Release 21/330, 11 novembre 2021.

46 Pazarbasioglu e Ramakrishnan, *A New Trust to Help Countries Build Resilience and Sustainability*, IMF Blog, gennaio 2022.

47 Il primo piano, *Climate Change Action Plan (2016-2020)*, ha elargito \$83 miliardi di aiuti in ambito climatico tra cui il sostegno a 120 milioni di persone in oltre 50 Paesi e a 30 Paesi nell'implementare o rafforzare gli impegni presi negli Accordi di Parigi.

Queste politiche di investimento potranno consolidare il continuo miglioramento tendenziale, nelle performance in materia di Transizione Energetica, che emerge dalla visione d'insieme dei dati a disposizione, integrata dall'analisi dell'Agenzia Internazionale dell'Energia⁴⁸. Negli ultimi due anni abbiamo assistito a enormi cambiamenti nel settore energetico: se nel corso del 2020 le emissioni a livello globale sono calate, come sopra già menzionato, invertendo finalmente il trend, nel 2021 sono ricominciate a crescere in parallelo alla ripresa dei consumi energetici (fossili inclusi). Questo non sarebbe avvenuto se la transizione energetica fosse stata già in fase avanzata, disaccoppiando i consumi dalla disponibilità e fluttuazione dei prezzi delle fonti fossili, ma sappiamo che non è così e che i divari di energia da fonti rinnovabili rimangono sostanziali anche all'interno delle economie più avanzate.

Appare difatti ormai chiaro l'emergere di una “nuova economia della transizione energetica”, che secondo i relativi indicatori di SACE e Fondazione Enel, conferma trend particolarmente positivi in Europa e America Latina. Da un lato - anche grazie al Green Deal e a politiche ambiziose in materia di tecnologie rinnovabili, reti digitalizzate e resilienti, e politiche di efficienza energetica - i Paesi dell'Ue (tra cui spiccano Svezia e Finlandia a nord, Spagna a sud) sono tra i più virtuosi in tema di politiche di decarbonizzazione. In parallelo, risultati incoraggianti sono stati raggiunti in alcune economie latino-americane con una forte presenza di generazione rinnovabile quali il Cile e soprattutto il Brasile. Quest'ultimo resta il Paese più virtuoso in materia di transizione energetica tra i membri del G20, seguito dal blocco europeo (Italia, Francia, Germania e Regno Unito) del gruppo. Tra i grandi Paesi ancora più indietro nella transizione rimangono l'Arabia Saudita e la Russia, a conferma del peso negativo della disponibilità e dell'utilizzo di materie prime energetiche fossili (come dimostrato peraltro dai punteggi bassi di produttori come Libia, Qatar, Iran e Iraq), mentre più sfaccettate risultano le performance delle grandi economie globali come Stati Uniti, Cina e India (in miglioramento su rinnovabili ma ancora fortemente indietro su fossili ed emissioni).

Questo miglioramento relativamente generalizzato degli indici di transizione energetica è trainato in particolare dall'indicatore delle Rinnovabili che continua a crescere a ritmo sostenuto su scala globale grazie soprattutto a solare fotovoltaico ed eolico. Da almeno un biennio⁴⁹, quando si tratta di nuove installazioni per la generazione elettrica, esse sono ormai la scelta più conveniente, senza incorporare le esternalità negative evitate e i conseguenti mancati costi di adattamento climatico. A livello regionale, Europa, America Latina e Asia - trainata dalla Cina - si confermano le aree di maggiore crescita tendenziale nelle rinnovabili, con il Brasile (il cui indicatore è pari a 68 in una scala che va da 0 a 100, dove 100 è il valore massimo) che 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, si registrano miglioramenti anche per Germania, Cina, Turchia, India, Regno Unito e Australia, a conferma del crescente ruolo delle rinnovabili nelle principali economie. Rimangono indietro i tradizionali Paesi produttori di fossili, come Russia e Arabia Saudita.

Anche la componente dell'Elettrificazione fa registrare un tendenziale miglioramento delle performance generali, con i Paesi più industrializzati stabilmente alla guida della classifica in materia di elettrificazione dei consumi. Tra essi spiccano un ristretto numero di membri asiatici del G20 - Giappone, Corea del Sud e Cina - ai quali si aggiunge un nutrito gruppo di Paesi europei.

⁴⁸ Agenzia Internazionale dell'Energia, *World Energy Outlook 2021*, Parigi, ottobre 2021.

⁴⁹ IRENA, *Renewable Power Generation Costs in 2019*, giugno 2020.

Mal posizionata l'America Latina, con la rilevante eccezione del Cile (con un punteggio di 73), e soprattutto l'Africa Subsahariana, che pagano uno stallone nel progresso verso l'accesso universale all'energia, con tassi di elettrificazione che rimangono purtroppo molto bassi (ad esempio nel sub-continente africano vi sono ancora circa 600 milioni di cittadini senza accesso all'elettricità).

Relativamente stabili invece le dinamiche riguardanti l'Efficienza energetica, dove, nonostante la crescita della spesa per interventi di efficientamento (anche grazie alle nuove policy e ai pacchetti di stimolo per la ripresa) evidenziata dalla IEA, gli investimenti restano insufficienti per garantire il cambio di passo globale necessario. In questo caso, le variazioni confermano il primato dei Paesi industrializzati occidentali, con Germania e Italia avanti tra i Paesi G20, seguite da Regno Unito e Giappone. India e Cina (65 e 71, rispettivamente) sono invece, tra i maggiori Paesi, quelli meno performanti in materia di efficienza, posizionati indietro e a ridosso dei Paesi dell'Africa Subsahariana anche a causa dell'uso massiccio di inefficienti (e pericolosi) vettori energetici per gli usi domestici.

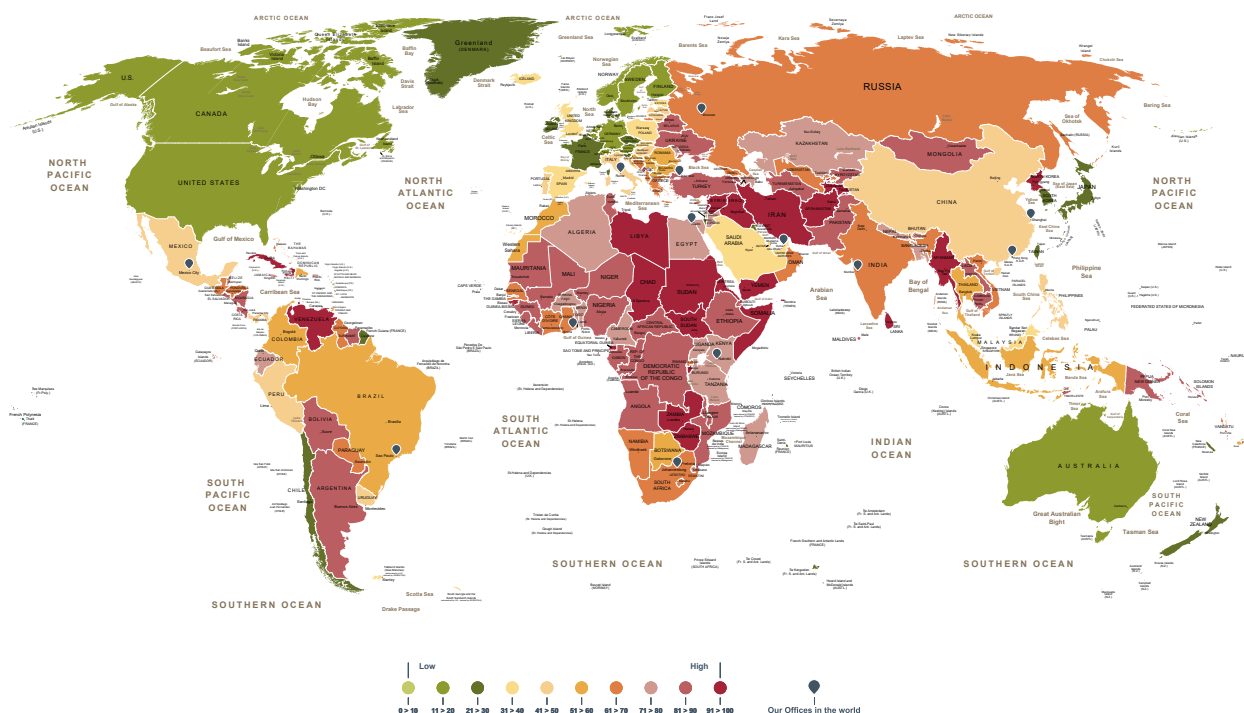
Nonostante i progressi registrati nei tre suddetti indicatori, la transizione rimane fortemente condizionata dal peso dei combustibili fossili sul settore energetico. L'uso di carbone e petrolio è rimbalzato soprattutto nei sistemi energetici dei Paesi esportatori di fossili così come in molte economie sviluppate, con un divario in aumento rispetto ai Paesi meno sviluppati e ad altri Paesi a basso reddito, soprattutto in Africa e Asia. In questo contesto generalmente negativo, le tendenze evidenziano il buon posizionamento del Brasile all'interno dei Paesi G20, insieme al gruppo dei Paesi europei guidati da Francia, Italia, Germania e Regno Unito. Tra i Paesi meno virtuosi in materia, si confermano i due più grandi consumatori globali di fossili - Cina e Stati Uniti (33 e 31, rispettivamente) - nonostante i progressi registrati nel settore delle rinnovabili - seguiti dai tradizionali Paesi esportatori di petrolio e gas, Arabia Saudita e Russia.

Proprio alla luce di questa ripresa dei fossili, si registra infine un peggioramento generale sull'indicatore delle Emissioni, che hanno riportato il secondo più ampio tasso di crescita annuale della storia. Questa performance è influenzata per lo più dai colossi economici asiatici, Cina e India, seguiti da Turchia, Australia e Arabia Saudita. In questo contesto negativo, Brasile e Regno Unito (87 e 80, rispettivamente) si confermano i più virtuosi tra i Paesi G20. Così come i Paesi meno sviluppati e a basso reddito - soprattutto in Africa e Asia - uniscono a contenuti tassi di crescita economica livelli emissivi particolarmente bassi.

È dunque ormai sempre più evidente che **occorra mettere in atto le opportune politiche di investimento**, sia a livello macro, di politiche pubbliche, che a livello micro, di investimenti da parte delle imprese, necessarie per efficientare i processi produttivi e raggiungere gli obiettivi fissati in ambito nazionale e sovranazionale. **Nell'ambito del Green New Deal e a sostegno della transizione energetica del Paese, SACE sostiene e accompagna le imprese in questa fase di cambiamento** attraverso le Garanzie Green a supporto di progetti di economia circolare, mobilità sostenibile, riconversione di processi industriali ed efficientamento energetico.

Appendice

Mappa dei Rischi 2022



Nota: Rischio di credito per controparte nel 2022 (media); 0 = rischio minimo; 100 = rischio massimo.
Fonte: SACE

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 25 febbraio 2022.