

Allianz Research

Commercio Globale: Come limitare gli shock della domanda e dei prezzi

25 Marzo 2022



Ana Boata
Head of Economic
Research
ana.boata@allianz-trade.com

Françoise Huang
Senior Economist
francoise.huang@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Sector Advisor & Data
Scientist
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

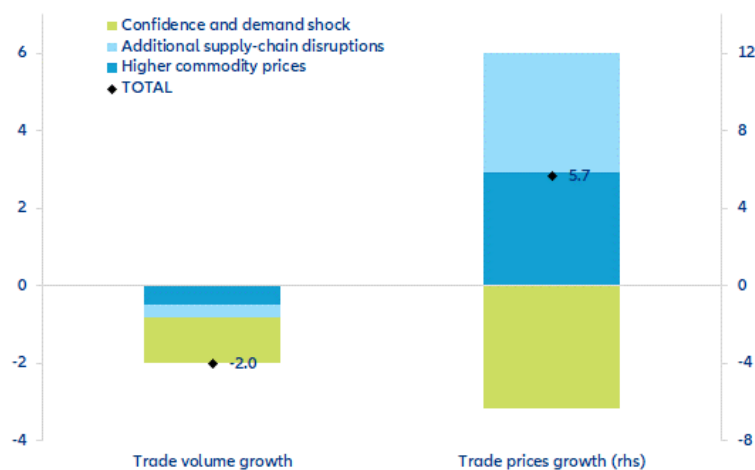
EXECUTIVE SUMMARY

- L'invasione dell'Ucraina e le rinnovate epidemie di Covid-19 in Cina stanno colpendo il commercio globale con un doppio effetto nel 2022: volumi più bassi e prezzi più alti. Ora ci aspettiamo che il commercio cresca del +4,0% in termini di volume nel 2022 (-2pp in meno di quanto previsto prima della guerra), e addirittura del +10,9% in termini di valore (contro il +7,2% previsto in precedenza). Già esistente prima della guerra, il rischio di un doppio calo del volume del commercio globale nel 1° semestre 2022 è aumentato.
- Lo shock della fiducia e della domanda si tradurrà in una perdita di 480 miliardi di dollari di esportazioni verso la Russia e i paesi dell'Eurozona nel 2022 (più o meno equamente divisi tra le due destinazioni), con le aziende dell'Europa orientale maggiormente esposte.
- Guardando alla Russia come fornitore nella catena del valore globale e regionale, l'Europa dell'Est rimane la più a rischio, mentre un taglio completo delle relazioni significherebbe che le quattro maggiori economie dell'Eurozona perderebbero fino allo 0,4% del loro PIL e l'1,1% delle loro esportazioni.
- Le rinnovate epidemie di Covid-19 in Cina, dove la politica zero-Covid continua, è il problema più grande per le catene di fornitura globali: I tempi di consegna rimarranno probabilmente elevati per tutto il 2022.
- Il costo del commercio potrebbe essere spinto verso l'alto dall'aumento dei prezzi del petrolio: Il Brent e i prezzi dei noli dei container hanno mostrato una correlazione del 90% dal 2020, suggerendo un potenziale picco record di 14.000 USD/FEU per i noli. Gli esportatori netti di materie prime (Medio Oriente, Norvegia, alcune economie dell'America Latina) potrebbero beneficiare di prezzi più alti delle materie prime e di potenziali effetti di sostituzione dalla Russia. In Europa, il surplus commerciale della Germania si ridurrebbe di un terzo e il deficit commerciale della Francia potrebbe aumentare di più di due terzi.

L'invasione dell'Ucraina e le nuove epidemie di Covid-19 in Cina colpiranno il commercio globale con un doppio colpo nel 2022: volumi più bassi e prezzi più alti. Ora ci aspettiamo che il commercio cresca del +4,0% in termini di volume nel 2022 (-2pp in meno di quanto previsto prima della guerra), mentre il commercio in termini di valore aumenta del +10,9% (contro il +7,2% previsto in precedenza). Dopo la contrazione nel 3° trimestre 2021, il rischio di un doppio calo del volume del commercio globale nel 1° semestre 2022 è aumentato ulteriormente¹ – non solo a causa dei colli di bottiglia della catena di approvvigionamento, ma anche a causa della minore domanda

Le conseguenze economiche della guerra in Ucraina rallenteranno la crescita del PIL in tutto il mondo, soprattutto per le economie europee. Il conseguente shock della fiducia e della domanda spiega più della metà della revisione al ribasso della nostra previsione per la crescita del commercio in volume nel 2022 (vedi Figura 1). Al contrario, la crescita dei prezzi del commercio è stata rivista al rialzo di 5,7 p.p., con i prezzi delle materie prime e ulteriori interruzioni della catena di fornitura che contribuiscono in modo approssimativamente uguale.

Figura 1 - Ripartizione delle revisioni delle previsioni di crescita del commercio del 2022 (pp)



Fonte: Allianz Research

Lo shock della fiducia e della domanda si tradurrà in una perdita di 480 miliardi di dollari di esportazioni verso la Russia e i paesi della zona euro nel 2022 (più o meno equamente divisi tra le due destinazioni), con le aziende dell'Europa orientale le più esposte.

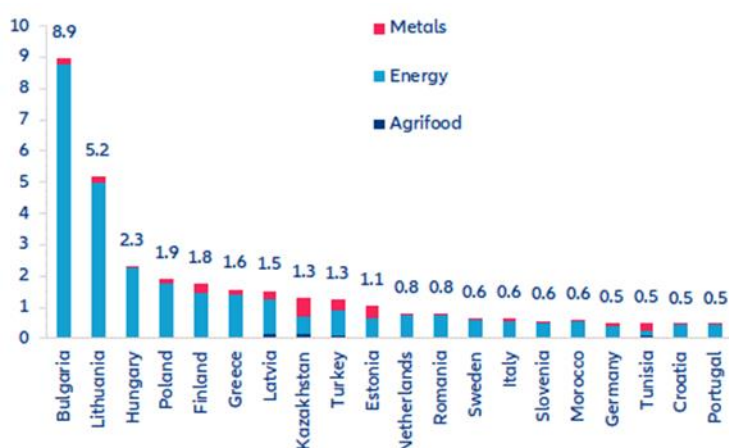
Mentre la Russia come mercato di domanda finale non è sistemica a livello globale (rappresenta solo l'1,2% delle importazioni globali in media nel 2015-2019), la recessione pluriennale che probabilmente dovrà affrontare potrebbe portare a perdite nella regione. I paesi più esposti sono Moldavia, Slovacchia, Serbia, Slovenia e Repubblica Ceca, dove le esportazioni superano l'1,5% del PIL. Tra i maggiori esportatori dell'Eurozona, la Germania e l'Italia sono tra i primi venti Paesi più esposti, con perdite potenziali fino allo 0,6% (21 miliardi di dollari) e allo 0,5% del PIL (90 miliardi di dollari) rispettivamente, nel caso peggiore in cui le relazioni con la Russia siano completamente congelate.

¹ Si veda il nostro report [Global Trade Report: Battling out of supply-chain disruptions](#).

Guardando alla Russia come fornitore nelle catene di valore globali e regionali, l'Europa dell'Est rimane la più a rischio, mentre un taglio completo delle relazioni significherebbe che le quattro maggiori economie dell'Eurozona perderebbero fino allo 0,4% del loro PIL e l'1,1% delle loro esportazioni.

Guardando l'esposizione mondiale ai beni prodotti in Russia², i settori di interesse sono l'energia (es. petrolio, gas), i metalli (es. alluminio, palladio, nickel) e l'agroalimentare (es. grano, mais) poiché la Russia rappresenta rispettivamente il 9%, il 3% e il 2% circa delle esportazioni globali di ciascun settore. Osservando precisamente la quantità di input energetici, metallici e agroalimentari prodotti in Russia che finiscono negli output di altri paesi (attraverso collegamenti commerciali diretti e indiretti), troviamo che la Bulgaria (quasi il 9% del PIL), la Lituania (più del 5% del PIL) e l'Ungheria (più del 2% del PIL) sono i più esposti (vedi Figura 2). Alcuni paesi dell'Europa occidentale e settentrionale sono anche tra i primi 20 più esposti, compresi i Paesi Bassi (0,8% del PIL), Svezia (0,6%), Italia (0,6%) e Germania (0,5%). Questo si confronta con lo 0,3% del PIL cinese che dipende dagli input russi, e lo 0,1% per gli Stati Uniti. Guardando a quanto valore aggiunto russo viene utilizzato nelle esportazioni di altri paesi, si ottengono risultati simili, con le economie dell'Europa orientale più esposte, mentre fino all'1,1% delle esportazioni delle quattro maggiori economie dell'Eurozona potrebbe essere a rischio (rispetto allo 0,7% della Cina e allo 0,2% degli Stati Uniti).

Figura 2 - Energia russa, metalli e input agroalimentari utilizzati nella produzione dei rispettivi paesi (% del PIL), top 20 esposti in termini relativi



Fonti: OCES, FMI, Allianz Research

L'Europa è quindi di gran lunga la più a rischio di interruzioni della catena di approvvigionamento causate dall'invasione russa dell'Ucraina e dalle conseguenti sanzioni. Oltre alle materie prime alimentari ed energetiche, che possono essere facilmente sostituite da altri fornitori, i metalli sono in realtà i prodotti più sensibili. Infatti, sono spesso parte di un processo industriale che è stato progettato per tenere conto delle particolarità di un certo

²L'attuale conflitto coinvolge l'Ucraina e minaccia la sua partecipazione al commercio globale. Tuttavia, abbiamo scelto di concentrarci sulla Russia per un paio di ragioni. In primo luogo, nonostante la sua importanza in alcuni settori chiave (ad esempio, le esportazioni di mais dell'Ucraina rappresentano circa il 12% del totale globale), l'Ucraina è un partner commerciale relativamente piccolo per gli altri paesi. La partecipazione dell'Ucraina nel commercio globale (cioè importazioni + esportazioni) ammonta a circa lo 0,5% delle esportazioni globali, mentre ammonta a circa il 3% per la Russia. Inoltre, il suo stock di IDE è 10 volte inferiore a quello della Russia, rendendolo un attore molto più piccolo nelle catene globali del valore. Infine, la disponibilità di dati sui collegamenti della catena di approvvigionamento dell'Ucraina è limitata.

fornitore. Di conseguenza, cambiare fornitore, anche quando è possibile, non è un compito facile perché potrebbe richiedere degli aggiustamenti industriali. Sulla base dell'analisi dei materiali critici della Commissione europea, osserviamo che la Russia rappresenta oltre il 10% delle importazioni di circa 20 metalli, con applicazioni chiave nei mezzi di trasporto, nell'elettronica di fascia alta (batterie, semiconduttori, smartphone), nell'edilizia e nell'automotive (vedi Figura 3).

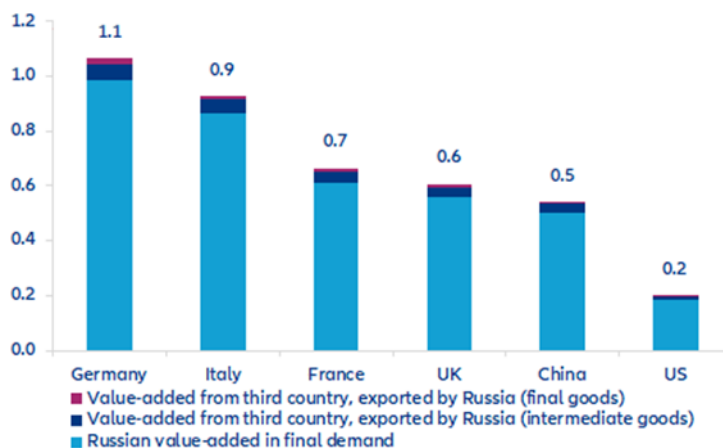
Figura 3 - Principali input di metallo dalla Russia all'UE

Metallo	Quota di fonti UE (%)	Esempio di utilizzo/prodotti
Scandio	67%	Componenti aerospaziali e attrezzature per il trasporto/sport (ad esempio, telai di biciclette)
Vanadio	60%	Leghe d'acciaio
Tungsteno	50%	Lampadine, leghe di metalli pesanti
Palladio	46%	Convertitori nell'industria automobilistica, gioielli
Ittrio	34%	Leghe di alluminio e magnesio
Cobalto	31%	Componenti aerospaziali, vetro, ceramica, batterie
Disprosio	25%	Cementi speciali, dischi rigidi
Erbio	25%	Leghe metalliche, amplificatori, laser
Europio	25%	Televisori, monitor, marchi antifalsificazione sulle banconote in euro
Gadolinio	25%	Leghe metalliche
Olmio-Thulium-Ytterbio-Lutezio	25%	Batterie, computer, smartphone, ottica fiBer, superconduttori ecc.
Lantanio	25%	Batterie per veicoli ibridi
Neodimio	25%	Magneti utilizzati in apparecchiature mediche, giocattoli, smartphone, turbine ecc.
Praseodimio	25%	Magneti usati in veicoli ibridi, turbine eoliche
Samario	25%	Magneti in lega usati in piccoli motori e apparecchi elettronici
Terbio	25%	Schermi, illuminazione
Fosfato di roccia	16%	Fertilizzanti
Platino	16%	Convertitori automobilistici, gioielli
Nichel (raffinato)	14%	Acciaio inossidabile, batterie
Alluminio (raffinato)	13%	Ampio uso dalle lattine alle attrezzature per la costruzione e il trasporto
Germanio	12%	Semiconduttori
Nichel	12%	Acciaio inossidabile, batterie
Rodio	10%	Convertitori

Fonti: Commissione europea, Allianz Research

Per tenere conto degli effetti a catena di approvvigionamento a livello secondario degli eventi in corso, bisogna prendere in considerazione anche il valore aggiunto che deve transitare per la Russia prima di raggiungere la sua destinazione finale, oltre a quello prodotto direttamente in Russia. Troviamo che quest'ultimo ha un impatto molto più grande del primo (vedi Figura 4), che è addirittura trascurabile fuori dall'Europa. Questo conferma il ruolo limitato della Russia nella logistica della catena di approvvigionamento globale e regionale. Infatti, anche se i dati ad alta frequenza mostrano che il numero di petroliere in movimento nel Mar Nero e nel Mar Baltico, e il numero di navi container ancorate nei porti russi, sono diminuiti dall'inizio della guerra, è importante tenere a mente che la Russia rappresenta solo il 2-3% circa della flotta globale di petroliere e del commercio containerizzato.

Figura 4 - Valore aggiunto prodotto in e attraverso la Russia nella domanda finale (% della domanda finale totale)

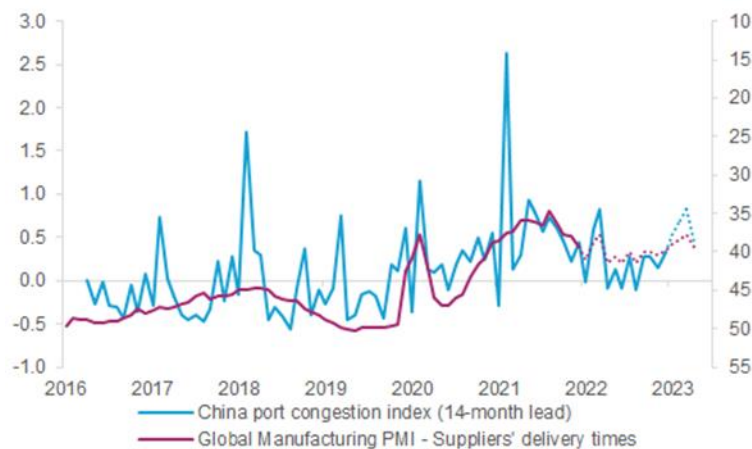


Fonti: OCSE, Allianz Research

I nuovi focolai di Covid-19 in Cina sono il problema più grande per le catene di fornitura globali, poiché la politica sostenuta di zero-Covid probabilmente manterrà i tempi di consegna elevati per tutto il 2022.

Chiusure locali e più restrizioni in risposta all'aumento delle infezioni in città come Shenzhen e Shanghai probabilmente avranno un impatto sulla produzione e la logistica in Cina. I dati mostrano che i tempi di attesa della congestione e l'ancoraggio al di fuori del porto di Yantian e la parte esterna del Delta del Fiume delle Perle sono aumentati nelle ultime settimane. Per ora, rimangono al di sotto dei livelli visti durante l'estate 2021, quando i focolai hanno portato alla chiusura temporanea dei porti. Tuttavia, questo nuovo collo di bottiglia arriva in un momento in cui l'industria marittima globale è ancora fragile. Una ripetizione delle chiusure temporanee dei porti in Cina potrebbe avere effetti a catena sulla logistica globale. La relazione storica tra il nostro indice proprietario di congestione portuale in Cina e l'indice dei tempi di consegna dei fornitori del PMI manifatturiero globale (vedi Figura 5) suggerisce che i tempi di consegna rimarranno probabilmente al di sopra della media pre-pandemia per la maggior parte del 2022, e persino si allungheranno leggermente all'inizio del 2023 - pur rimanendo al di sotto dei picchi del 2021.

Figura 5 - Indice di congestione dei porti cinesi e tempi di consegna del settore manifatturiero globale



Fonti: Database UNCTAD AIS, IHS Markit, Allianz Research

Per giunta, il costo della logistica della catena di approvvigionamento globale potrebbe essere spinto verso l'alto dall'aumento dei prezzi del petrolio. Dal 2020, il Brent e i prezzi di trasporto dei container hanno mostrato una correlazione del 90%, suggerendo un potenziale picco record di 14.000 USD/FEU per i noli.

Storicamente, i prezzi del petrolio e i tassi dei container non sono stati correlati. Nei cicli economici precedenti, in tempi di domanda "normale" e di prezzi del petrolio elevati, i vettori hanno per lo più regolato la velocità e le dimensioni della flotta piuttosto che i prezzi. Per esempio, ridurre la velocità di crociera di una nave del -20% può ridurre il consumo giornaliero di olio di bordo fino al -50%. L'ambiente post-Covid, tuttavia, ha portato a un cambiamento eccezionale. Con la domanda repressa e le interruzioni della catena di approvvigionamento, le imprese sono state disposte a pagare un premio per abbreviare i tempi di consegna e le compagnie di navigazione sono state in grado di riprezzare le tariffe in modo più aggressivo. Pertanto, dal 2020, il Brent e i prezzi dei noli dei container hanno mostrato una correlazione del 90% (vedi Figura 6), suggerendo che i prezzi del petrolio in bilico intorno a 120 USD/bbl potrebbero teoricamente portare a un nuovo picco record per i noli di 14.000 USD/FEU (un aumento del +40% rispetto al precedente picco raggiunto nel settembre 2021). I noli effettivi potrebbero alla fine non aumentare così tanto, dal momento che la domanda globale nel 2022 sarà probabilmente più morbida rispetto al 2021, mentre gli spedizionieri beneficiano ancora di un forte potere di determinazione dei prezzi e dovrebbero essere in grado di trasferire almeno una parte dei prezzi più elevati del petrolio. I prezzi dei noli dei container rimarranno quindi più elevati nel 2022 di quanto avevamo previsto in precedenza..

Nell'attuale contesto di alti prezzi del petrolio, vale la pena ricordare che oltre al difficile mercato del greggio, l'economia globale sta affrontando anche un complesso mercato del diesel e della benzina. Le scorte stanno diminuendo a livello globale, le capacità di raffinazione sono limitate e i produttori come la Nigeria, che forniscono greggio a basso tenore di zolfo (che è più facile da raffinare), si stanno sforzando di fornire più volume al mercato. Nel caso di una carenza di diesel, il settore del trasporto su strada potrebbe interrompere ulteriormente le catene di approvvigionamento globale. Le scorte stimate potrebbero fornire oltre 200 giorni di consumo per paesi come la Finlandia, circa tre mesi per la Francia, la Spagna o l'Ungheria, ma solo due mesi nel caso della Germania, dell'Italia o addirittura vicino a un mese per il Regno Unito o gli Stati Uniti.

Figura 6 - Prezzi del petrolio (USD/bbl) e prezzi dei noli dei container (USD/FEU)

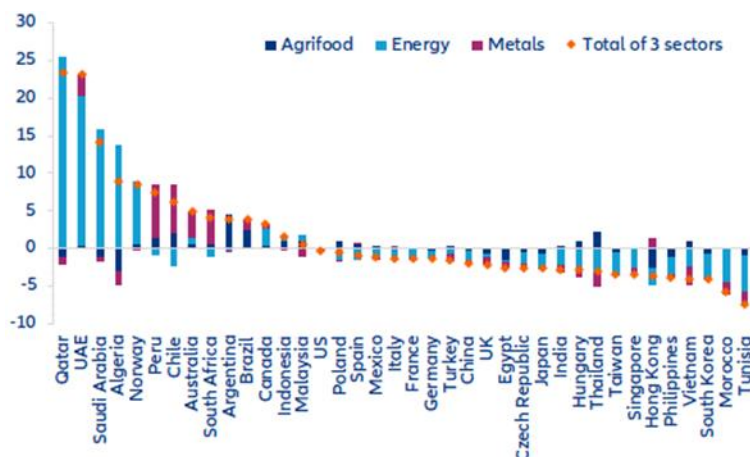


Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Allianz Research

L'aumento dei prezzi delle materie prime sta colpendo anche le ragioni di scambio dei paesi. A parità di condizioni, troviamo che il Qatar, gli Emirati Arabi Uniti e l'Arabia Saudita probabilmente vedranno il maggior aumento del loro rapporto bilancia commerciale/PIL, mentre la Tunisia, il Marocco e la Corea del Sud potrebbero vedere i maggiori cali.

Gli esportatori netti di materie prime (nei settori dell'energia, dei metalli e dell'agroalimentare) beneficeranno probabilmente di prezzi più alti e di potenziali effetti di sostituzione dalla Russia. Per quantificare più precisamente l'impatto sulle bilance commerciali, a parità di altre condizioni (vedi Figura 7), assumiamo che i prezzi nei settori dell'energia, dei metalli e dell'agroalimentare rimangano ai livelli attuali per il resto dell'anno (il che implica rispettivamente un aumento del +70%, +50% e +50% rispetto al 2021). Come tali, i paesi del Medio Oriente, la Norvegia e alcuni paesi dell'America Latina vedranno probabilmente i maggiori guadagni nella bilancia commerciale come quota del PIL. In Europa, il surplus commerciale della Germania si ridurrebbe di 1,4pp del PIL (o un terzo in termini assoluti) e il deficit commerciale della Francia potrebbe aumentare di 1,3pp del PIL (o più di due terzi in termini assoluti).

Figura 7 - Impatto dell'aumento dei prezzi delle materie prime sui saldi commerciali (in pp del PIL), a parità di altre condizioni



Fonti: UNCTAD, IMF, Allianz Research

Il finanziamento del commercio potrebbe diventare un ostacolo per alcuni esportatori nel 2022 in un contesto di maggiori costi di finanziamento in dollari, maggiori prezzi delle materie prime e sanzioni contro la Russia.

Nonostante i continui shock all'economia globale, la Fed non si discosterà dai suoi piani di inasprimento monetario. Ci aspettiamo quindi altri cinque rialzi dei tassi nel 2022 (e quattro nel 2023), mentre la riduzione del bilancio della Fed inizierebbe già a metà del 2022. In questo contesto, è probabile che il dollaro si apprezzi (ci aspettiamo un +8% rispetto all'euro in media nel 2022), e il finanziamento in dollari diventerà più costoso. I dati e la letteratura di ricerca mostrano che un tale mix tende a pesare sul commercio globale: poiché il dollaro è la principale valuta di fatturazione per il commercio, un apprezzamento dell'1% contro tutte le altre valute è associato a un calo da -0,6 a -0,8% del volume totale degli scambi tra il resto del mondo³.

Il contesto attuale sta già spingendo verso l'alto le esigenze di finanziamento per il commercio delle materie prime e comprimendo i finanziamenti per altri tipi di operazioni commerciali internazionali. Dato che i contratti futures a breve termine sono scambiati con un premio elevato rispetto a quelli a lungo termine, i commercianti di materie prime che di solito comprano materiali fisici e vendono futures per coprirsi dal rischio di prezzo hanno dovuto affrontare un aumento delle richieste di margine. Questo ha portato diversi grandi produttori di materie prime a chiedere alle banche di fornire la liquidità necessaria per soddisfare le richieste di margine. Alcuni hanno persino fatto pressioni sulle banche centrali per ottenere un supporto diretto di liquidità.

Infine, le sanzioni e le regole stanno mettendo sotto pressione i flussi commerciali con la Russia. L'UE ha messo in atto un divieto di esportazione che copre beni e tecnologie nel settore dell'aviazione e dello spazio, così come il divieto di fornire servizi di assicurazione e riassicurazione e di manutenzione relativi a tali beni e tecnologie. Questo colpirà le compagnie aeree russe, uno dei settori chiave dell'economia. Inoltre, il blocco delle più grandi istituzioni finanziarie russe e la rimozione di sette banche russe da SWIFT⁴ mette in pericolo la possibilità di transazioni con la Russia e quindi riduce drasticamente le esportazioni del G7 verso la Russia. Da parte russa, sono stati implementati severi controlli sui capitali, insieme all'obbligo per le persone giuridiche e i cittadini russi di rivendere l'80% del cambio estero (FX) ricevuto nelle transazioni commerciali. Questo significa che il finanziamento in FX per la Russia è un rischio limitato al momento, ma in uno scenario avverso in cui l'Occidente smette completamente di importare petrolio e gas dalla Russia, il paese potrebbe andare in bancarotta per quanto riguarda le sue importazioni e le esigenze di pagamento del debito estero a breve termine.

³ Per esempio, Boz, Gopinath and Plagborg-Møller (2017)

⁴ Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank, Rossiya Bank, Sovcombank, VEB Bank, VTB BANK. Le più grandi banche russe Sberbank e Gazprombank non sono ancora tagliate fuori.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per identificare i servizi forniti da Euler Hermes.