

## FOCUS



A cura del  
Dipartimento  
Ricerche Economiche  
di Coface

## Conflitto in Ucraina: stagflazione in vista

### SOMMARIO

L'escalation del conflitto in Ucraina e l'invasione di quest'ultima da parte dell'esercito russo il 24 febbraio hanno scatenato turbolenze sui mercati finanziari, accentuando drasticamente l'incertezza sulla ripresa dell'economia globale due anni dopo l'inizio della pandemia COVID-19. Poiché la Russia è il terzo produttore mondiale di petrolio, il secondo produttore di gas naturale e tra i primi cinque produttori mondiali di acciaio, nichel e alluminio, qualsiasi riduzione significativa delle forniture energetiche e delle forniture di metalli porterà con tutta probabilità a un'impennata dei prezzi globali di queste materie prime. Per tale motivo, il giorno in cui è iniziata l'invasione, i mercati finanziari di tutto il mondo sono crollati bruscamente, e sono aumentati i prezzi del petrolio, del gas naturale, dei metalli e delle materie prime alimentari (specialmente i cereali). I prezzi elevati delle materie prime erano uno dei rischi da noi già identificati come potenzialmente deleteri per la ripresa, e l'escalation del conflitto tra Russia e Ucraina aumenta la probabilità che i prezzi delle materie prime si mantengano al rialzo per molto tempo. In più, si rafforza la minaccia di una elevata inflazione di lunga durata, non solo per i bisogni primari, con il rischio conseguente di disordini sociali sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti. Industrie come l'auto, i trasporti, la chimica, e più in generale tutti i settori che utilizzano le suddette materie prime come input appaiono particolarmente esposti.

Inoltre, considerando la portata delle sanzioni annunciate dai paesi occidentali e dai loro alleati, l'economia russa si troverà in grande difficoltà e precipiterà nuovamente in una (profonda) recessione nel 2022, determinando il declassamento della sua valutazione rischio paese da B a D. L'Europa, a causa della sua dipendenza dal petrolio e, soprattutto, dal gas naturale russo, sembra essere la regione più esposta alle ripercussioni di questo conflitto. Rimpiazzare tutte le forniture di gas naturale russo all'Europa (~40% del consumo totale europeo) è praticamente impossibile nel breve-medio periodo, e gli attuali livelli di prezzo, se si manterranno fino alla fine dell'anno, avranno già un effetto significativo sull'inflazione.

Coface stima almeno 1,5 punti percentuali di inflazione aggiuntiva nel 2022 rispetto alla precedente previsione per l'Eurozona, che colpirà i consumi delle famiglie e ridurrà la crescita del PIL. Alcuni paesi, come la Germania e l'Italia, sono più dipendenti dal gas naturale russo, e l'interdipendenza commerciale tra i paesi dell'Eurozona suggerisce un rallentamento generale (1 punto percentuale tenendo conto degli impatti sul commercio estero e sugli investimenti delle imprese). Un taglio completo della fornitura di gas naturale russo farebbe salire il costo ad almeno 4 punti percentuali - portando la crescita annuale del PIL a zero nel 2022.

Nel resto del mondo, le conseguenze economiche si sentiranno principalmente attraverso l'aumento dei prezzi delle materie prime, che alimenterà pressioni inflazionistiche già presenti in gran parte del mondo prima del conflitto, e il calo della domanda dall'Europa si rifletterà sul commercio globale. Come sempre quando i prezzi delle materie prime si impennano, saranno particolarmente colpiti i paesi importatori netti di risorse energetiche e prodotti alimentari, a maggior ragione in un contesto di prezzi incerti e volatili, con lo spettro di rilevanti limitazioni degli approvvigionamenti nel caso di una ulteriore escalation del conflitto, e altre eventuali sanzioni e ritorsioni.

In breve, il mondo è cambiato, e così anche i rischi.



## Impatto del conflitto sull'industria energetica

Con le limitazioni dei mercati del gas naturale e del greggio che all'inizio dell'anno già proiettavano i prezzi a nuovi massimi, il conflitto minaccia di mettere ulteriormente sotto pressione i mercati energetici.

La Federazione Russa è il secondo produttore mondiale di gas naturale (679 miliardi di metri cubi nel 2019) e il terzo produttore di greggio (11,2 milioni di barili al giorno nel 2019). In seguito agli ultimi sviluppi, i prezzi del petrolio Brent hanno superato i 100 dollari al barile per la prima volta dal 2014, mentre i prezzi TTF del gas in Europa sono saliti al record di 192 euro il 4 marzo (grafico 1).

Rimpiazzare le forniture di gas naturale russo dirette all'Europa (~40% del consumo totale europeo) sarà impossibile a breve termine, e molto impegnativo anche limitatamente ai soli flussi che transitano attraverso l'Ucraina. Nel 2022, l'Europa dovrà probabilmente competere con i paesi asiatici per le metaniere disponibili sul mercato spot, e una contrazione molto più significativa dell'offerta da parte della Russia porterebbe alla distruzione della domanda.

Per quanto riguarda il greggio, vi sono opzioni per l'aumento della produzione da altre fonti - l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) dovrebbe continuare a revocare i suoi tagli alla produzione e la produzione non-OPEC è in aumento in diversi paesi (Canada, Brasile, Guyana, ecc.) e potrebbe accelerare alla luce dei prezzi attuali (shale oil negli USA). Tuttavia, queste alternative potrebbero non essere sufficienti a compensare le gravi interruzioni dell'offerta russa. Il principale fattore al rialzo per l'offerta di petrolio, che potrebbe limitare l'aumento dei prezzi, sarebbe un possibile accordo nucleare con l'Iran, che detiene il quinto stock di riserve accertate di petrolio al mondo e la cui produzione è stata limitata dalle sanzioni USA. Le prospettive di progressi sono notevolmente migliorate dopo il viaggio a Teheran del capo dell'Agenzia internazionale dell'energia atomica il 5 marzo. Se l'Iran tornasse sul mercato, più di 1 milione di barili al giorno di esportazioni potrebbero gradualmente rimpiazzare le interruzioni delle forniture russe. Per far fronte alle preoccupazioni sulla potenziale sospensione dei 4-5 milioni di barili esportati ogni giorno dalla Russia, i paesi dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) - un gruppo di 31 paesi OCSE che rappresentano circa il 45% del consumo globale di petrolio - hanno concordato il 1° marzo di attingere 60 milioni di barili di petrolio dalle loro riserve di emergenza. Si tratta di circa il 4% di quelle scorte ed equivale a circa 2 milioni di barili al giorno per un mese. Questo è il quarto prelievo coordinato dell'AIE dopo il 1991, il 2005 e il 2011. Nel frattempo, l'OPEC e i suoi partner (che include la Russia) non hanno segnalato

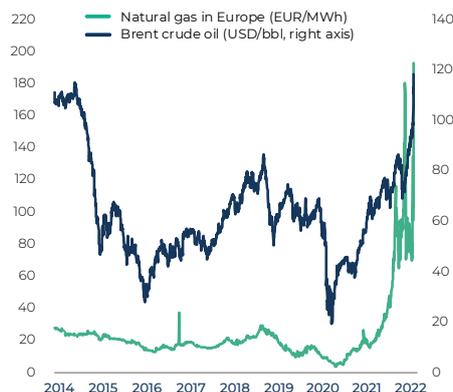
un aumento più rapido della produzione di greggio. L'OPEC+ ha concordato di regolare la sua produzione complessiva al rialzo di 400.000 barili al giorno da marzo ad agosto, come ha fatto da agosto 2021. La sospensione del progetto del gasdotto Nord Stream 2, che collega la Russia alla Germania attraverso il Mar Baltico, è stata tra i primi passi compiuti in risposta alle azioni della Russia, ma bisogna notare che le sanzioni occidentali contro la Russia finora hanno ampiamente risparmiato il settore energetico. Il mercato del petrolio si sta comunque già autosanzionando, con rilevanti sospensioni delle esportazioni russe e uno sconto del prezzo del petrolio russo superiore al 30%.

## Impatto del conflitto sull'industria agroalimentare

La pressione sui prezzi delle materie prime agricole - che erano già orientati al rialzo - sarà intensificata dal conflitto. La Russia è il maggiore esportatore di grano del mondo (quasi il 20% degli scambi mondiali). Inoltre, l'Ucraina è un produttore chiave di mais (6° più grande), grano (7°), girasoli (1°), oltre ad essere tra i primi dieci produttori di barbabietola da zucchero, orzo, soia e colza. Nel 2019, la Russia e l'Ucraina insieme rappresentavano il 25%, il 21% e il 17% delle esportazioni globali rispettivamente di grano, orzo e mais (grafico 2). Inoltre, Russia e Ucraina rappresentano anche circa il 75% delle esportazioni globali di semi di girasole e olio di cartamo (entrambi sono utilizzati come olii alimentari per il consumo umano e animale). Quindi, con l'Ucraina che sospende la navigazione commerciale nei suoi porti e la Russia che chiude il Mar d'Azov alle navi commerciali, vi saranno significative interruzioni di fornitura.

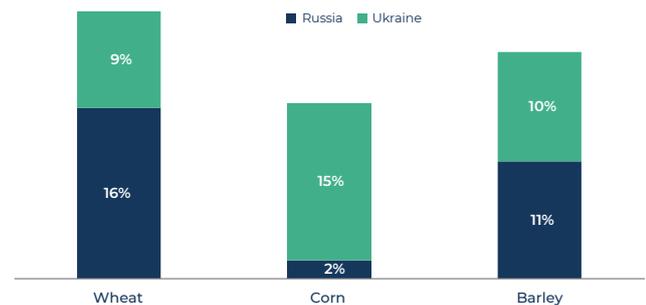
Inoltre, i principali operatori per la commercializzazione di cereali, tra cui ADM, Cargill e Bunge, hanno sospeso le loro operazioni in Ucraina (ma finora nessuno ha fermato la propria attività in Russia). Anche se la Russia spedisce i suoi cereali principalmente dai porti del Mar Nero (ancora aperti nel momento in cui è redatto tale studio) e i porti del Mar d'Azov sono molto più piccoli, tali interruzioni potrebbero già influenzare le esportazioni di grano, mais e orzo in Egitto e Turchia (i due maggiori acquirenti di grano russo, e secondo e terzo importatore di grano ucraino), oltre a Cipro, Italia e Libano. Il maggior prezzo dei cereali (grafico 3) si tradurrebbe in prezzi al consumo più alti per prodotti come la pasta o la farina, oltre all'olio alimentare (come l'olio di girasole o di cartamo, ma anche altri olii alimentari come quello d'oliva). Inoltre, si avrebbe un aumento dei prezzi della carne, poiché mais e cereali grezzi sono utilizzati per l'alimentazione degli animali. Le conseguenze dell'evento in corso de La Niña<sup>1</sup>, che sta determinando

Chart 1: Oil and Natural gas prices



Sources: Refinitiv, Coface

Chart 2: Russia and Ukraine's share in global exports of selected grains



Sources: Trademap, Coface

una minore produzione di soia e mais in America Latina, saranno probabilmente amplificate.

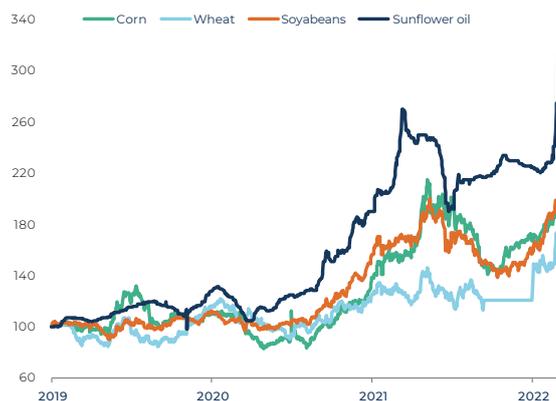
Un altro effetto indiretto per l'industria agroalimentare deriverebbe dal gas naturale, un input cruciale per i fertilizzanti. L'impennata dei prezzi porterà a una minore produzione di fertilizzanti e/o a prezzi più alti, riducendo così le rese agricole. Inoltre, una minore produzione di fertilizzanti significa meno CO2 disponibile per stordire il bestiame prima della macellazione, e anche per alcune bevande. I prezzi elevati del gas intensificheranno le pressioni sui prezzi alimentari globali attraverso vari canali.

## Impatto del conflitto sull'industria dei metalli

La Russia è un grande produttore di palladio, alluminio, nichel e rame (grafico 4). Come per l'energia e le materie prime agricole, anche i prezzi dei metalli erano in aumento negli ultimi mesi a causa di squilibri significativi, destinati a peggiorare (grafico 5). Se alcuni comparti hanno beneficiato dei prezzi elevati, questi ultimi hanno avuto forti impatti negativi sulle fonderie e sui produttori di leghe, la cui redditività ha risentito anche degli alti prezzi dell'energia, soprattutto in Europa. In ogni caso, gran parte dell'aumento dei prezzi dovrebbe pesare sugli utenti finali dei principali metalli di base e preziosi, in particolare l'industria automobilistica e aeronautica, nonché il settore delle costruzioni. Il palladio, ad esempio, è fondamentale per le marmitte catalitiche dei motori a combustione interna. Il palladio è anche usato nella produzione di semiconduttori, come anche il neon, un gas critico per i processi di litografia nella produzione di chip, di cui l'Ucraina produce circa il 70% dell'export mondiale. È quindi probabile che le forniture russe e ucraine di palladio e gas neon, particolarmente critiche per l'industria USA, vadano ad aggiungersi alle discontinuità dell'offerta globale di semiconduttori. Inoltre, il nichel è cruciale per le batterie agli ioni di litio per i veicoli elettrici. Poiché l'Indonesia, che detiene la più grande riserva di nichel del mondo, ha vietato le esportazioni di minerale per trattenere maggior valore aggiunto, la posizione russa è resa ancora più importante in quanto molte aziende si affrettano a garantirsi la fornitura in un mercato già volatile. L'alluminio (carrozzerie, aeroplani, finestre, elettrodomestici) e il rame (filì e barre, elettronica, costruzioni e molti altri ambiti industriali) hanno utilizzi diffusi. L'attuale transizione alla mobilità elettrica dipende fortemente dall'accesso a un'ampia ed economica fornitura di prodotti di alluminio, rame, nichel, litio e platino.

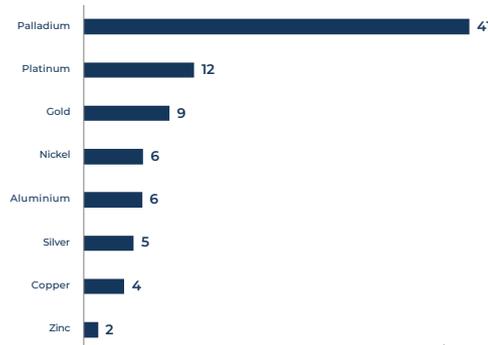
La concorrenza per le materie prime minerali implica che l'Europa potrebbe trovarsi in difficoltà nell'accedere

**Chart 3: Sunflower oil and selected grain prices (100 = Jan 2019)**



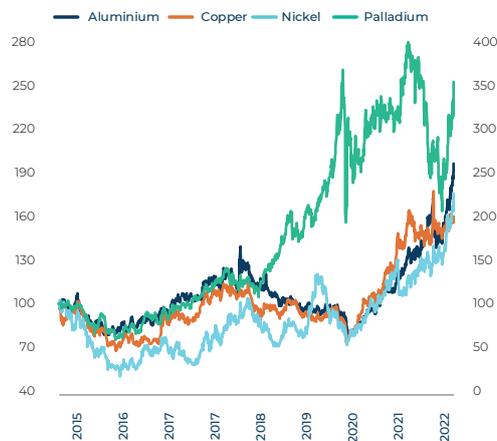
Sources: Refinitiv, Coface

**Chart 4: Russia's share of selected metals in global production in 2019**



Sources: JP Morgan, Coface

**Chart 5: Selected metal prices (100 = Jan 2015)**



Sources: Refinitiv, LME, Coface

ai metalli nel caso di aumento delle importazioni della Cina. Questi metalli sono fondamentali per il manifatturiero e le costruzioni, e molti settori in Europa potrebbero trovarsi nelle condizioni di interrompere la produzione in Europa in mancanza di forniture. Inoltre, con l'aumento dei prezzi dell'energia, molte fonderie europee hanno sospeso una parte della loro produzione considerata non redditizia. La catena di approvvigionamento dei metalli è complessa. I vincoli di diversi mercati potrebbero amplificare la scarsità e spingere i prezzi a livelli insostenibili.

## Impatto del conflitto sull'industria dell'auto

La situazione attuale ha un forte impatto sul settore automobilistico, già in tensione per scarsità e prezzi elevati delle materie prime: semiconduttori, cobalto, litio, magnesio, ecc. Gli stabilimenti automobilistici ucraini riforniscono le principali case automobilistiche dell'Europa occidentale, in particolare i cablaggi dei cavi elettronici all'interno di un'auto. Per esempio, VW e Renault hanno annunciato venerdì scorso il fermo di alcune delle loro fabbriche in Europa (Zwickau e Dresda, Togliatti e Mosca) a causa degli scontri in corso tra i belligeranti. Pochi giorni più tardi anche Porsche e BMW hanno annunciato la chiusura degli impianti. Diversi stabilimenti in tutto il mondo hanno già pianificato sospensioni a causa della carenza di chip, e la situazione attuale si aggiungerà ai problemi del settore auto. Va anche detto che i consumatori in Europa risentono già dei rapidi aumenti di prezzo dei veicoli elettrici, promossi negli ultimi anni a scapito delle auto con motore a combustione in disperato bisogno di accesso al palladio per le marmitte catalitiche.

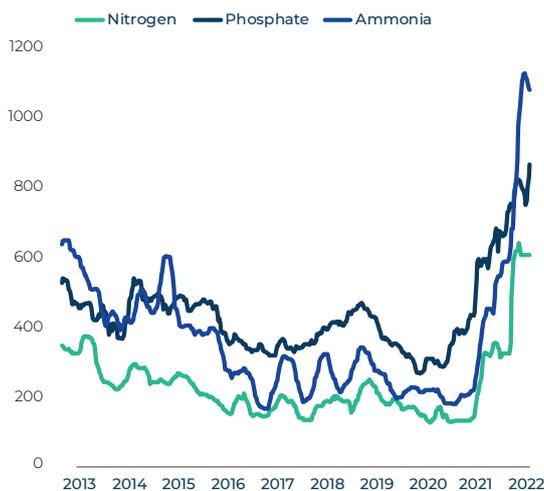


## Impatto del conflitto sulla chimica

Molti prodotti chimici si trovavano già in un contesto turbolento e altamente volatile (per la clientela), poiché i prezzi stavano raggiungendo livelli che non si vedevano da diversi anni. La Russia è anche un produttore di derivati del petrolio e del gas: possiamo quindi aspettarci un aumento dei costi delle materie prime per i prodotti petrolchimici. Il maggior prezzo di nafta ed etano – strettamente correlati ai prezzi di riferimento del gas naturale e del greggio – avranno effetti sui margini di alcune aziende petrolchimiche.

Come già accennato nella sezione sull'industria agroalimentare, anche i prezzi dei fertilizzanti sono in aumento (grafico 6). I tre componenti primari nei fertilizzanti commerciali - azoto, potassio e fosforo – potranno risentire in effetti degli attuali sviluppi. I prezzi dell'azoto sono saliti bruscamente dopo che la Russia ha invaso l'Ucraina. La Russia è un esportatore chiave di azoto con 7 milioni di tonnellate di urea esportate annualmente in un mercato di 55 milioni di tonnellate. Il conflitto si somma alle criticità di approvvigionamento, legate in particolare al divieto di esportazione di fertilizzanti da parte della Cina fino a giugno 2022 per garantire l'approvvigionamento alimentare interno.

Chart 6: Fertilizer prices (USD/ton)



Sources: Refinitiv, Coface

L'aumento significativo dei prezzi e le turbolenze in corso non incentiveranno le autorità cinesi a revocare il divieto di esportazione. Infine, ma non meno importante, con la perdita di produzione in Europa occidentale, bisogna notare che le scorte si stanno esaurendo, in particolare in India, un importatore chiave.

Inoltre, la Russia e la Bielorussia, anch'essa bersaglio di sanzioni, sono grandi esportatori di potassio: BPC (Bielorussia) e Uralkali (Russia) rappresentano circa un terzo dell'intero mercato del potassio. Il mercato è basato su contratti a lungo termine tra paesi ed è già limitato, come evidenzia il trend al rialzo dei prezzi di New Orleans, Louisiana (NOLA) dal 2020. La Russia è anche un operatore importante nei mercati del fosforo, con il 10% del mercato del fosfato di ammonio e il 20% del fosfato monoammonico, e rifornisce principalmente l'Europa. Come il potassio, il fosfato è un mercato caratterizzato da contratti/accordi a lungo termine. Il mercato è già limitato, e i dazi statunitensi sui minerali da Marocco, Cina e Russia hanno amplificato gli squilibri.

## Impatto del conflitto sul settore dei trasporti

L'aumento dei prezzi dell'energia, in particolare del petrolio, si rifletterà anche sul settore dei trasporti. Le compagnie aeree e le compagnie di trasporto marittimo risentiranno dell'aumento dei prezzi del carburante. Le compagnie aeree sono maggiormente a rischio: si stima che il carburante rappresenti circa un terzo dei loro costi totali. Saranno seriamente colpiti, insieme ai paesi europei, gli Stati Uniti e il Canada che hanno proibito l'accesso ai loro territori alle compagnie aeree russe. La ritorsione della Russia, che ha già vietato agli aerei europei e canadesi (e con ogni probabilità a quelli americani) il proprio spazio aereo, implica anche costi più elevati, poiché le compagnie aeree dovranno adottare rotte più lunghe per aggirare il paese più grande del mondo per superficie. I divieti dovrebbero anche riflettersi sulla domanda russa di viaggi. L'ampiezza dell'impatto varia in base alla collocazione geografica della compagnia aerea e dipenderà dall'incidenza della Russia sulla sua domanda. Le compagnie aeree hanno margini di manovra ridotti per un aumento dei costi, poiché continuano a risentire dei minori ricavi derivanti dall'impatto della pandemia sui viaggi internazionali. Anche il trasporto ferroviario sarà influenzato dal conflitto: alle società europee è ora vietato fare affari con le ferrovie russe. Questo probabilmente interromperà l'attività di trasporto merci tra l'Asia e l'Europa, attraverso la Russia. Il trasporto ferroviario tra i due continenti è di solito un buon compromesso tra aereo (più veloce ma più costoso) e nave (più economico ma più lento). Inoltre, durante la pandemia, le tariffe per il trasporto aereo e marittimo sono fortemente aumentate, avvantaggiando il trasporto ferroviario tra Asia ed Europa, la cui quota nel trasporto totale tra le due regioni è fortemente aumentata negli ultimi due anni.

## Impatto del conflitto sull'industria del legno

La Russia è un grande esportatore di legname (16% delle esportazioni globali nel 2019), in particolare legno di conifera, e più in generale di prodotti forestali. L'Unione europea e le industrie cinesi di trasformazione del legno dipendono soprattutto dalle esportazioni dalla Russia. Prima del conflitto, gli importatori erano già preoccupati dalle restrizioni all'esportazione poste dalla Russia sulle esportazioni di legname (dazi all'esportazione più elevati, riduzione del numero di punti di attraversamento). Le sanzioni commerciali alla Russia acuiranno ulteriormente le tensioni in questo settore, con una potenziale contrazione dell'offerta globale di legname ed ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi, già elevati.

Chart 7: USD/RUB exchange rate (1 USD = ... RUB)



Sources: Refinitiv, Coface

## Profonda recessione in vista per l'economia russa

A causa dell'escalation del conflitto con l'Ucraina e delle conseguenti dure sanzioni adottate dai paesi occidentali, l'economia russa tornerà in recessione (previsione aggiornata di Coface sul PIL per il 2022: -7,5%) dopo la ripresa registrata lo scorso anno. Pertanto, Coface declassa la valutazione rischio paese della Russia da B (poco elevato) a D (molto elevato). Le sanzioni colpiscono in particolare le grandi banche russe, escludendone sette dal sistema di comunicazione internazionale SWIFT (**Box 1** - Vedi pagina seguente).

Inoltre, sono state imposte diverse sanzioni sulle riserve di valuta estera della banca centrale russa (CBR) (per lo più detenute in conti occidentali), mentre gli Stati Uniti hanno vietato l'impegno su qualsiasi transazione che coinvolga la CBR. Inoltre i paesi occidentali hanno proibito la negoziazione di titoli del debito sovrano russo, ed è stato limitato l'accesso a capitali esteri. Specifici funzionari pubblici e oligarchi russi sono oggetto di congelamento dei patrimoni e restrizioni di viaggio. Sono state applicate anche sanzioni ai settori della difesa della Russia, controllo sull'export di componenti ad alta tecnologia verso la Russia, e chiusura dello spazio aereo dell'UE, del Canada e degli Stati Uniti agli aerei russi. Queste misure esercitano una considerevole pressione al ribasso sul rublo russo (**grafico 7**), che è già crollato e

determinerà un'impennata dell'inflazione dei prezzi al consumo. Il 28 febbraio 2022, con un provvedimento d'emergenza la banca centrale russa ha già portato il tasso d'interesse di riferimento al 20% (da un livello già relativamente alto del 9,5%), e potrebbe aumentarlo ulteriormente per combattere il deprezzamento del rublo e l'inflazione elevata. Rispetto a gran parte degli altri paesi emergenti ricchi di risorse minerarie, la Russia ha consolidato una situazione finanziaria relativamente forte: basso livello di debito pubblico estero, ricorrente saldo attivo delle partite correnti, e allocazione di una discreta quota delle sue entrate minerarie nel Fondo nazionale di previdenza, oltre a consistenti riserve estere (circa 640 miliardi di dollari). Tuttavia, il congelamento prontamente imposto su queste ultime dai paesi occidentali depositari impedisce alla banca centrale russa di impiegarle e riduce l'efficacia della risposta russa per limitare il deterioramento, e soprattutto il crollo del rublo. Negli ultimi anni, la Russia ha ridotto la sua dipendenza dal dollaro USA a favore dell'euro. Di conseguenza, a metà del 2021, le riserve in dollari rappresentavano il 16% del totale, il 32% in euro, il 7% in sterline, mentre lo yuan (CNY) era al 13%. Le riserve d'oro rappresentavano il 22%.

Per compensare l'impatto delle sanzioni, sono state attuate misure di controllo dei capitali con il divieto di effettuare trasferimenti in valuta, compreso il servizio del debito in valuta al di fuori del paese. Anche gli esportatori russi sono obbligati a vendere l'80% delle loro entrate in valuta estera. Inoltre, la Banca di Russia

### Box 1

#### IMPATTO DELL'ESCLUSIONE DI SELEZIONATE BANCHE RUSSE DA SWIFT

La Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) è un sistema di messaggistica globale per le banche. SWIFT è una cooperativa internazionale di banche globali, simile a una rete di legami familiari per tutta la finanza internazionale. SWIFT di per sé non effettua pagamenti, ma il suo sistema standardizzato di messaggi sicuri è altamente affidabile, in quanto consente a una banca che riceve un messaggio di essere sicura che si tratti di un'istruzione valida e di procedere in sicurezza. Inoltre, consente alle banche di elaborare elevati volumi di transazioni molto rapidamente, collegando 11.000 banche e istituzioni in oltre 200 paesi.

La Commissione Europea ha annunciato che sette banche sarebbero state tagliate fuori da SWIFT: VTB Bank (la seconda banca più grande), Vnesheconombank (VEB), Rossiya Bank, Sovcombank, Bank Otkritie, Novikombank e Promsvyazbank. Per mitigare le ricadute della decisione sui pagamenti di petrolio e gas, Sberbank (il più grande finanziatore di asset) e Gazprombank (pesantemente coinvolta nel settore energetico) non sono incluse nell'elenco.

In questo contesto, le banche russe avranno a disposizione tre opzioni alternative per le transazioni:

- Le banche russe potrebbero continuare a effettuare transazioni transfrontaliere facendo affidamento su strumenti di comunicazione più lenti e meno sicuri, come fax, e-mail, telefonate e lettere (come hanno fatto le banche iraniane tra il 2014 e il 2016), con maggiori costi e vulnerabilità agli attacchi informatici.
- Le transazioni potrebbero essere effettuate tramite banche russe che non sono state escluse da SWIFT, se esiste un "accordo di corrispondenza" tra le banche. In caso contrario, le aziende dovranno aprire un conto presso le banche autorizzate ad operare su SWIFT per poter effettuare le proprie operazioni.
- Per effettuare transazioni attraverso reti di pagamento alternative possono utilizzare: (a) il Sistema per il trasferimento di messaggi finanziari (SPFS), sviluppato dalla Banca centrale russa o (b) i Sistemi di pagamento interbancari transfrontalieri cinesi (CIPS). Tuttavia, questi due sistemi alternativi hanno molti meno partecipanti rispetto a SWIFT, il che limita notevolmente le possibilità di transazione.

Il Sistema russo per il trasferimento di messaggi finanziari (SPFS) funziona bene per le transazioni nazionali ma ha costi di transazione più elevati. Attualmente, 400 banche si sono già collegate a SPFS. Tra loro ci sono banche russe, alcune banche dei paesi della CSI e banche di Germania, Svizzera, Francia, Giappone, Svezia, Turchia e Cuba. Il numero di partecipanti stranieri al sistema SPFS è in costante crescita e alla fine del 2021 erano 40. Tuttavia, la sua diffusione non è paragonabile a SWIFT.

A fine gennaio 2022, si contavano 1.280 partecipanti ai Sistemi di pagamento interbancari transfrontalieri cinesi (CIPS), inclusi 75 partecipanti diretti e 1.205 partecipanti indiretti, che coprivano 103 paesi e regioni in tutto il mondo. I partecipanti diretti aprono un conto con CIPS e possono inviare e ricevere affari direttamente tramite CIPS. I partecipanti indiretti ottengono i servizi forniti da CIPS indirettamente attraverso partecipanti diretti. I partecipanti indiretti CIPS potrebbero comunque dover passare attraverso SWIFT per completare gli accordi.

Tra i partecipanti diretti, ci sono 11 banche estere (DBS, Citibank, JPMorgan, Standard Chartered, HSBC, Deutsche, BNP Paribas, ANZ, MUFJ, Mizuho e SMBC). Poco più di un terzo (27 su 75) si trova all'estero, filiali all'estero di società cinesi, otto sono in Europa, una in Russia (Industrial and Commercial Bank of China RMB Clearing Bank in Russia).

Tra i partecipanti indiretti, ci sono 934 imprese in Asia (541 in Cina), 159 in Europa, 43 in Africa, 29 in Nord America, 23 in Oceania e 17 in Sud America. Almeno 23 banche russe sono collegate a CIPS (come partecipanti indiretti) e la Russia non avrà problemi a fare affari in yuan tramite CIPS. Inoltre, negli ultimi anni le principali istituzioni private e statali russe hanno accettato pagamenti in yuan. Ad esempio, nel settembre 2021, Gazprom è passata dall'accettare pagamenti in dollari USA ai pagamenti in yuan per il carburante per aerei. Sebbene abbia più partecipanti di SPFS, anche la sua diffusione non è paragonabile a SWIFT.

ha proibito il pagamento delle cedole per gli investitori stranieri che detengono debito sovrano denominato in rubli, mentre alle aziende russe è vietato pagare i dividendi ai loro azionisti stranieri.

Box 2

### IL RUOLO DELLA CINA NELLA CRISI RUSSIA-UCRAINA

Il commercio bilaterale ha raggiunto il record di 145,9 mld di USD nel 2021, rispetto ai 107,8 mld di USD del 2020. Le esportazioni cinesi verso la Russia sono aumentate del 35% dal 2020 a 67,6 mld di USD, mentre le importazioni dalla Russia sono aumentate del 12% a 78,4 mld di USD, con importazioni di energia dominante (quasi i due terzi delle importazioni totali della Cina dalla Russia). Le società russe hanno anche indicato una preferenza verso l'utilizzo dello yuan per gli accordi commerciali. Gli accordi commerciali che utilizzano lo yuan sono passati dal 3,1% del commercio Cina-Russia nel 2014 al 17,5% nel 2020. Il 25 febbraio 2022, Gazprom Neft, l'unità petrolifera di Gazprom, ha annunciato la migrazione verso accordi in yuan per il carburante aereo.

#### Accordo bilaterale di swap in valuta locale

*Nell'ottobre 2014, la People's Bank of China (PBoC) e la CBR hanno firmato un accordo bilaterale di swap in valuta locale con una scala di 150 miliardi di RMB / 815 miliardi di RUB, valido per tre anni. L'accordo è stato successivamente prorogato due volte a novembre 2017 e novembre 2020. Secondo le notizie, sono stati avviati più swap bilaterali in valuta locale, con fondi forniti a banche commerciali cinesi e russe, ma sono stati forniti dettagli minimi. Tuttavia, la filiale della PBoC a Qingdao ha dichiarato nel 2018 di aver facilitato un prestito in rubli utilizzando lo swap, con la Bank of China che prestava rubli a un'azienda locale in modo che potesse importare merci russe.*

Tutto ciò si aggiunge al divieto temporaneo di vendere asset russi da parte degli investitori stranieri per ridurre la fuoriuscita di fondi dal paese. Inoltre, il governo russo ha ordinato al ministero delle finanze di spendere fino a 1000 miliardi di rubli (10,3 miliardi di dollari) dal National Wealth Fund (fondo sovrano) per comprare azioni in aziende russe. L'aumento dell'inflazione eroderà il potere d'acquisto dei consumatori russi, determinando un calo dei consumi privati reali, tradizionale motore della crescita (50% del PIL). Oltre all'inflazione, i costi di finanziamento più elevati e il calo della fiducia limiteranno la spesa delle famiglie e gli investimenti delle imprese. Analogamente, gli investimenti pubblici non hanno accelerato negli ultimi anni e attualmente si prevede che saranno sospesi.

Per contro, l'economia russa potrebbe beneficiare dei maggiori prezzi per le materie prime, specialmente per le sue esportazioni energetiche di punta. Tuttavia, i paesi dell'UE hanno annunciato l'intenzione di limitare le importazioni dalla Russia. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) ha pubblicato un piano in 10 punti per ridurre la dipendenza europea dalla Russia, stimando che l'Europa potrebbe tagliare le importazioni di oltre un terzo entro un anno. In tal caso, si avrebbe una domanda più moderata e prezzi più contenuti, soprattutto considerando che

il fabbisogno europeo si ridurrà con il termine della stagione invernale.

Questa trend potrebbe rafforzarsi nel caso in cui la Russia riduca o interrompa i flussi dei gasdotti verso l'Europa come controsanzione. Nell'ambito dell'industria, la limitazione all'accesso a semiconduttori, computer, telecomunicazioni, automazione e attrezzature per la sicurezza informatica di provenienza occidentale potrebbe rivelarsi dannosa, data l'importanza di questi input nei settori minerario e manifatturiero russo.

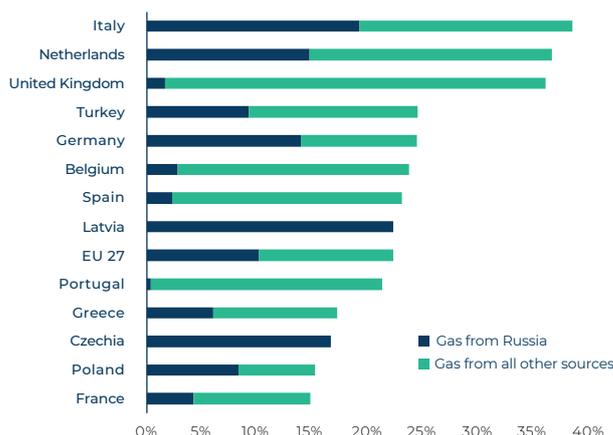
Inoltre, anche prima dell'adozione di queste restrizioni ufficiali formali, varie aziende occidentali hanno deciso di sospendere o limitare la loro attività nella Federazione Russa. Per cercare di limitare l'impatto, la Russia sarà probabilmente orientata ad approfondire le sue relazioni commerciali con la Cina (Box 2), già principale mercato per le sue esportazioni e importazioni.

### Le economie europee sono sicuramente quelle più a rischio

L'Europa è sicuramente la regione più esposta, a causa della sua dipendenza dal petrolio e dal gas russi (grafico 8). Mentre la dipendenza dal gas russo varia notevolmente da un paese all'altro, tutte le economie saranno colpite dall'impennata dei prezzi del gas nel continente. Insieme all'incremento del prezzo di altre materie prime, ciò alimenterà pressioni inflazionistiche in tutti i paesi della regione, riduzione del reddito disponibile delle famiglie e, quindi dei consumi privati. Inoltre, considerati i consistenti flussi commerciali all'interno dell'Eurozona, è molto probabile che tutte le economie ne risentano in modo significativo. Nel caso della Germania, il gas naturale è la seconda fonte di energia e 31,6 milioni di persone (37% della popolazione) vivono in una abitazione riscaldata a gas. Le importazioni di gas dalla Russia (65% del totale delle importazioni di gas) non sono facilmente sostituibili in quanto non ci sono terminali GNL nei porti tedeschi, anche se Coface non prevede, almeno nel breve termine, che la Germania terminerà le riserve di gas (sufficienti per tutto l'inverno). Oltre al gas, il commercio diretto totale di merci con la Russia è molto ridotto. Tuttavia, c'è qualche connessione nell'industria automobilistica. Mentre la Germania sarà la più colpita tra le principali economie dell'Eurozona, l'Italia non è da meno. Sebbene l'Italia abbia gestito le riserve di stoccaggio meglio dei suoi omologhi europei (capacità del 39% contro una media UE del 30%), il primo ministro Mario Draghi ha avvertito che i livelli attuali sono bassi e in genere vengono raggiunti solo fino a fine marzo. Sul fronte della stabilità finanziaria, l'esposizione relativamente forte di Unicredit ha destato preoccupazione, ma con la sua controllata russa che rappresenta circa il 3% del capitale e dei ricavi del gruppo, non rappresenta un rischio sistemico.

La Francia è meno dipendente dal gas russo, da un lato perché consuma meno gas grazie agli investimenti nell'energia nucleare e, dall'altro, perché la Russia è solo il suo secondo maggior fornitore dopo la Norvegia (20% contro 36%). Tuttavia, la Russia rappresenta circa il 10% di diverse importazioni di metalli: alluminio, minerali di ferro, nichel e titanio. Inoltre, l'Ucraina è anche un fornitore chiave per l'olio di girasole (65% del totale delle importazioni di olio di semi di girasole grezzo). L'economia spagnola, malgrado sia meno dipendente dal gas russo, che rappresenta solo il 9% delle sue importazioni di gas (dopo Algeria, Nigeria o persino Qatar), vedrà probabilmente alcuni settori direttamente condizionati dalla dipendenza dalle importazioni ucraine di mais (30% del totale delle importazioni di mais) e olio di semi di girasole (70%). Inoltre, come evidenziato negli ultimi mesi, l'inflazione energetica è particolarmente volatile in Spagna a causa dell'elevata quota di contratti con variazioni giornaliere di prezzo. Di conseguenza, i consumi, che a fine 2021 erano ancora dell'8% al di sotto del livello pre-crisi a causa della riduzione del reddito disponibile

Chart 8: Natural gas as a share of total primary energy consumption in 2019



Sources: Eurostat, Coface

(rispetto ad altre principali economie dell'Eurozona), potrebbero contrarsi ulteriormente. Sebbene l'inflazione sembrasse temporanea, con una possibile riduzione nella seconda metà del 2022, è probabile che l'incremento dei prezzi dell'energia per un periodo prolungato alimenterà pressioni inflazionistiche. Secondo la stima di Coface, l'impennata dei prezzi delle materie prime porterà a 1,5 punti percentuali di inflazione aggiuntiva nell'Eurozona nel 2022. Poiché i costi di input rimarranno elevati per lungo tempo, ciò dovrebbe influire ulteriormente sulla redditività delle imprese e sulla loro capacità di assorbire tali costi, che verrebbero così trasferiti ai consumatori, alimentando effetti indiretti e/o a catena sull'inflazione.

sectors be directly impacted by the dependence on Il 10 marzo, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) pubblicherà le sue ultime previsioni sull'inflazione, che probabilmente mostreranno una revisione al rialzo, portando a crescenti pressioni per inasprire la politica monetaria. Tuttavia, vale la pena ricordare che gli strumenti della BCE non hanno alcun controllo sui prezzi dell'energia. Inoltre, con i mercati finanziari in ribasso, il contesto è diventato più sfavorevole. La BCE ha affermato in una dichiarazione che sarebbe pronta a stabilizzare i mercati finanziari. Come inizialmente previsto, è probabile che a fine mese termini il programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) e per il momento manterrà invariata la sua comunicazione; qualsiasi discussione su un aumento del tasso sui depositi verrà probabilmente rinviata fino a quando non ci sarà una visione più chiara delle prospettive economiche e politiche per l'Europa. Il 1° marzo i rendimenti delle obbligazioni sovrane italiane e greche a 10 anni sono scese di 20 punti base a seguito dei commenti da parte dei funzionari della BCE con l'intento di proteggere dal rischio di un rialzo prematuro dei tassi di interesse. In termini di sostenibilità del debito, rimanere in un contesto di tassi di interesse estremamente bassi compenserebbe i venti contrari di stagflazione che l'Europa sta attualmente affrontando. Nel momento in cui il presente studio viene redatto, in quello che potremmo definire lo scenario migliore, ipotizzando un graduale allentamento delle tensioni e un calo dei prezzi delle materie prime rispetto al loro picco storico – pur rimanendo elevati –, stimiamo un impatto medio sull'Eurozona vicino a un punto percentuale, con un calo maggiore nei paesi più esposti, come la Germania. Non è però da escludere uno scenario più avverso, in cui si potrebbe assistere a una maggiore discontinuità dei flussi energetici.

Ad esempio, un taglio completo dei flussi di gas naturale russo verso l'Europa inciderebbe considerevolmente sull'attività economica con una riduzione del 40% della fornitura di gas naturale. Ipotizzando la sostituzione dell'energia ove possibile e il razionamento della fornitura di gas laddove meno dannoso per l'attività economica (dimezzando così l'apparente elasticità PIL/energia), l'impatto sul PIL dell'Eurozona potrebbe raggiungere i 4 punti percentuali, il che porterebbe la crescita annua a zero.

In questo caso, l'ampiezza dell'inflazione aggiuntiva dipenderebbe strettamente dalle misure del governo per ridurre le bollette energetiche per famiglie e imprese, a loro volta soggette al margine di manovra fiscale di ciascun paese.

Il Regno Unito, per quanto non direttamente esposto alla Russia, poiché i flussi commerciali sono ridotti e includono principalmente oro, importa la maggior parte del palladio e una quota significativa di platino dalla Russia (rispettivamente 65% e 33%). Prima del conflitto, la Banca d'Inghilterra (BoE) aveva previsto un picco dell'inflazione superiore al 7% ad aprile, quando entrerà in vigore l'aumento del 54% delle bollette energetiche regolamentate: è probabile che l'impennata dei prezzi delle materie prime spingerà i prezzi ancora più in alto. Ci si attendeva da parte della BoE un progressivo aumento del tasso di interesse, con tre ulteriori rialzi previsti nel 2022, ma il timore di un impatto sulla crescita potrebbe rallentare il programma di normalizzazione delle politiche. La regione dell'Europa centrale e orientale è fortemente dipendente dalle importazioni di petrolio e gas naturale dalla Russia. In termini di petrolio, la dipendenza dalla

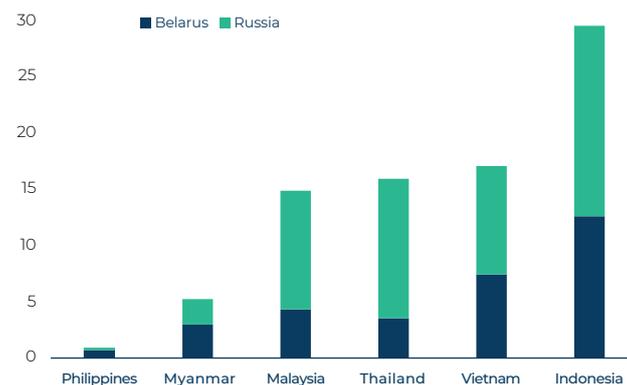
Russia è elevata soprattutto per Slovacchia (100% del petrolio proveniente dalla Russia), Lituania (73%) e Polonia (72%), mentre le importazioni russe di gas naturale sono cruciali per la Macedonia del Nord (100%), Lettonia (100%), Repubblica Ceca (100%), Ungheria (95%), Slovacchia (85%) e Bulgaria (75%). La Polonia, che si rifornisce dalla Russia per circa il 50% del suo fabbisogno di gas naturale, ha annunciato prima del conflitto che non avrebbe esteso i suoi contratti energetici oltre il 2022. In passato, i paesi dell'Europa centro-orientale hanno subito minacce di una temporanea riduzione dell'offerta dai gasdotti Yamal, Druzhba South e Odessa-Brody-Plock. In Polonia, il deprezzamento dello zloty polacco (-4% dall'escalation del conflitto), per quanto non particolarmente significativo, probabilmente aumenterà i costi di importazione. L'importanza del mercato russo per le esportazioni dei paesi dell'Europa centro-orientale è decisamente inferiore rispetto al passato. Ciononostante, in questa regione, le economie baltiche sono le più esposte a causa della loro vicinanza geografica alla Russia e ai legami commerciali storici. La regione, che dipende maggiormente dalle economie dell'Europa occidentale, sarà influenzata dal calo della domanda regionale, nonché da ulteriori vincoli di offerta, poiché le economie sono molto integrate nelle catene di approvvigionamento europee.

### Nessuna regione sarà al riparo dall'inflazione e dalle interruzioni del commercio globale

Come nel resto del mondo, l'impatto sull'Asia-Pacifico si farà sentire quasi immediatamente a causa dell'aumento dei prezzi all'importazione, in particolare per l'energia; è il caso in primis di Cina, Giappone, India e Corea del Sud, Taiwan e Thailandia, importatori netti di energia. Vale la pena ricordare che solo Malesia (petrolio e gas) e Indonesia (gas) sono esportatori netti. L'inflazione elevata potrebbe avere conseguenze sulla politica monetaria dell'ASEAN. Per ora, solo la banca centrale di Singapore ha inasprito la

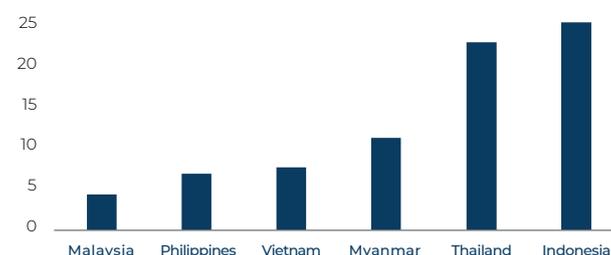


**Chart 9: Russia and Belarus' share in total fertilizer imports (%)**



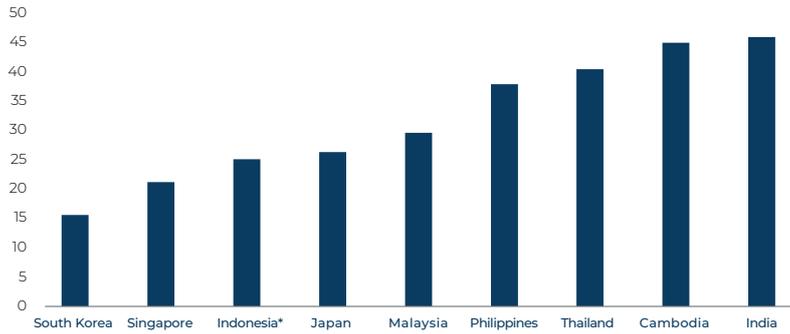
Sources: ASEAN statistics, Coface

**Chart 10: Russia and Ukraine's share in total cereal imports (%)**



Sources: ASEAN statistics, Coface

Chart 11: Food prices share in CPI basket (%)



Sources: national sources, CEIC  
\* Including tobacco

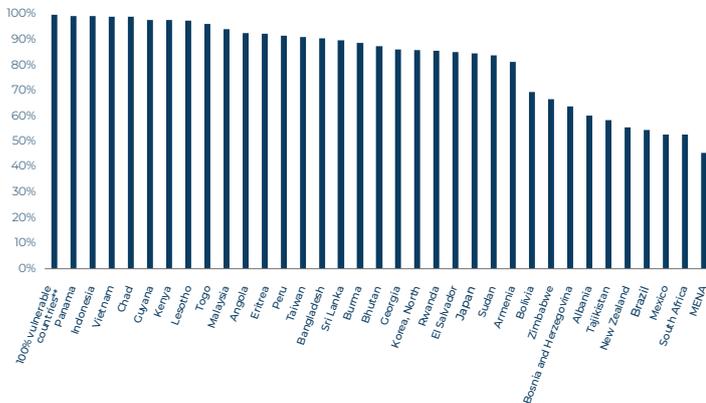
propria politica nell'ottobre 2021 e nel gennaio 2022. Nel frattempo, la Bank of Indonesia ha annunciato a inizio anno che avrebbe iniziato ad aumentare gradualmente i coefficienti di riserva obbligatoria, mentre un aumento dei tassi di interesse sarebbe stato valutato in seguito nel corso dell'anno, probabilmente nel terzo trimestre. In Malesia, tuttavia, la posizione è rimasta accomodante per sostenere la crescita economica. Nonostante l'inflazione abbia superato l'obiettivo dell'1-3% fissato dalla Bank of Thailand a gennaio, anche la banca centrale rimane accomodante a causa dei rischi per la ripresa economica. Mentre le pressioni inflazionistiche aumentano, il conflitto spingerà al ribasso la domanda estera. Le banche centrali asiatiche dovranno stabilire la priorità tra il controllo dell'inflazione, in un contesto di crescita dell'avversione al rischio che potrebbe amplificare l'inflazione importata attraverso il deprezzamento della valuta, e il sostegno alla crescita. Ciò avrebbe ripercussioni anche sulla finanza pubblica. Ad esempio, la Thailandia ha introdotto sussidi sui prezzi al dettaglio del carburante per limitare il loro impatto sull'inflazione da novembre 2021. Ha anche recentemente approvato tagli alle tasse sul diesel. Con meno entrate e più spese per i sussidi, il governo thailandese dovrà prendere denaro in prestito, con conseguenze sul debito pubblico, che ha raggiunto il 58,9% del PIL nel 2021, il più alto in 21 anni. Questo è anche il caso dell'Indonesia, poiché i sussidi statali hanno superato del 39% la dotazione di bilancio nel 2020 e sono stati i più elevati dal 2014. Potrebbero esserci anche ripercussioni specifiche sui settori (es. agricoltura, elettronica) cruciali

per la conclusione della prossima riunione di politica monetaria prevista per il 15-16 marzo. Coface prevede che per quest'anno la Fed aumenti i tassi di 25 punti base 4 volte e inizi a ridimensionare il bilancio.

**Medio Oriente, Turchia e Israele rischiano la carenza alimentare**

L'impatto della crisi Ucraina-Russia sul Medio Oriente ha due aspetti. Inizialmente, l'aumento dei prezzi dell'energia sosterebbe le performance di crescita e migliorerebbe i saldi di bilancio dei paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC). Nonostante gli sforzi di diversificazione economica, la maggior parte delle economie del GCC dipende ancora dalle entrate petrolifere (gli idrocarburi rappresentano circa il 35% del PIL in Arabia Saudita, il 45% in Kuwait, il 40% in Qatar e il 30% negli Emirati Arabi Uniti). Questi paesi trarrebbero vantaggio anche dall'aumento dei prezzi dei metalli, tra i principali beni esportati dalla regione. Ad esempio, il Bahrein è uno dei maggiori produttori di alluminio a livello mondiale, che rappresenta il 20% delle sue esportazioni totali. Tuttavia, poiché i paesi del GCC importano circa l'85% dei loro alimenti, questi paesi sono vulnerabili a carenze alimentari. Un altro paese potenzialmente esposto a tale insufficienza è Israele, poiché l'Ucraina è stata il suo principale fornitore di cereali negli ultimi anni, nonché un fornitore chiave di alcuni prodotti lattiero-caseari (burro, latte). Al contrario dei paesi del GCC, la Russia è uno dei maggiori partner commerciali della Turchia: il paese rappresenta il 2,6% delle esportazioni turche totali e l'11% delle importazioni totali, tra cui gas naturale, metalli e cereali. Le tensioni inflazionistiche, già elevatissime, si intensificherebbero. A seguito degli ultimi sviluppi, la lira turca si è indebolita del 5% a 14,2 rispetto al dollaro USA. I CDS a 5 anni del paese sono aumentati di 40 punti base a 583 e il rendimento delle obbligazioni a 10 anni è aumentato di 150 punti base al 24%. Inoltre, circa un quinto del portafoglio di progetti da 426 mld di dollari USA intrapresi dall'industria turca all'estero è legato a progetti con sede in Russia. I due paesi stanno anche collaborando a un progetto di costruzione di un reattore nucleare: la Russia sta costruendo la prima centrale nucleare della Turchia sulla costa mediterranea.

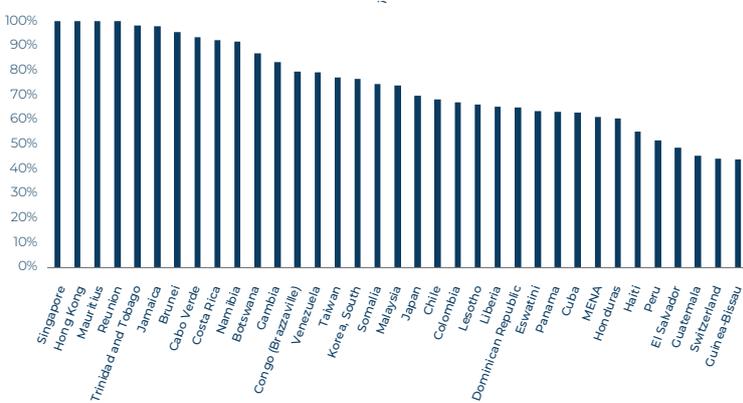
Chart 12: Wheat: most vulnerable countries



Sources: USDA, Coface calculation

\* Vulnerability is defined as (import - export)/consumption  
\*\* Barbados, Benin, Burkina Faso, Cameroon, Colombia, Congo (Brazzaville), Congo (Kinshasa), Costa Rica, Cote d'Ivoire, Cuba, Dominican Republic, Ecuador, Fiji, Gabon, Ghana, Guatemala, Guinea, Haiti, Honduras, Hong Kong, Jamaica, South Korea, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Mauritius, Mozambique, Namibia, Nicaragua, Niger, Nigeria, Papua New Guinea, Philippines, Senegal, Sierra Leone, Singapore, Somalia, Tanzania, Thailand, Trinidad and Tobago, Uganda and Venezuela.

Chart 13: Other grains (Sorghum, corn, rice...): most vulnerable countries



Sources: USDA, Coface calculation

## In Africa, i prezzi alimentari e dell'energia potrebbero generare ulteriori tensioni sociali

Come nel resto del mondo, la distinzione tra vincitori e vinti dell'impennata dei prezzi delle materie prime in Africa sarà determinata dalla posizione di ciascun paese come importatore o esportatore netto di materie prime. Quindi, i maggiori importatori agricoli - come Nord Africa, Nigeria, Sudafrica, Etiopia, Kenya, Senegal, Ghana, Zimbabwe, Mozambico, Camerun, Benin, Niger e Guinea - risentiranno dei prezzi più elevati (**grafici 12 e 13**). Molte economie africane, in particolare in Nord Africa, dipendono dalla Russia e dall'Ucraina anche per l'import di alimentari e il turismo. In particolare, nel 2019, l'Egitto ha importato oltre il 70% del suo grano dalla Russia e dall'Ucraina. Per contro, altri paesi probabilmente trarranno vantaggio dal maggiore interesse per le loro riserve di idrocarburi e minerali, e quindi da investimenti accelerati o nuovi: Mauritania, Senegal, Ghana, Costa d'Avorio, Mozambico, Uganda, ecc.

In tempi di crisi, come quello attuale, con l'allentamento delle restrizioni legate al COVID-19, emerge la tendenza all'aumento del malcontento popolare. Di recente, in Kenya, Marocco e Malawi si sono verificate proteste di piazza contro i prezzi elevati dei prodotti alimentari, dell'energia e delle risorse agricole. Oltre all'impatto dei prezzi globali, sono coinvolti anche la discontinuità della logistica, il deprezzamento della valuta (potenzialmente aumentato dalla stretta monetaria negli Stati Uniti e non solo) e talvolta l'imposizione o l'aumento delle tasse.

---

### DISCLAIMER

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

---

### COFACE SA

1, place Coste et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

