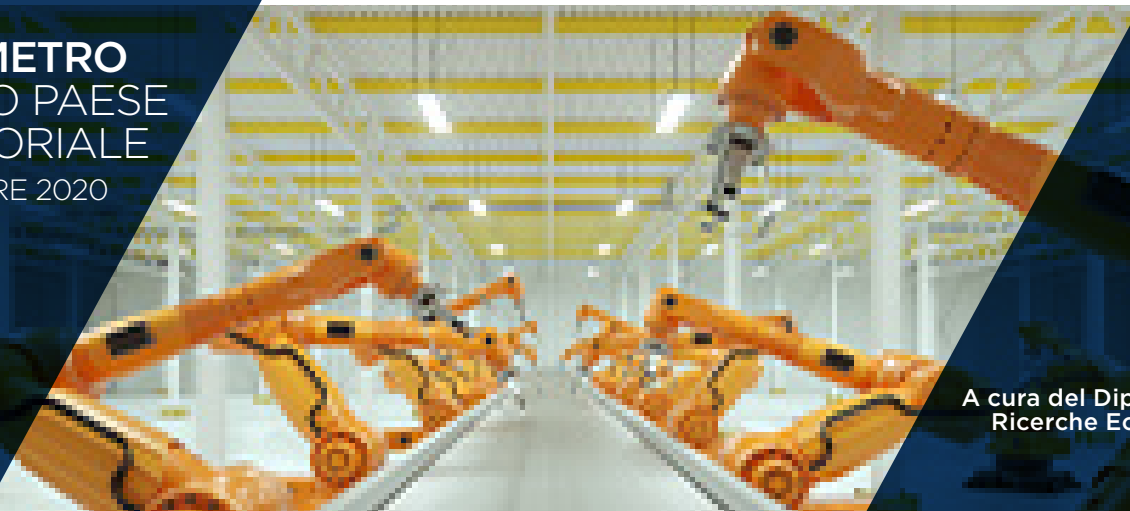


**BAROMETRO  
RISCHIO PAESE  
E SETTORIALE**  
1 TRIMESTRE 2020



A cura del Dipartimento  
Ricerche Economiche  
di Coface

## COVID-19: verso un'inaspettata ondata globale delle insolvenze

**N**ell'ultimo barometro trimestrale pubblicato a febbraio, Coface aveva previsto che i rischi principali del 2020 per l'economia mondiale sarebbero stati, paradossalmente, di natura non economica (compresi i rischi politici ed ambientali). Tre mesi più tardi, un'altra tipologia di rischio non economico sta portando l'economia globale alla recessione. In Cina, l'epidemia di COVID-19 ha colpito inizialmente in modo limitato le filiere, ma poi si è trasformata in una pandemia globale che sta costringendo più della metà della popolazione mondiale al contenimento in oltre 40 paesi. Per le imprese, le inattese misure adottate dai governi per contenere l'espansione del virus rappresentano un doppio shock - sia per l'offerta che per la domanda - e colpiscono un ampio numero di imprese. L'unicità di questa emergenza rende il confronto con quelle precedenti difficile, poiché quest'ultime hanno un'origine di tipo finanziario (le crisi del credito del 2008-2009, la grande depressione del 1929).

In tale contesto, la questione non riguarda più quali paesi e settori di attività risentiranno di questo shock, ma bensì quali di questi saranno risparmiati. Ad esempio, il settore farmaceutico e, in misura minore, l'industria agroalimentare sono tra quei settori che si salvano relativamente. Nel 2020 l'economia

mondiale potrebbe assistere alla prima recessione dal 2009 (-1,3% dopo un +2,5% nel 2019) e si prevede che 68 paesi entreranno in recessione quest'anno, contro solo 11 dell'anno scorso. Il volume del commercio internazionale subirà un crollo per il secondo anno consecutivo (il commercio mondiale subirà una contrazione del 4,3% in volume quest'anno, dopo -0,4% nel 2019), il rischio di credito delle imprese aumenterà rapidamente e Coface prevede che le insolvenze d'impresa subiranno un incremento del 25% a livello globale (rispetto al solo +2% previsto lo scorso gennaio). Potrebbe essere, in assoluto, l'aumento più forte dal 2009 (+29%), anche se l'attività economica ripartisse nel 3° trimestre e senza una nuova ondata di ritorno dell'epidemia nella seconda metà dell'anno. Questo trend colpirà gli Stati Uniti (+39%), e tutte le principali economie dell'Europa occidentale (+18%): Germania (+11%), Francia (+15%), Regno Unito (+33%), Italia (+18%) e Spagna (+22%). Lo shock potrebbe essere ancora più duro nelle economie emergenti. In aggiunta alla pandemia, che potrebbe essere più difficile da gestire, i paesi stanno affrontando il crollo dei prezzi del petrolio, così come i deflussi di capitali quadruplicati rispetto al livello del 2008. Infine, la pandemia potrebbe avere molteplici conseguenze politiche, la più ovvia è il peggioramento nel breve periodo delle tensioni geopolitiche già in atto.

## Da una crisi sanitaria...

I dati sulla diffusione della pandemia per paese costituiscono informazioni essenziali e necessarie per stabilire uno o più scenari economici, anche se il loro grado di affidabilità dipende dalla frequenza dei test effettuati sulla popolazione, dalla qualità del sistema di dichiarazione dei dati in ciascun paese e sulla trasparenza delle autorità locali. La Johns Hopkins University negli Stati Uniti è un punto di riferimento nella raccolta di questi dati.

L'analisi della loro evoluzione evidenzia diverse fasi della diffusione della pandemia. Innanzitutto, il tasso di diffusione del virus (chiamato RO, ovvero il numero di persone infettate da ogni persona portatrice del virus) aumenta esponenzialmente, stabilendosi ad un livello elevato: tra 2 e 3 nel caso di COVID-19. Quando la popolazione è avvisata del rischio in questione, la crescita del numero di nuovi casi confermati diventa lineare anche se elevata (il numero di casi aumenta di circa un terzo al giorno, quindi il numero di persone colpite raddoppia ogni tre giorni). I governi adottano misure per contenere la diffusione: il successo di questa strategia dipende, nella maggior parte dei casi, dal grado di severità delle limitazioni dei contatti tra le persone.

Secondo i modelli di propagazione epidemica, il grado di diffusione (RO) è il prodotto di tre fattori:

- Il numero di contatti giornalieri di una persona infetta con altre persone;
- La probabilità che una persona non infetta venga contaminata a contatto con una persona colpita dal virus;
- La durata della malattia in numero di giorni.

Con un RO pari a tre e senza un'azione da parte delle autorità per rallentare l'espansione del virus, quasi l'intera popolazione sarebbe colpita entro due mesi (**grafico 1 (a)** per il caso della Francia). Dimezzare questo grado di propagazione (RO = 1,5) - ad esempio, se ogni persona dimezza il numero giornaliero di contatti interpersonali - è utile ma insufficiente: quasi la metà della popolazione risulterebbe infetta in sei mesi. Per arginare l'epidemia, RO deve essere inferiore a 1. Una volta al di sotto di questa soglia, il numero di persone contaminate aggiuntive diminuisce tanto rapidamente quanto era aumentato durante la fase di diffusione.

a registrato un regresso dell'epidemia, quasi tutti in Asia (**box 1**). Altrove, si evidenziano solo pochi paesi del nord Europa in una situazione simile: la Norvegia, grazie a misure di isolamento precoci e la Svezia, nonostante misure di contenimento molto meno rigorose.

Ad ottobre 2019, la Johns Hopkins Bloomberg School of Public Health's Center for Health Security, il Nuclear Threat Initiative e l'Economist Intelligence Unit hanno pubblicato il loro indice Global Health Security (GHS) per 195 paesi. I dati dell'indice GHS provengono da fonti di dati pubbliche di singoli paesi e organizzazioni internazionali, nonché da una serie di fonti aggiuntive tra cui informazioni governative pubblicate. Tra i molti indicatori, la pianificazione da parte dei paesi della preparazione e risposta alle emergenze (che prevede un piano nazionale di risposta alle emergenze per le malattie con potenziale pandemico), nonché l'operazione di risposta alle emergenze (collegamento tra sanità pubblica e autorità di sicurezza, esercitazioni per

Grafico 1(a):  
**COVID-19 propagation model for France**

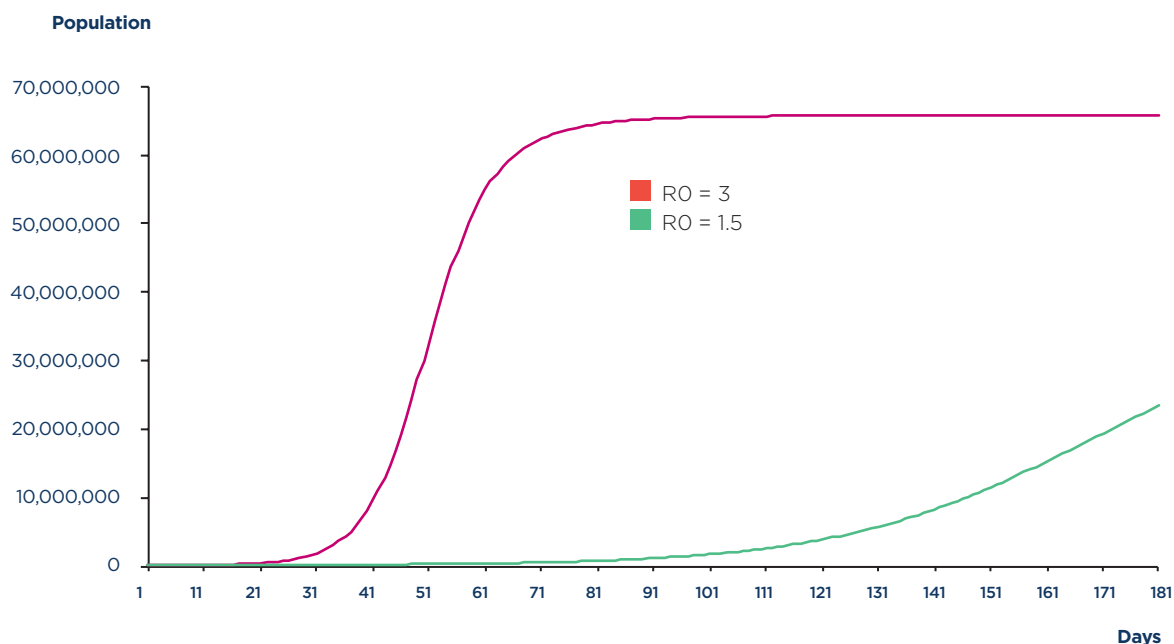
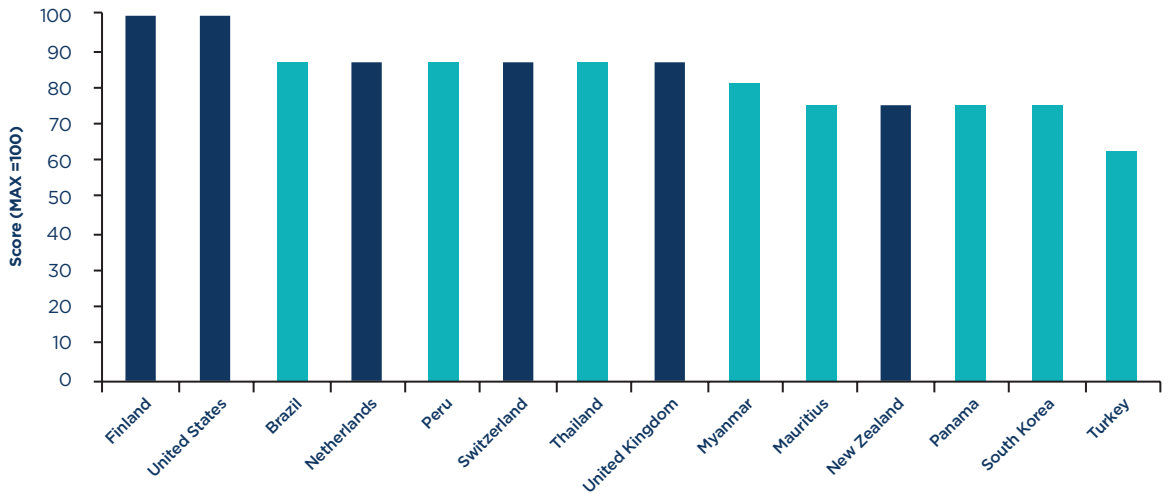
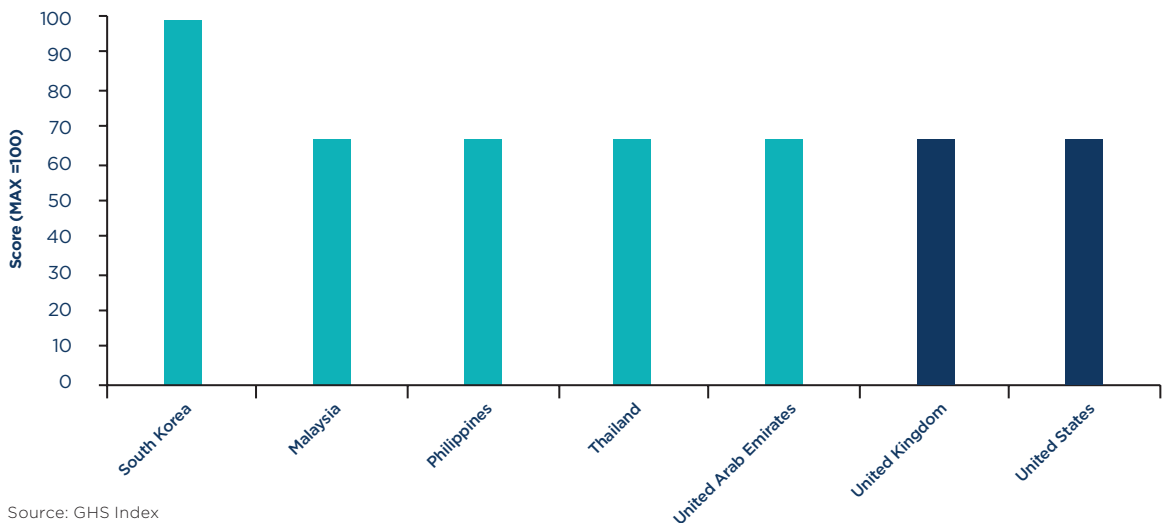


Grafico 1(b):  
**Emergency Preparedness and Response Planning**  
(countries scoring above average)



Source: GHS Index

Grafico 1(c):  
**Emergency Response Operation**  
(countries scoring above average)



Source: GHS Index

il centro operativo di emergenza, ecc.) sembrano particolarmente rilevanti nell'attuale situazione di pandemia per verificare la capacità dei paesi di rispondere alle emergenze di sanità pubblica. I dati mostrano che i paesi emergenti, in particolare quelli dell'Asia orientale, sono ben rappresentati, mentre solo un paio di economie avanzate riescono a superare il punteggio medio (**grafici 1 (b) e 1 (c)**).

In tale contesto, è logico prevedere che le misure di contenimento adottate in Europa, a diversi livelli, saranno gradualmente revocate nel corso del 2° trimestre. Dovrebbero esserci meno restrizioni su movimenti e assembramenti, seppur senza tornare alla situazione originale. L'attuazione di un numero

molto maggiore di test di controllo nei paesi che lo hanno fatto poco prima del contenimento, insieme alla continuazione di alcune misure di distanza sociale e al possibile arrivo di efficaci farmaci antivirali (in attesa di un vaccino nel 2021), consentirebbe un recupero molto graduale dell'economia.

Tuttavia, il grado di incertezza è estremamente elevato, tanto che si ipotizza un secondo scenario con una nuova ondata di contagio nella seconda metà dell'anno. Tenendo presente tutti i limiti dell'analisi, le previsioni evidenziate di seguito si basano sul primo scenario.

Box 1:

## Quanto durerà il blocco? Lezioni dall'Asia:

Secondo i dati compilati dalla Johns Hopkins University (JHU) al 31 marzo, in Cina sono stati confermati 82.198 casi, di cui 75.916 già guariti (anche se ci sono dubbi sull'affidabilità di questi dati in Cina). Ciò significa che la Cina ha 6.282 casi attivi: come ci è arrivata? La Cina è stata la prima nazione a imporre misure di confinamento sociale obbligatorie, a partire da Wuhan, capoluogo della provincia dell'Hubei ed epicentro dell'epidemia, il 23 gennaio scorso. Sono state subito estese a 60 milioni di persone nella provincia dell'Hubei il 13 febbraio. Nei giorni seguenti, altre regioni del Paese hanno seguito l'esempio, implementando misure simili, con diverso grado di rigore. Nonostante le critiche iniziali nei confronti delle misure draconiane cinesi, molti altri paesi nel mondo hanno dovuto ricorrervi per arginare la diffusione del virus nelle proprie economie nazionali. Ma ancora più importante, la percezione è che i blocchi abbiano prevenuto un'epidemia più grave nel paese più popoloso del mondo, con effetti disastrosi per l'economia globale. A partire dal 27 marzo, Wuhan ha revocato il blocco e ha fatto ripartire i trasporti, consentendo ai residenti di lasciare la città utilizzando un codice verde (per monitorare il livello di contagio, le autorità assegnano un codice QR colorato a ciascun individuo sul proprio telefono cellulare. Il colore verde consente il movimento, mentre i colori arancione e rosso indicano che la persona ha un alto rischio di contagio) simile a quello di altri residenti nella provincia.

La sfida per la Cina sarà quella di evitare una seconda ondata di infezioni mentre il Paese riprende gradualmente le attività. Secondo i dati ufficiali, il Paese è operativo al 75% della propria capacità rispetto ai livelli normali prima dell'inizio dell'epidemia di COVID-19. Si evidenziano alcune differenze a seconda delle dimensioni d'impresa, con le grandi aziende che registrano tassi più elevati (80,1%) rispetto alle piccole e medie imprese (71%), che in Cina rappresentano la quota più ampia di occupazione. Inoltre, molte aziende hanno riaperto, ma potrebbero trovarsi di fronte a carenze di manodopera. Secondo i dati raccolti da Baidu, che utilizza dati di triangolazione degli utenti di telefonia mobile per identificare l'indice di intensità della migrazione, il flusso di persone nelle città dopo la pausa del capodanno cinese è stato estremamente modesto rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Considerati i periodi obbligatori di auto-quarantena per i viaggi tra le province, potrebbero volerci ancora alcune settimane prima che le aziende possano riprendere le normali attività.

La Corea del Sud ha implementato un diverso

approccio per contenere il virus. Oltre a ridurre i voli in entrata e imporre la quarantena obbligatoria per i viaggiatori, Seoul ha lanciato un programma pubblico di test di massa in risposta a un grave focolaio nella quarta città più grande del paese, Daegu. Le autorità hanno cercato di effettuare il test su chiunque potesse essere stato esposto al virus, asintomatico o no per un totale di 210.000 test, oltre ad altri 10.000 nuovi test effettuati quotidianamente durante l'apice dell'epidemia a febbraio. Questo approccio sembra efficace: le cifre della JHU mostrano che al 31 marzo in Corea del Sud vi erano 9.661 casi confermati, di cui 5.228 già guariti (4.433 casi attivi). Tutti i nuovi casi sono ricollegabili a un gruppo legato a una setta (le chiese hanno riavviato i servizi di culto nonostante le misure di allontanamento sociale). Ancora più importante, il tasso di mortalità è rimasto al di sotto dell'1%, in linea con le osservazioni in altri paesi con test preventivi (ad esempio Germania e Svizzera)<sup>1</sup>. Una teoria suggerisce che i test consentono di rilevare tempestivamente i portatori, incoraggiandoli all'auto-isolamento e impedendo così di infettare altre persone; ma molti sono asintomatici, e non vengono indotti alla cautela. Ma se in molti casi la malattia è quasi asintomatica, in altri può causare una grave reazione infiammatoria attraverso una ipercitochinemia nei polmoni intorno al nono giorno. La diagnosi precoce e la prevenzione possono evitare di travolgere i servizi sanitari e ridurre il rischio per il personale medico.

Ultimo ma non meno importante, c'è una distinzione da fare sulle differenze comportamentali tra le società confuciane avanzate nell'Asia orientale (Giappone, Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan) e altre parti del mondo. Le popolazioni di questi paesi erano molto sensibili ai segnali di allarme iniziali diffusi dal governo. Un recente articolo di Imperial College<sup>2</sup> mostra una correlazione positiva tra le misure di limitazione dei contatti sociali e un tasso inferiore di riproduzione del COVID-19. È interessante notare che le economie dell'Asia orientale che hanno adottato forme lievi di distanziamento sociale, unitamente ad altre misure igieniche e di prevenzione, sono state in grado di sostenere livelli intermedi di attività economica senza provocare un'epidemia su larga scala. Un grande esempio di questo tipo di misura di prevenzione include l'uso quasi obbligatorio di mascherine chirurgiche per uscire. A differenza dell'Europa e del Nord America, le economie dell'Asia orientale hanno sperimentato la SARS nel 2003 e le popolazioni potrebbero essere state più consapevoli (oltre che diligenti) nell'implementare queste misure.

1 Financial Times (March 11, 2020). Coronavirus testing: how are the hardest-hit countries responding? <https://www.ft.com/content/dd416102-5d20-11ea-b0ab-339c2307bcd4>

2 Ainslie, Walters, Fu et al (2020). Evidence of initial success for China exiting COVID-19 social distancing policy after achieving containment. Imperial College London. <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-Exiting-Social-Distancing-24-03-2020.pdf>

### ... A una crisi economica attraverso un doppio shock di domanda e offerta

I contenimenti si traducono in uno shock di offerta mai osservato durante le grandi crisi precedenti (Grande depressione del 1929 e crisi del credito globale del 2008-2009). La natura di questi shock precedenti era molto diversa: in primo luogo si trattava di crisi finanziarie, che hanno poi avuto conseguenze sull'attività reale. Questa volta, lo shock iniziale proviene dall'economia reale: molte attività sono penalizzate perché 1) devono chiudere a causa delle misure di quarantena che impediscono alle persone di recarsi sul posto di lavoro e/o consumare. 2) sono colpite indirettamente da questo shock di offerta, a causa delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento di beni intermedi, del blocco dell'attività dei fornitori e dei problemi di trasporto (vedi la sezione sul commercio mondiale).

Le aziende più colpite da questo doppio shock di domanda e offerta saranno i servizi legati al turismo (settore per il quale le Nazioni Unite prevedono un calo delle attività del 20% in tutto il mondo quest'anno, contro "solo" -4% nel 2009), quali hotel e ristoranti (il 25 marzo, i dati del sito web di Booking.com indicavano che le prenotazioni per i ristoranti sono diminuite di quasi il 100% in tutto il mondo), e intrattenimento (musei, parchi divertimento ed eventi sportivi). In secondo luogo, va menzionato il trasporto, in particolare quello aereo: l'International Air Transport Association (IATA) ha dichiarato che la pandemia potrebbe costare al mercato aereo tra l'11% (63 mld di dollari USA -USD) e il 19% (113 mld di USD) di ricavi dai passeggeri quest'anno<sup>3</sup>. Anche quasi tutti i segmenti della vendita al dettaglio specializzata (come abbigliamento ed elettronica) sono interessati, malgrado il supporto dell'e-commerce. Altri settori di servizi, invece, dovrebbero subire un impatto inferiore (telecomunicazioni, acqua e servizi igienico-sanitari).

Anche la maggior parte dei settori manifatturieri è direttamente colpita dalle misure di contenimento, ad eccezione dell'industria agroalimentare. In Francia, secondo l'INSEE, solo la metà dell'attività manifatturiera ha mantenuto la produttività durante il periodo di contenimento, escluso l'agroalimentare. Per quanto riguarda le costruzioni, quasi il 90% dei cantieri è stato bloccato dopo l'entrata in vigore delle misure restrittive (**tabella 1**). Non sorprende che in tutti questi settori le più vulnerabili saranno le piccole imprese..

Allo shock di offerta si aggiunge uno shock di domanda altrettanto grave, in quanto molti consumatori stanno annullando o posticipando le loro spese di beni e servizi a seguito della quarantena e della chiusura obbligatoria delle attività non essenziali. Oltre a questo effetto immediato, c'è il fattore aggravante dell'impatto dell'isolamento sulla fiducia delle famiglie. Ad esempio, in Germania, l'indicatore di riferimento GfK sulla fiducia dei consumatori è calato bruscamente a marzo, dopo il calo combinato delle sue componenti: aspettative di reddito e propensione agli acquisti. Il calo delle aspettative di inflazione (probabilmente legato alla caduta dei prezzi del petrolio) non ha compensato tutti i fattori negativi che incidono sulla fiducia delle famiglie tedesche.

In questo scenario di estrema incertezza, le imprese e le famiglie saranno propense anche a rinviare le loro decisioni di investimento. Le imprese potrebbero smettere di assumere o addirittura licenziare i lavoratori. Il livello storicamente elevato di richieste di indennità di disoccupazione registrate negli Stati Uniti il 2 aprile 2020 indica che questo processo è iniziato molto rapidamente: in sole due settimane 10 milioni di americani hanno presentato domanda di indennità di disoccupazione. L'ultimo dato ha stabilito un nuovo record dalla prima pubblicazione di questi dati nel 1967 e ad un livello dieci volte superiore al precedente record (695.000 nel 1982). In verità, questo eccezionale aumento è dovuto anche in parte all'introduzione di

**Tabella 1:**

Estimated output and household consumption loss due to containment measures (difference between the economic activity estimated during the last week of March and the activity of a "normal" week)

	Output loss compared to normal activity	Household consumption compared to normal activity
Agriculture/agrifood	-4%	+6%
Industry (excl. agrifood)	-52%	-60%
Construction	-89%	-90%
Market services	-36%	-33%
<i>Excl. housing services</i>		-56%
<i>Housing services (rent)</i>		0%
Non-market services	-14%	-34%

Source: INSEE, Coface

3 Dati del 5 marzo 2020. La IATA specifica che questa cifra potrebbe cambiare in base alla durata della crisi.

un'assicurazione contro la disoccupazione a livello federale, che potrebbe avere incentivato i lavoratori indipendenti a richiedere l'indennità.

In particolare, è probabile che i dipendenti precari dei ristoranti o persino dell'hotellerie nelle grandi città metropolitane siano stati i primi a pagare il conto dei tagli occupazionali. Trend simili sono stati osservati in Canada e in Norvegia, dove il tasso di disoccupazione è aumentato dal 2,3% al 10,4% della popolazione attiva in un mese.

In Francia, lo studio INSEE precedentemente citato valuta il consumo totale delle famiglie durante il periodo di contenimento al 65% del livello normale. In altre parole, la perdita stimata di consumi legata alle misure di contenimento è pari al 35%. Beni di consumo durevoli come gli autoveicoli dovrebbero essere gravemente colpiti da questo shock. In Cina, le vendite di auto sono diminuite dell'80% su base annua a febbraio, all'apice dell'epidemia nel Paese. Anche altre spese, come l'abbigliamento tessile e l'elettronica saranno probabilmente ridotte quasi a zero. Il consumo di elettricità o acqua invece, non dovrebbe risentire di questo nuovo contesto, mentre i prodotti agroalimentari e farmaceutici dovrebbero persino beneficiare di questa situazione eccezionale. I governi stanno tutelando questi due settori e i distributori sono autorizzati a rimanere aperti nonostante le misure di quarantena per via della loro natura essenziale. Pertanto, la continuità e la sostenibilità del funzionamento delle filiere in questi settori è al centro di tutta l'attenzione, sia da parte dei governi che delle organizzazioni sovranazionali.

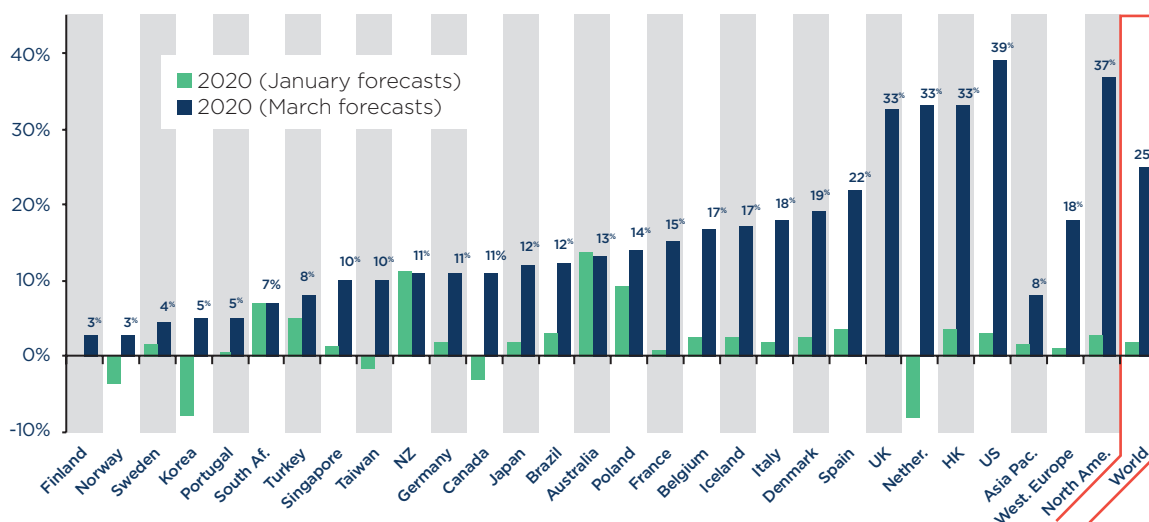
Il grado di vulnerabilità di un'impresa a questo shock di domanda dipende anche dalla propensione del consumatore a rinviare l'acquisto

del bene o del servizio. Per questo motivo, per la maggior parte delle attività di servizi, le perdite di consumo sopracitate probabilmente non verranno compensate una volta terminato l'isolamento. Supponendo che normalmente una persona abbia l'abitudine di andare al ristorante una volta alla settimana e sia temporaneamente privato di questa possibilità, non aumenterà il numero di visite ai ristoranti a settimana per compensare la perdita quando il divieto verrà revocato. Pertanto, molte società di servizi subiranno perdite definitive. Questo vale anche per le aziende produttrici di carburanti (petrolio per i trasporti, carbone, ecc.), meno utilizzati a causa delle riduzioni del traffico. Del resto, l'acquisto di un'auto o di un immobile è più facile da rinviare. Lo stesso vale per le aziende che producono materie prime o componenti utilizzate nella produzione di questi beni di consumo durevoli (metalli per l'edilizia e l'industria automobilistica, ad esempio). Alcuni settori di attività si trovano in una posizione intermedia (lusso, elettronica, ecc.).

### Quali sono le previsioni di crescita per le insolvenze d'impresa e il PIL nel 2020?

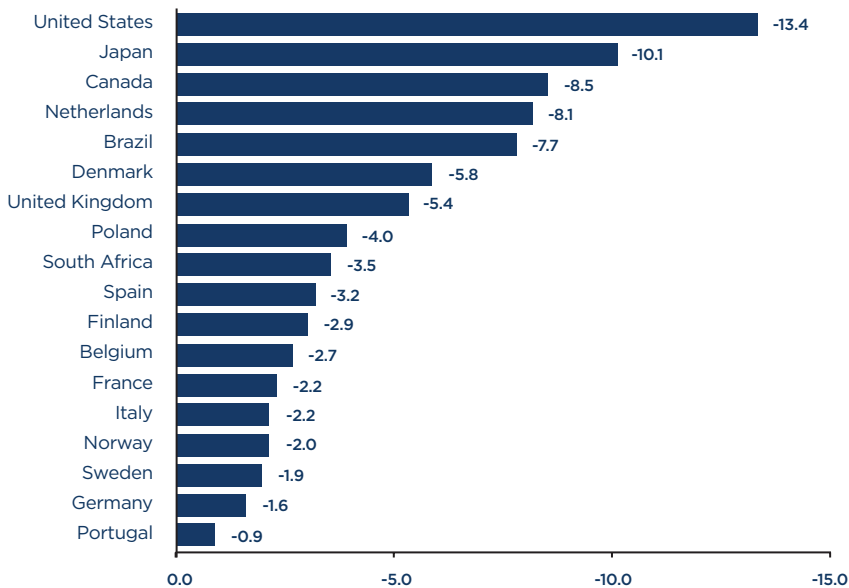
In ogni caso, le interruzioni (o quasi) di produzione e consumi dovrebbero portare ad un peggioramento dei flussi di cassa e i margini delle imprese, perciò il numero di insolvenze dovrebbe aumentare rapidamente. Coface prevede un aumento del 25% quest'anno in tutto il mondo (rispetto al solo 2% nel 2019 e alle previsioni iniziali per il 2020 del gennaio scorso; **grafico 2 (a) e 2 (b)**). Se fosse veramente così, questo aumento sarebbe il più forte incremento da dieci anni (+29% nel 2009), nonostante i governi abbiano annunciato

Grafico 2(a):  
**Annual evolution of corporate insolvencies per country**  
(in %)



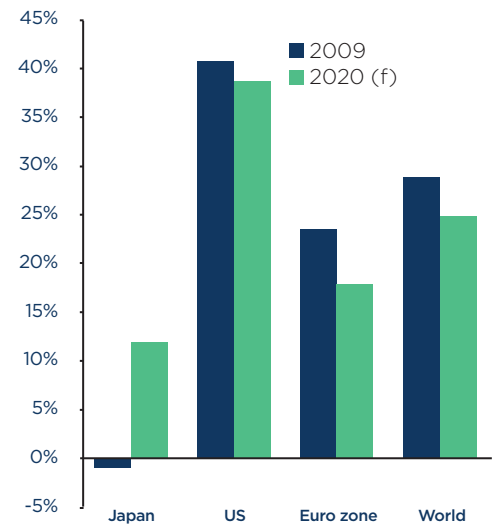
Sources: National data, Coface

**Grafico 2(b):  
Ratio of insolvencies growth forecasts (%)  
to GDP growth forecasts (%)**



Sources: National data, Coface

**Grafico 3:  
Insolvencies growth  
(in %)**

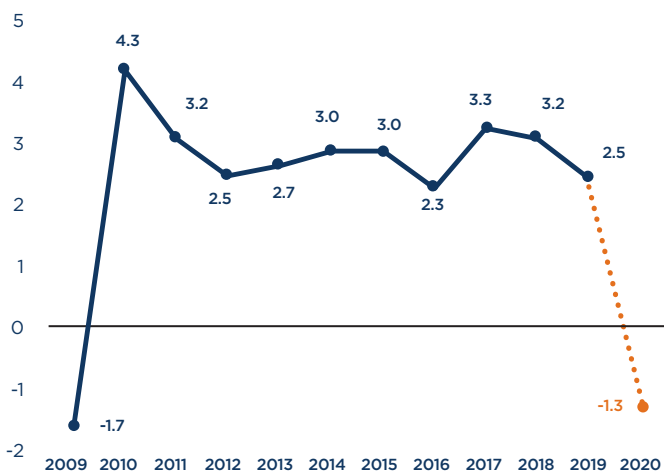


Source: IMF, National authorities, Datastream, Coface

la modifica delle procedure di insolvenza di diversi paesi allo scopo di limitarne l'entità (per esempio in Francia e nel Regno Unito). Negli Stati Uniti, il numero dovrebbe aumentare del 39%, un tasso superiore a quello dell'Europa occidentale (+18%). Anche in Giappone, dove il numero di fallimenti d'impresa era in declino da dieci anni nonostante una crescita media prossima allo 0 (0,7% in media tra il 2009 e il 2019), si prevede ora un tasso di crescita a due cifre della sinistrosità delle imprese (+12%). Nel 2009, il numero di insolvenze era aumentato più rapidamente negli Stati Uniti (+ 41%, **grafico 3**) e nell'Eurozona (+24%), ma meno in Asia (+2% solo 11 anni fa).

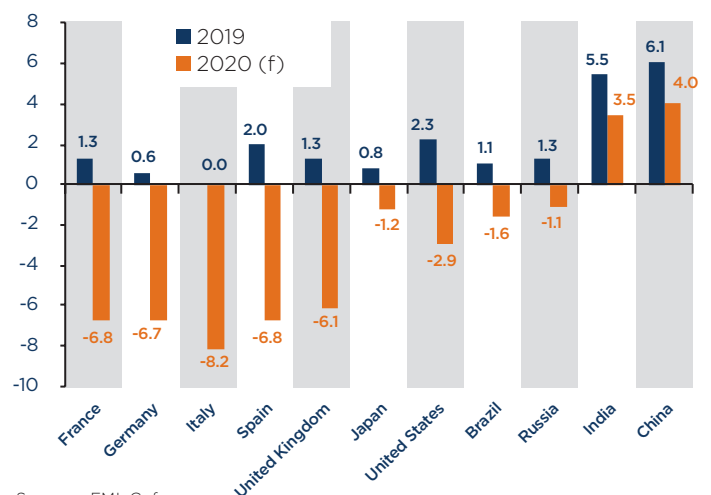
Queste previsioni sull'evoluzione del numero di insolvenze per paese sono realizzate attraverso un modello statistico che utilizza le prospettive di crescita del PIL di Coface come variabile esplicativa per i fallimenti. Malgrado l'elevatissimo grado di incertezza già evidenziato, queste previsioni di crescita si basano sulle ipotesi di perdita stimata della produzione per settore di attività e sullo scenario centrale di evoluzione della pandemia adottato. Tuttavia, anche in questo scenario più favorevole, la crescita del PIL globale sarebbe negativa quest'anno (-1,3%) per la prima volta dal 2009 (**grafico 4**). Tra le principali economie mondiali, Stati Uniti (-2,9%), Giappone (-1,2%) ed Eurozona (-6,2%) saranno in recessione (**grafico**

**Grafico 4:  
Coface's World GDP Growth Forecast  
(annual average, %)**



Sources: IMF, National authorities, Datastream, Coface

**Grafico 5:  
Annual Growth rate  
(% of GDP)**



Sources: FMI, Coface

5). Lo stesso vale per Russia, Brasile, Messico e Sudafrica. Pur rimanendo positiva, la crescita dovrebbe rallentare significativamente in Cina ed India. In definitiva, Coface prevede una crescita negativa in 68 economie quest'anno, rispetto a solo 11 nel 2019.

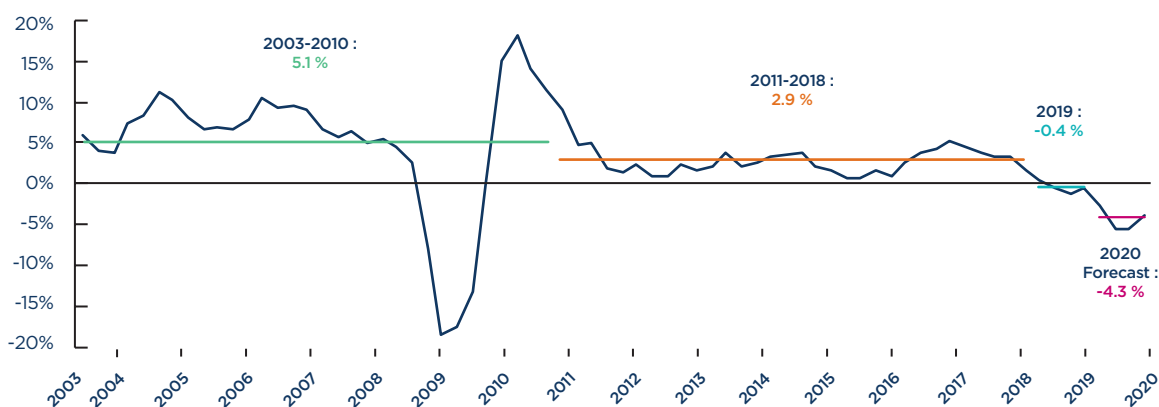
### Recessione globale, interruzione dei trasporti, controllo più rigido delle frontiere e riconsiderazione delle catene di approvvigionamento: i venti contrari al commercio internazionale sono ancora più forti rispetto al 2019

not help matters. The trend of closing borders is Il modello di previsione di Coface, che utilizza i prezzi del petrolio (Brent al barile), i costi del trasporto marittimo (Baltic Dry Index), la fiducia delle imprese manifatturiere negli Stati Uniti (indice ISM) e le esportazioni coreane come variabili esplicative, indica un calo del 4,3% in volume del commercio mondiale nel 2020 (grafico 6), la peggiore performance dal 2009 e il secondo anno consecutivo di

declino (-0,4% nel 2019). I rischi per questa previsione sono al ribasso, poiché i numerosi annunci di chiusura delle frontiere non sono stati presi in considerazione in questo modello e di conseguenza potrebbero amplificare il calo. Ad esempio, il 17 marzo l'Unione Europea ha deciso di aumentare i controlli alle frontiere esterne per almeno 30 giorni, al fine di contenere la pandemia di COVID-19. Le chiusure delle frontiere si applicano solo alle persone, mentre il flusso di merci non è ufficialmente soggetto a restrizioni: "Il flusso di merci verso l'Unione Europea deve continuare a garantire la fornitura di beni, compresi quelli essenziali come i farmaci, ma anche alimentari e componenti di cui hanno bisogno le nostre fabbriche", ha affermato Ursula Von der Leyen, Presidente della Commissione Europea.

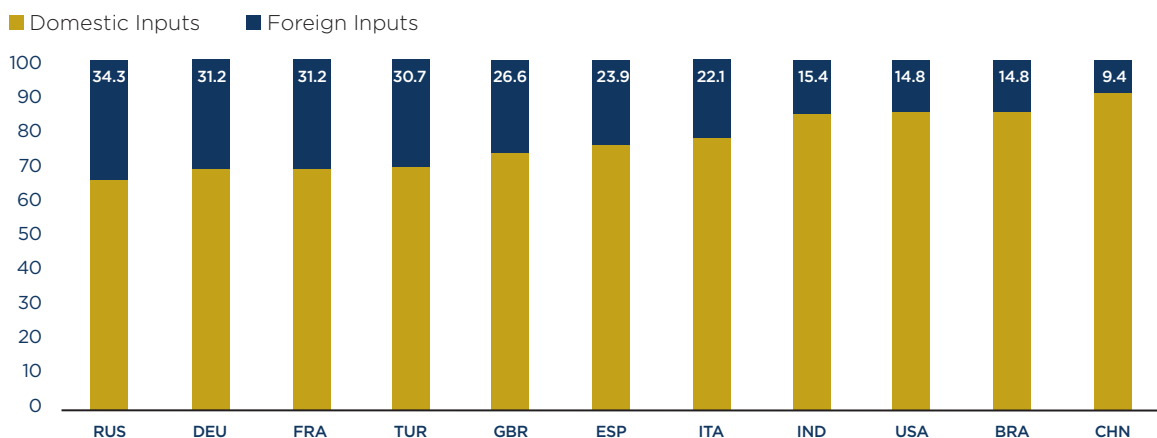
Tuttavia, le grandi difficoltà che il settore dei trasporti dovrà affrontare, in particolare il trasporto aereo, rappresenterà un ostacolo per gli scambi commerciali (anche se a inizio anno il trasporto marittimo sembrava in condizioni leggermente migliori, in particolare le rotte regionali).

Grafico 6:  
World: Growth in export volumes (% YoY)



Sources: CPB, Datastream, Coface

Grafico 7:  
Share of Inputs Sourced Domestically and in Foreign Countries



Sources: Coface, WIOD



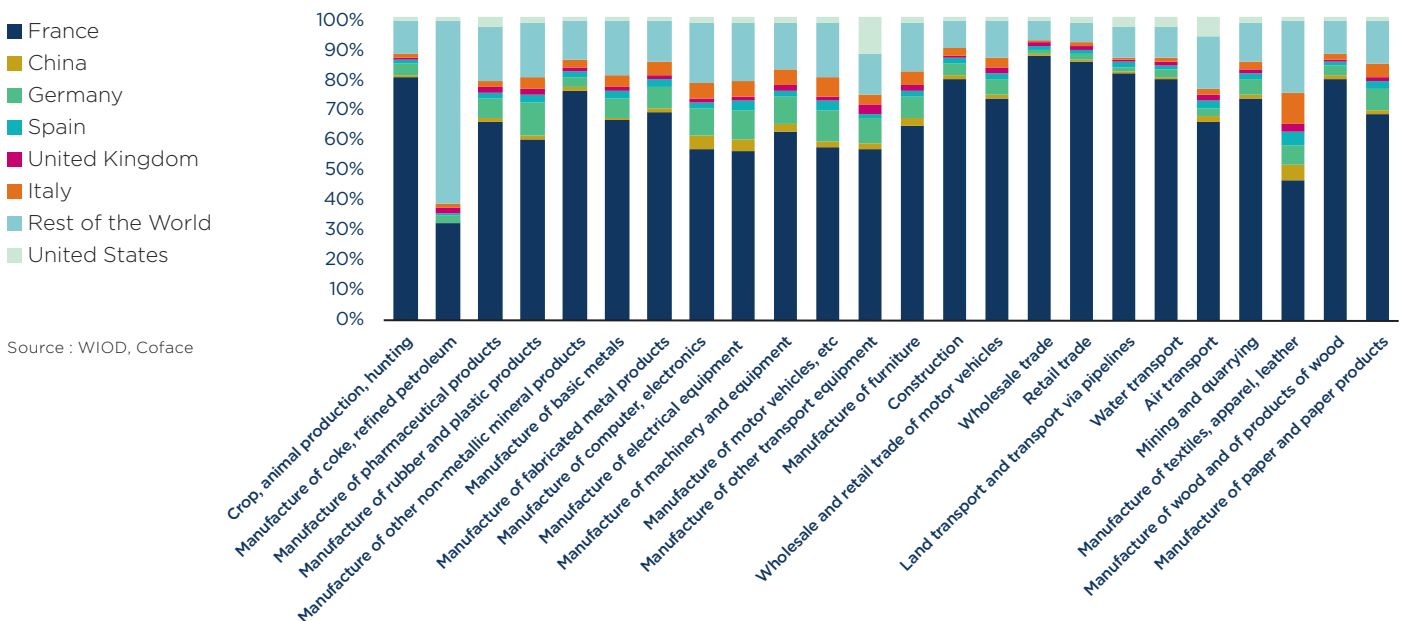
Inoltre, le misure di controllo della pandemia dovrebbero rallentare la circolazione delle merci in ogni sua fase: trasporto, sdoganamento, deposito e vendita. La chiusura di alcune frontiere all'interno dell'UE (in particolare Spagna, Polonia, Danimarca e Repubblica Ceca), la decisione di Germania, Austria e Slovenia di introdurre controlli più rigorosi per alcuni confini e il rafforzamento di alcune norme associate, non aiuteranno.

La tendenza alla chiusura dei confini non è limitata all'Europa: il primo ministro canadese Justin Trudeau ha annunciato il 18 marzo la chiusura del confine terrestre più lungo del mondo, quello tra il suo paese e gli Stati Uniti, specificando anche che riguarderà le persone e non i beni. In Africa, Costa d'Avorio, Burkina Faso e Camerun hanno chiuso

le frontiere e molti altri paesi hanno applicato varie restrizioni ai movimenti (chiusura di alcuni confini, sospensione dei collegamenti aerei, ecc.): Nigeria, Senegal, Marocco, Algeria, Kenya, Ghana e Sudafrica. In altri continenti, Russia, Pakistan, Egitto, Australia, Nuova Zelanda, Libano, Brasile, Argentina, Cile, Colombia, Perù, Venezuela e Bolivia sono sulla stessa linea.

A più lungo termine, la crisi di COVID-19 potrebbe avere ripercussioni anche sulla struttura delle catene di approvvigionamento globali. Anche se nelle economie avanzate la maggior parte delle imprese rimane principalmente dipendente da fornitori locali (**grafico 7**), la dipendenza dalle catene di produzione internazionale varia notevolmente da un settore di attività all'altro, come mostra l'esempio della Francia (**grafico 8**

Grafico 8:  
Repatriation of Intermediate Inputs by Country Source for French Sectors



Source : WIOD, Coface

<sup>4</sup>. Non sorprende che quasi la metà dei prodotti intermedi consumati provenga dall'estero nei settori automobilistico, elettrico e persino tessile. Nel contesto attuale, anche se la crisi potrebbe incoraggiare le aziende a ridurre questa quota e rilocalizzare determinate produzioni, la principale fonte di vulnerabilità per le imprese è la loro forte dipendenza da un numero ridotto di fornitori situati in pochi paesi o addirittura in uno solo. Pertanto, aumentare il loro numero per anticipare possibili interruzioni della catena di approvvigionamento sarà ora una priorità per le aziende. Peraltro, questa diversificazione di fornitori e paesi potrebbe penalizzare gli scambi commerciali con alcuni paesi (ad esempio, la Cina nei settori dell'elettronica,

dell'auto e del tessile) e favorirne altri (i paesi del Sud-est asiatico per l'elettronica, Turchia, Marocco o Messico per l'automotive). In altre parole, questa ricerca di diversificazione potrebbe modificare la struttura del commercio internazionale di merci senza rallentarla ulteriormente.

4 Tuttavia, va notato che questi dati non tengono conto degli effetti indiretti, ad esempio se un fornitore è locale ma il suo fornitore è straniero.

## I mercati hanno finalmente capito che le banche centrali sostengono pienamente le economie degli Stati Uniti e dell'Eurozona

Per rendere i lockdown nazionali più sopportabili da parte di imprese e famiglie, alcuni governi hanno annunciato stimoli fiscali su ampia scala che includono una serie di misure similari. Per evitare che la mancanza di liquidità si trasformi in insolvenza d'impresa, il pagamento delle imposte e dei contributi previdenziali sarà rinviato; inoltre sono stati stanziati ingenti fondi da utilizzare per prestiti e garanzie. Gli stipendi avranno una copertura parziale, in particolare con la cassa integrazione, le cui regole sono state allentate. Le famiglie vulnerabili beneficeranno della moratoria sui rimborsi dei mutui e sul pagamento di affitti e servizi pubblici.

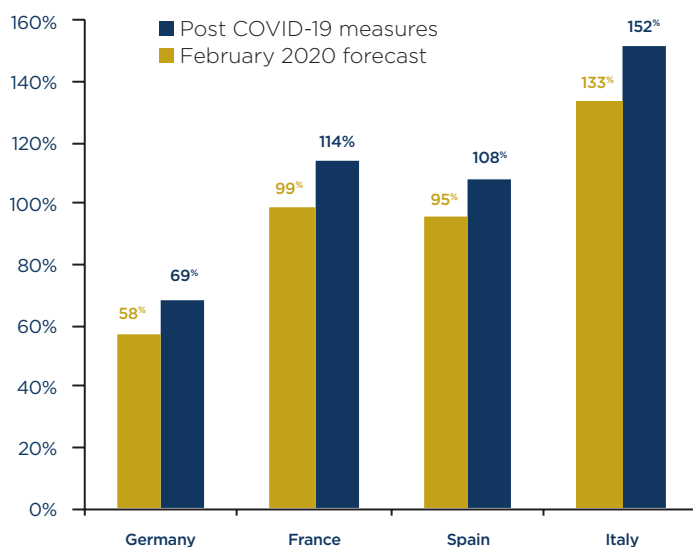
Finora, la dimensione delle risposte sembra essere coerente con i margini di bilancio disponibili nell'area euro. La Germania si distingue per uno stimolo fiscale di circa 150 mld di euro (4,5% del PIL), potendo contare su anni di restrizioni fiscali. Da solo, il programma di sovvenzioni dirette alle PMI pari a 50 mld di euro di Berlino è più ampio dell'intero pacchetto francese e due volte più grande di quello italiano. In Francia, l'estensione generalizzata di sussidi salariali parziali e del rinvio del pagamento delle imposte per le imprese sono tra gli elementi principali del pacchetto per un totale di 45 mld di euro (1,9% del PIL). Devastate dall'epidemia e vincolate da conti pubblici precari, Italia e Spagna aumenteranno la spesa dell'1,4% del PIL (rispettivamente 25 e 17 mld di euro).

Oltre alla spesa immediata, i governi hanno anche reso disponibili prestiti e garanzie per sostenere le imprese in crisi di liquidità per un periodo indefinito. Questi impegni condizionali saranno erogati solo se e/o quando le società falliranno, in quanto parte dell'onere sarà a carico del settore finanziario. In Italia, l'importo impegnato copre il 43% delle passività aziendali a breve termine (crediti commerciali e prestiti bancari con scadenza inferiore all'anno). Il dato è del 21% in Spagna (42% se inclusi gli 83 mld di euro di partecipazione annunciata del settore privato).

L'aumento della spesa simultaneo alla contrazione del PIL avrà un forte impatto sulle finanze pubbliche. Supponendo che venga richiesto il 10% dei fondi pubblici di garanzia e che le entrate fiscali diminuiscano dell'1% del PIL<sup>5</sup>, il debito pubblico spagnolo e francese scavalcherebbe facilmente il 100% del PIL e il debito italiano supererebbe la soglia del 150% (grafici 9 e 10).

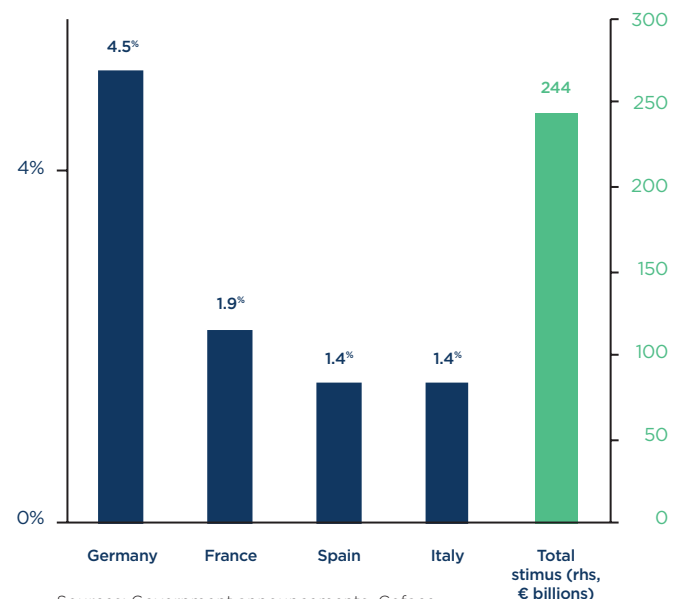
Data l'eccezionale crisi sanitaria, nonché la natura sincronizzata ed esogena dello shock economico, la Commissione europea ha dimostrato un'eccezionale flessibilità. Le regole di bilancio sono state sospese e il Meccanismo europeo di stabilità (con 410 mld di euro in capacità di prestito inutilizzata) aprirà un sistema di finanziamento speciale. Alcuni paesi vorrebbero andare oltre: nove membri dell'Eurozona (Belgio, Francia, Italia, Lussemburgo, Spagna, Portogallo, Grecia, Slovenia e Irlanda) chiedono l'emissione di obbligazioni comuni (soprannominate "Eurobond" o "Coronabond"), con il supporto della Presidente della BCE Christine Lagarde. Tale iniziativa però, dovrà affrontare la resistenza dei paesi contrari alla condivisione del rischio di bilancio come Germania, Austria e Paesi Bassi.

Grafico 9:  
Public debt,  
(% of GDP)



Sources: Government announcements, Coface

Grafico 10:  
Fiscal stimulus,  
(% of GDP)



Sources: Government announcements, Coface

5 Il Ministero delle Finanze tedesco prevede un calo delle entrate fiscali di 33 miliardi di euro

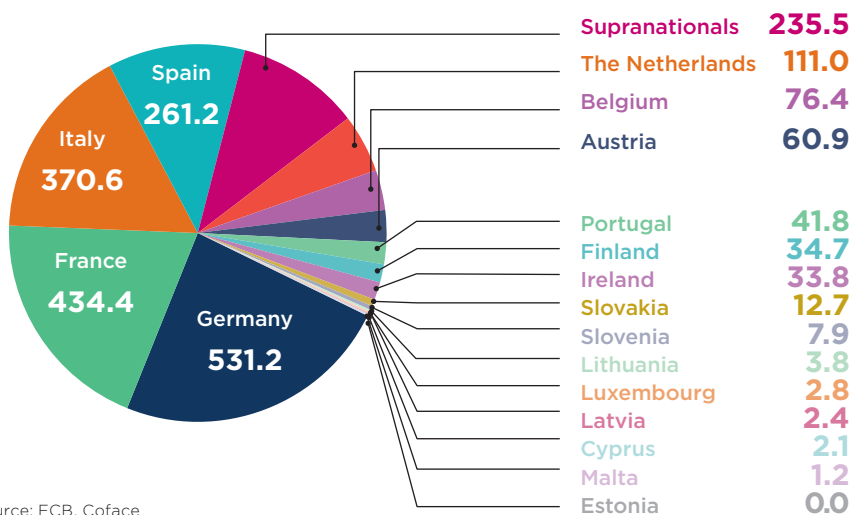
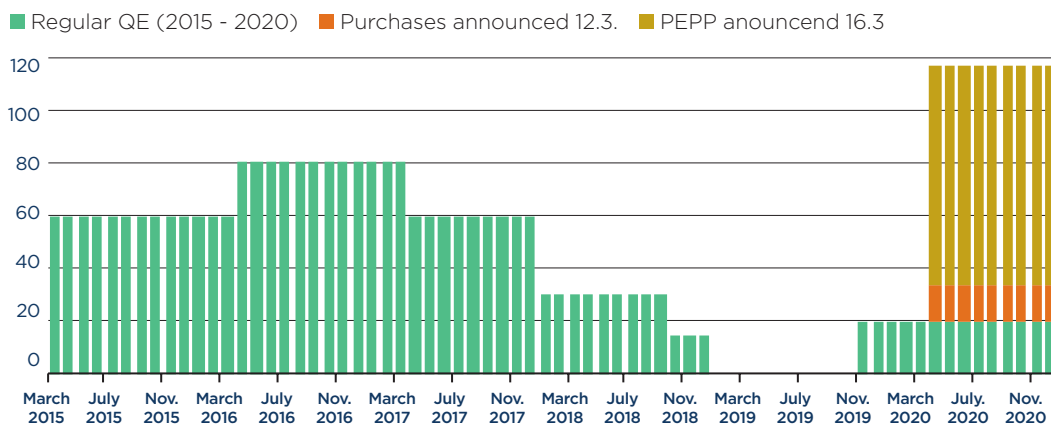
Gli incontri inconcludenti di fine marzo sono indicativi: nonostante il consenso sul pieno sostegno fiscale per sconfiggere gli effetti negativi della pandemia, il coronavirus potrebbe riaccendere le tensioni politiche e testare la resilienza istituzionale dell'Eurozona (riquadro 2).

A fronte dell'incremento atteso di deficit e debito pubblico nell'Eurozona, i rendimenti dei titoli di stato hanno registrato un aumento (fino a 150 punti base per le titoli decennali italiani), prima che la portata degli annunci delle banche centrali fosse effettivamente presa in considerazione dagli investitori. In effetti, le principali banche centrali hanno adottato misure di quantitative easing senza precedenti per adempiere al loro ruolo nel garantire la stabilità finanziaria. Nell'area euro, l'annuncio da parte della BCE del programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP), un programma di ulteriore acquisto di attività del valore di 750 mld di euro (oltre ai 120 mld precedentemente annunciati), ha coinciso

con un calo dei rendimenti dei titoli di Stato, quasi tornati al loro livello iniziale pre-crisi alla fine di marzo (riquadro 2).

Lo stesso vale per gli Stati Uniti dove, nelle ultime due settimane di marzo, la Federal Reserve ha aumentato il bilancio di circa 1100 mld di dollari (circa il 5% del PIL), vale a dire oltre la metà della crescita registrata tra fine 2012 e fine 2014. Questo spettacolare aumento riflette gli ingenti acquisti di titoli di stato statunitensi (375 mld di dollari la settimana del 23 marzo, dopo 275 la settimana precedente). Pertanto, negli Stati Uniti e nell'Eurozona, il debito pubblico aggiuntivo creato da questa crisi sarà in parte finanziato dalle banche centrali.

Grafico 11 e 12:  
**Net Asset Purchases in different QE-Programmes per month**  
(in billion Euro)



Source: ECB, Coface

Box 2:

## La Banca centrale europea (BCE) è tornata alla gestione delle crisi

Dopo le misure di sostegno del 2008/09 e i programmi di quantitative easing a seguito della crisi del debito europeo tra il 2014 e il 2018, vi è stato solo un breve periodo di “nuova normalità” prima del ritorno a nuove misure straordinarie per contenere lo shock del COVID-19. Queste ultime includono:

- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO), a un tasso basso di -0,5% (pari al tasso di deposito), allo scopo di proteggere la liquidità del sistema bancario e prevenire una dinamica di stretta creditizia verso l'economia reale, in cui le banche diminuiscono i prestiti mentre aumenta la domanda di credito. La BCE ha annunciato i termini per il nuovo programma TLTRO III, in cui il volume di fondi che le banche possono prendere in prestito è stato aumentato di oltre 1000 mld di euro, raggiungendo un volume totale di quasi 3000 mld di euro. I tassi non sono mai stati migliori, con il tasso minimo di finanziamento fissato a 25 punti base al di sotto del tasso di interesse medio sulle operazioni di deposito (-0,5%).
- Un ampliamento dell'attuale programma di acquisto di asset (APP), in cui la BCE acquista in media asset per 20 mld di euro al mese, a una dotazione temporanea di acquisti di asset netti aggiuntivi di 120 mld di euro fino alla fine dell'anno, con un forte contributo del

settore privato. L'obiettivo è prevenire l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dell'economia in modo pro-ciclico.

- Oltre a questa prima estensione dell'APP, la BCE ha lanciato un nuovo programma temporaneo di acquisto di asset di titoli del settore pubblico e privato. Il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) ha una dotazione complessiva di 750 mld di euro. Ciò significa che gli acquisti mensili saranno in media di 116,6 mld di euro, il livello più alto nella storia della BCE (cfr. Grafico 11). Gli acquisti saranno condotti fino a quando la BCE non stabilirà la fine della crisi, ma il PEPP durerà comunque fino alla fine del 2020 e includerà tutte le categorie di asset acquistate nell'ambito dei programmi esistenti. Anche se il parametro di riferimento per gli acquisti di titoli del settore pubblico continuerà a essere lo schema di capitale delle banche centrali nazionali, i criteri per gli acquisti di asset pubblici per questo programma sono stati ammorbiditi, in modo che alla BCE sia consentito acquistare titoli di Stato greci. Per essere più flessibile nel nuovo PEPP, la BCE sta allargando le attività del settore aziendale idonee ai sensi del programma di acquisto (Corporate sector purchase programme - CSPP) ai titoli cambiari di imprese non finanziarie.

La BCE vuole dimostrare di essere disposta a fare

“tutto il necessario” per sostenere le banche, i governi e i mercati finanziari europei, nonché contrastare gli effetti negativi dello shock di domanda della crisi di COVID-19. Sostenere la liquidità sul mercato non è una novità, e il volume supplementare dei nuovi pacchetti è nell'ordine di grandezza degli ultimi QE, ma la BCE sta andando oltre e mette a dura prova le regole dell'Unione Monetaria Europea. La BCE ha comunicato di avere ancora margini di manovra e di poter rivedere le sue stesse regole se queste impedissero agli strumenti di politica economica di funzionare come previsto. Ad esempio, una di queste regole è che gli acquisti di asset siano conformi allo schema di allocazione del capitale (il capitale con cui ciascun paese finanzia la BCE, secondo la quota della popolazione del paese e l'ampiezza del proprio PIL nell'ambito dell'Eurozona). In questo caso, la BCE ha già affermato che acquisterà asset in modo flessibile, consentendo scostamenti mensili dallo schema di capitale (la media annuale dovrebbe ancora attenersi allo schema di capitale, gli acquisti correnti sono osservabili nel grafico 12). Un'altra regola è che la BCE acquista solo fino a 1/3 del debito di un paese per impedire alla banca centrale di finanziare lo stato in modo occulto.

Quest'ultimo è un problema notevole in quanto la BCE estende i suoi programmi di acquisto mentre reinveste ancora asset in scadenza da vecchi programmi, poiché i governi non emettono necessariamente più obbligazioni allo stesso tempo. Negli ultimi anni, la quota di acquisto

della BCE si è avvicinata a questa soglia in Germania e in alcuni paesi più piccoli come il Portogallo. Con i considerevoli pacchetti fiscali introdotti da diversi paesi, questa mancanza di obbligazioni idonee - specialmente in Germania - dovrebbe svanire. Tuttavia, secondo i resoconti dei media, la BCE sarebbe anche disposta ad abbandonare i limiti di acquisto e persino a concentrare il suo stimolo dove è maggiormente necessario, senza ricorrere agli acquisti di obbligazioni di emergenza (OMT). Verrebbe a crearsi una controversia giuridica se la BCE seguisse questa strada, poiché la Corte di giustizia europea ha specificamente indicato queste soglie (in una sentenza del 2018) nel caso in cui la BCE violi un divieto di finanziamento monetario. Ciò diventerebbe una questione politica di rilievo, in particolare in Germania, dove la Corte costituzionale sta ancora deliberando sulla questione (il partito di estrema destra AfD è stato fondato come reazione alla crisi del debito europeo). Pertanto, la BCE dovrà potenzialmente decidere tra una prevenzione a breve e medio termine della crisi economica e la sopravvivenza a lungo termine dell'Eurozona nelle sue dimensioni attuali, poiché è improbabile che la Germania e altri paesi del Nord Europa assistano a una violazione delle regole senza reagire.

Box 3:

## Dopo la crisi COVID-19, l'UE sarà messa alla prova

La crisi di COVID-19 ha portato alla luce alcune carenze nell'Unione europea (e nella zona euro). Alcune erano già note prima, altre sono emerse in questa occasione. Inoltre, la crisi ha portato l'Unione europea a rinunciare a molti dei suoi principi economici e finanziari. Ciò lascerà il segno e probabilmente porterà a discussioni una volta terminata la crisi.

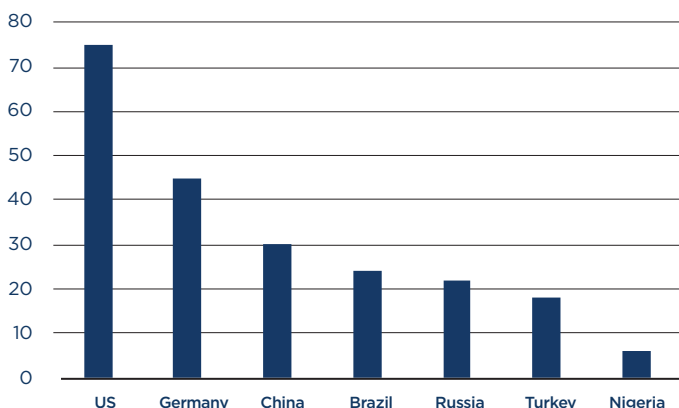
Tra le carenze già note, l'assenza di una significativa politica di bilancio comune è una questione rilevante. L'attuale bilancio dell'Unione europea rappresenta poco più dell'1% del reddito interno europeo e si basa principalmente su una percentuale dell'IVA e dei dazi doganali. È dedicato principalmente alla politica agricola e agli aiuti strutturali destinati agli Stati membri. Di fronte alla crisi, ogni paese ha reagito in modo indipendente in base alle proprie esigenze e capacità di bilancio. Analogamente alle crisi del 2008-2009 e del 2011, l'azione collettiva si basa sulla Banca centrale europea, che stabilisce anche il passo delle banche centrali indipendenti dell'Unione. Ma la questione più importante è la mancanza di una politica sanitaria collettiva. Le politiche per affrontare l'epidemia sono state per lo più nazionali. Gli Stati hanno chiuso i loro confini con altri Stati membri o attuato controlli (almeno per le persone) senza consultarsi e ignorando le norme stabilite nell'accordo di Schengen. Altri hanno vietato l'esportazione di forniture sanitarie verso altri Stati membri. Tuttavia, Germania, Lussemburgo (e Svizzera), relativamente meno colpiti, hanno accettato il trasferimento di pazienti in terapia intensiva da paesi con capacità sature.

La crisi è anche accompagnata dall'abbandono dei principi economici e finanziari, almeno temporaneamente. Pertanto, gli obiettivi di deficit e debito pubblico definiti dal Patto di stabilità fiscale sono revocati e saranno facilmente superati da diversi paesi. Alcuni di questi non rispettavano gli obiettivi anche prima della crisi di COVID-19. La limitazione dei sussidi pubblici alle imprese, intesa a prevenire distorsioni della concorrenza, è di fatto rimossa con l'introduzione di aiuti finanziari e di bilancio. Sono previste iniezioni di capitale e nazionalizzazioni per prevenire i fallimenti. Gli strumenti

esistenti per prevenire le acquisizioni ostili di società europee (diventate facili prede con il crollo dei mercati e considerate strategiche) vengono rafforzati con l'appoggio della Commissione. Le procedure di insolvenza sono state sospese o mitigate in diversi paesi. Gli Stati possono nuovamente riassicurare gli assicuratori del credito per incentivarli a mantenere le loro garanzie a favore delle imprese.

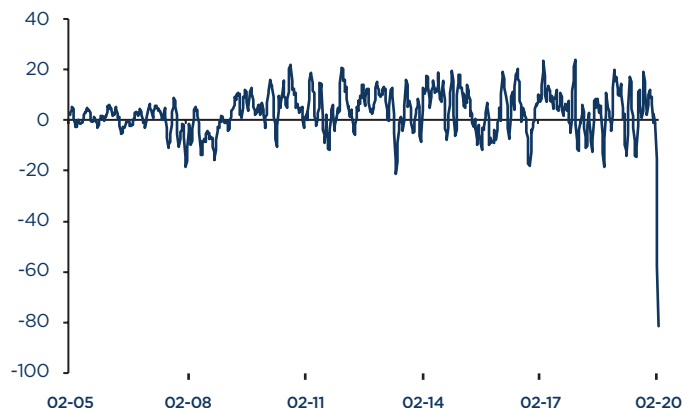
Tutto questo lascerà un segno. Si sta già assistendo a un dibattito sull'introduzione dei «Coronabond», che verrebbero emessi dall'Unione per finanziare la lotta contro gli effetti economici della crisi. Non sorprende che i paesi del sud siano contrapposti a quelli del nord, riluttanti ad attuare una solidarietà di bilancio. Tuttavia, i paesi del nord non hanno torto nel raccomandare che le finanze pubbliche siano in ordine: è stato osservato che i paesi che gestiscono meglio l'epidemia sono anche quelli con i conti pubblici più prosperi. Per quanto riguarda l'aspetto sanitario, l'incapacità della maggior parte degli Stati membri di soddisfare i requisiti materiali per la crisi dovrebbe portare ad un aumento delle capacità nazionali per la produzione di mascherine, test di rilevazione e farmaci destinati alla rianimazione. Ciò potrebbe significare liberarsi delle regole di scambio che hanno portato a esternalizzare la maggior parte dell'offerta ad altri paesi, ma potrebbe anche aumentare il ruolo dello stato in aree strategiche come la sanità. Sarà inoltre necessario determinare se tale gestione debba essere effettuata a livello nazionale o comunitario, e quindi se i poteri dell'Unione in materia di sanità debbano essere ampliati. Si potrebbe immaginare che in caso di emergenza oltre l'ambito geografico di uno Stato membro, la competenza si sposti sull'Unione, in questa materia come in altre. Oltre ad emergenze climatiche e sanitarie, potrebbero esserci anche emergenze tecnologiche. Queste domande si sommano a quelle sull'espansione dell'Unione, sulla gestione degli aiuti strutturali, sulle regole di concorrenza, sulle questioni di difesa e sulla riforma delle istituzioni per renderle più efficienti e democratiche al fine di ottenere la fiducia dei cittadini.

Chart 13:  
Average living area per person in 2014  
(square meters)



Sources : Statista, Coface

Chart 14:  
Total monthly portfolio flows (Debt and Equity)  
for 24 emerging countries (USD billion)



Sources: IIF, Coface

6 However, it is to be noted that Singapore or Hong Kong have so far managed to contain the expansion of the pandemic on their territory despite a very high population density.

## Oltre alla pandemia, i paesi emergenti si confrontano con il calo dei prezzi del petrolio e fughe di capitali quattro volte superiori rispetto al 2008

Anche i paesi emergenti dovranno affrontare tutti gli shock precedentemente menzionati per le economie più mature. Tuttavia, è probabile che diversi fattori inaspriscano le conseguenze economiche della pandemia. Molti paesi emergenti hanno già stabilito misure di contenimento più o meno rigorose, simili a quelle attuate in Europa.

Alla fine di marzo, l'elenco comprende in particolare: Sudafrica, Russia, Arabia Saudita, Colombia, India, Giordania, Argentina, Malesia, Nigeria, Kenya, Marocco, Tunisia, Kuwait, El Salvador, Polonia e Repubblica Ceca. Tuttavia, per molti di essi, il contenimento e il regresso della pandemia potrebbero essere più difficili da raggiungere a causa delle specificità economiche e sociali, come la tendenza ad avere legami familiari più stretti tra generazioni in determinate regioni, per esempio in Africa, o una maggiore densità di popolazione. Ad esempio, lo spazio abitativo medio negli Stati Uniti e in Germania è rispettivamente di 75 e 45 m<sup>2</sup>, rispetto ai soli 24 in Brasile, 22 in Russia e 6 in Nigeria (grafico 13)<sup>6</sup>. A questi svantaggi si aggiungono altri, come le infrastrutture sanitarie limitate. Tra questi, il calo dei prezzi del petrolio, che colpisce molti paesi produttori di oro nero (riquadro 4).

La seconda differenza è che rispetto alle economie mature, le economie emergenti hanno sofferto di fughe di capitali su ampia scala a marzo 2020 rispetto al 2008. Queste hanno superato gli 80 mld di USD solo per azioni e obbligazioni, circa quattro volte superiori ai picchi osservati durante le recenti crisi (compreso il 2008, grafico 14). Le economie emergenti con un deficit delle partite correnti, mercati dei capitali sviluppati, pochi investimenti diretti esteri - quindi una dipendenza dagli investimenti esteri di portafoglio -, con conti pubblici in deficit, crescita debole ed elevati rischi politici sono ovviamente in prima linea

poiché aumenta l'avversione globale al rischio. Il Sudafrica risponde a questa descrizione, così come la Turchia, sebbene in misura minore (la crisi dei tassi di cambio del 2018 ha avuto il merito di ridurre rapidamente il deficit delle partite correnti). Anche Messico e Colombia rientrano in questa categoria. Detto questo, la portata di questi deflussi di capitali è tale da influire anche sulle economie che non soddisfano nessuno di questi criteri, evidenziandone la loro irrazionalità. Così, il won coreano ha subito un forte deprezzamento, malgrado la Corea del Sud abbia un debito pubblico basso, riserve di valuta estera adeguate, surplus delle partite correnti, una situazione politica interna stabile ed è visto come uno dei paesi che ha avuto più successo finora nel contenere l'epidemia. Questo forte aumento dell'avversione globale al rischio sta spingendo gli investitori a favorire le cosiddette attività prive di rischio in dollari, che creano maggiori rischi per gli agenti economici indebitati in questa valuta. Questa dipendenza dal finanziamento in dollari può essere sotto forma di prestiti bancari o obbligazioni, che rappresentano la maggior parte dell'aumento del debito in dollari nelle economie emergenti negli ultimi dieci anni. Interessano diverse tipologie di stakeholder economici: governi (Argentina e Arabia Saudita), società non finanziarie (Messico, Turchia), banche e altri istituti finanziari (Malesia, Corea del Sud).

Come per le economie mature, queste criticità porteranno ad un aumento del debito pubblico, che è già ad un livello storicamente elevate nell'insieme delle economie emergenti e in via di sviluppo. Tuttavia, a differenza dell'Eurozona e degli Stati Uniti, la capacità delle banche centrali locali di avviare programmi di quantitative easing senza compromettere la loro credibilità, le aspettative di inflazione o la fiducia nella valuta locale è molto minore. In questo contesto, nei prossimi mesi è previsto un aumento del rischio sovrano per i paesi emergenti e il ruolo del FMI sarà cruciale per aiutare a risolvere alcuni di questi problemi finanziari e superare questo momento.

### Box 2:

## La guerra (sui prezzi) del petrolio è dichiarata

Il 6 gennaio 2020, il prezzo del greggio Brent al barile ha superato la soglia dei 70 USD, a seguito di un aumento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, dopo che un attacco aereo americano in Iraq ha ucciso l'influente generale iraniano Qassem Soleimani. Quasi tre mesi più tardi, dopo aver raggiunto un livello quasi mai visto dal controshock petrolifero del 2014-2016, il Brent viene scambiato a meno di 25 USD al barile, il livello più basso da più di 18 anni. Durante questo periodo, il COVID-19 è passato da epidemia cinese a pandemia globale, sconvolgendo l'equilibrio del mercato petrolifero.

Il consumo mondiale di greggio era già stato influenzato nel 2019 dalle tensioni commerciali, dal rallentamento dell'economia cinese e dalla fine del ciclo industriale europeo, ma il desiderio di oro nero si è affievolito con l'arresto dell'attività

economica all'inizio del 2020. Sulla scia della Cina, associata all'80% della crescita marginale della domanda dello scorso anno e alla prima manifestazione della pandemia, si prevede che il consumo globale di petrolio si contrarrà per la prima volta dal 2009. Nel suo rapporto di marzo, l'Agenzia internazionale per l'energia ha previsto un calo medio dei consumi di 90.000 barili al giorno (b/d) nel 2020.

Di fronte a questo shock della domanda mondiale, il gruppo OPEC+8, che stava già attuando un accordo volontario di taglio della produzione dal gennaio 2017 per sostenere i prezzi del greggio, è implosa. Più specificamente, di fronte alla resistenza della Russia, il secondo produttore mondiale di greggio, a riduzioni superiori ai 2,1 mln di barili al giorno ritirati congiuntamente

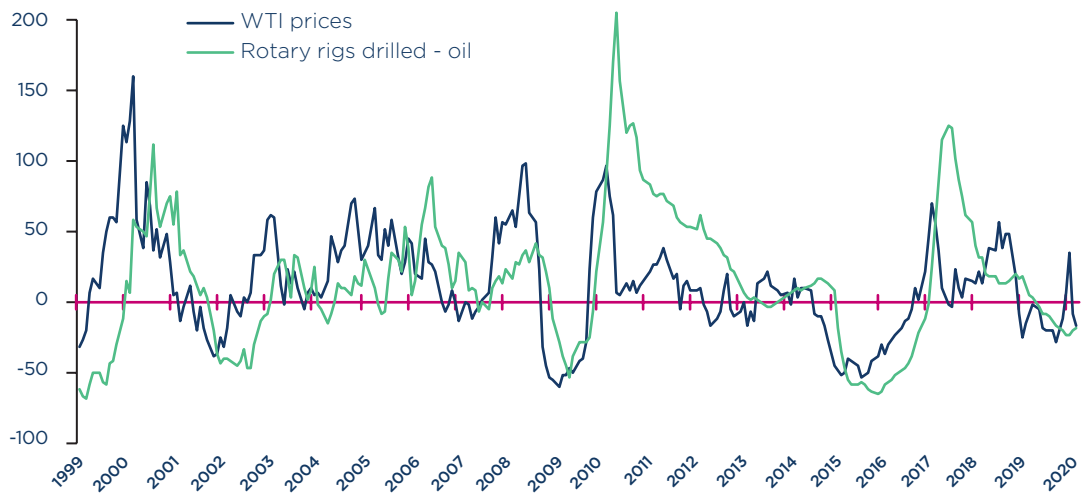
dal gruppo dal mercato nel primo trimestre 2020, l'Arabia Saudita, il terzo produttore e di fatto leader dell'OPEC, ha annunciato l'intenzione di aumentare i volumi di produzione.

La fine di questa alleanza riavvia la corsa alle quote di mercato, in cui gli Stati Uniti sono diventati il principale produttore mondiale di greggio dalla fine del 2018. Sebbene alcuni produttori stiano affrontando gravi interruzioni nella loro attività (Iran, Venezuela, Libia) e nonostante il rallentamento della crescita della produzione di scisto negli Stati Uniti, questa corsa alle quote di mercato sta inondando il mondo di petrolio in un momento in cui la domanda è ferma. Questo doppio shock di offerta e domanda minaccia di spingere al

limite le capacità di stoccaggio del petrolio.

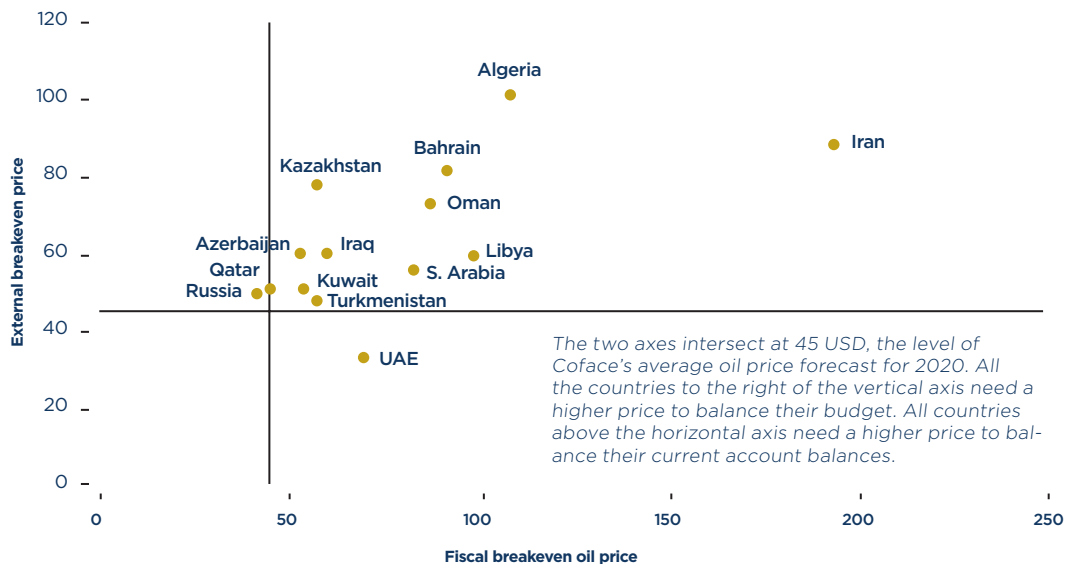
Di conseguenza, Coface riduce la sua previsione sul prezzo del petrolio da 60 a 45 USD in media nel 2020 per un barile di Brent. I prezzi del petrolio dovrebbero toccare il fondo nel 2° trimestre del 2020, prima di salire gradualmente nella 2° metà dell'anno mentre l'attività e, con essa anche la sete di oro nero, riprenderà ad aumentare. La ripresa dei prezzi potrebbe intensificarsi se la produzione statunitense crollasse in risposta a prezzi più bassi. In effetti, l'esperienza suggerisce che un calo dei prezzi del petrolio influenzerà le nuove trivellazioni negli Stati Uniti con un ritardo medio di circa 4 mesi (grafico 15) e quindi anche la produzione.

**Grafico 15:**  
**Oil prices & new rigs drilled**  
(% YoY)



Sources: Refinitiv, Datastream, Baker Hughes International, Coface

**Grafico 16:**  
**Oil-exporting countries: fiscal & external breakeven oil prices**  
(In USD)



Sources: National authorities, IMF, Coface

I prezzi del petrolio che assicurano l'equilibrio di bilancio e con l'estero sono superiori alle nostre previsioni nella stragrande maggioranza dei paesi esportatori di petrolio (grafico 16). Angola, Algeria e Nigeria in Africa; Iraq, Kuwait, Oman o Bahrain in Medio Oriente; Azerbaigian e Kazakistan in Asia centrale sono particolarmente esposti al crollo dei prezzi. Nei paesi importatori, si prevede che lo shock di fiducia dei consumatori causato dalla pandemia globale di COVID-19 spazzerà via qualsiasi guadagno nel potere d'acquisto delle famiglie in seguito alla riduzione dei prezzi del petrolio. Sia a monte che a valle, il settore petrolifero e del gas sarà la prima vittima del crollo dei prezzi, mentre i settori della chimica e dei trasporti, che tradizionalmente beneficiano della riduzione dei prezzi del petrolio, risentiranno della scarsa domanda.

Il fallimento dei negoziati OPEC+ è in parte legato ai risultati contrastanti di tre anni di cooperazione. I prezzi sono certamente aumentati, ma a livelli molto al di sotto di quelli precedenti il controshock petrolifero del 2014-2016. Soprattutto, la strategia OPEC+ ha mantenuto i prezzi del petrolio a un livello che ha permesso ai produttori statunitensi di prosperare ed erodere la quota di mercato del gruppo. Nonostante questo bilancio contrastante, al momento della stesura del presente documento, il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump aveva appena annunciato di aspettarsi significativi tagli di produzione di petrolio da parte di Russia e Arabia Saudita, facendo sperare in una tregua nella guerra dei prezzi. La Russia ha comunque negato tale possibilità

Kirill Dmitriev, CEO del fondo sovrano russo e uno dei principali negoziatori con l'OPEC, ha dichiarato in precedenza di essere aperto a un nuovo accordo, ma a patto che nuovi paesi si uniscano.

Questa affermazione può essere interpretata come un riferimento indiretto agli Stati Uniti, il cui settore energetico è destinato a essere la principale vittima di questa guerra dei prezzi. Sebbene l'intervento diplomatico americano sembri certo, il coinvolgimento del più grande produttore mondiale in un tale accordo rimane solo un'ipotesi per due motivi principali: (1) A differenza dei paesi OPEC+, il governo degli Stati Uniti non ha alcun controllo sulla produzione delle sue compagnie.

(2) Le compagnie petrolifere statunitensi non potrebbero certamente prendere parte a tali discussioni in base alle leggi sulla concorrenza. Che vi sia accordo o meno, l'impatto senza precedenti sulla domanda di petrolio continua a pesare sui prezzi a scapito del settore energetico statunitense.

In effetti, le società di esplorazione e produzione statunitensi, che stavano già riducendo le spese in conto capitale per un secondo anno consecutivo prima della pandemia di coronavirus a causa di un debito stimato di 86 mld di USD in maturazione nei prossimi cinque anni<sup>9</sup>, dovrebbero ridurre le loro spese ancora più significativamente. Prezzi bassi e accesso limitato al credito dovrebbero portare al maggiore aumento di insolvenze nel settore dal 2016 in Nord America.

9 Source: Moody's - North American exploration and production firms face high debt maturities, tighter access to capital, 19 February 2020. [https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC\\_1215097](https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC_1215097)

## COVID-19, uno «stress test» per molti regimi politici

Oltre alle conseguenze economiche su larga scala, la pandemia potrebbe avere anche molte implicazioni politiche. A breve termine, la più ovvia è l'inasprimento delle tensioni geopolitiche già esistenti. Il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha definito il COVID-19 un «virus cinese», mentre un portavoce del Ministero cinese degli affari esteri ha ipotizzato che l'esercito americano abbia importato il virus nel Paese. In questo contesto, non si può escludere il rischio di una nuova ondata di misure protezionistiche, rivolte in particolare ai settori chiave della nuova situazione economico-sanitaria (limitazione delle esportazioni di prodotti agroalimentari e/o farmaceutici, ritenuti vitali). Anche il proseguimento della «guerra

commerciale» sino-americana rivolta ai settori strategici, in particolare all'elettronica, rimane una possibilità. Ciò potrebbe intensificarsi con la campagna presidenziale negli Stati Uniti e in caso di aumento delle proteste sociali in uno o entrambi i paesi. Analogamente, in Medio Oriente, il Bahrein considera la pandemia come una «aggressione biologica iraniana». L'aumento delle tensioni politiche tra i paesi, in particolare per quanto riguarda le chiusure delle frontiere, in particolare se decise unilateralmente, è un rischio da monitorare nei prossimi mesi.

Internamente, le conseguenze di questa crisi sanitaria ed economica sulle scene politiche nazionali sono difficili da prevedere. La capacità dei regimi al potere di gestire efficacemente questa crisi sanitaria e proteggere le popolazioni dalle tante e varie conseguenze economiche e sociali è una questione fondamentale.



Che siano democratici o più autoritari, coloro che saranno giudicati colpevoli dall'opinione pubblica (a torto o a ragione) della precaria situazione sanitaria e/o economica, si troveranno in una situazione di crescente debolezza.

I regimi più esposti a questo rischio sono quelli che erano già stati oggetto di forti proteste interne prima della pandemia. L'Iran è ovviamente il primo esempio.

Nelle democrazie occidentali, periodi di conflitto armato o catastrofi naturali hanno storicamente giovato ai governi storici: la «sacra unione» ha contribuito ad accrescere la loro legittimità. Tuttavia l'attuale periodo - caratterizzato da un'estrema polarizzazione dell'opinione pubblica - è diverso e indica che questo risultato è tutt'altro che certo. I partiti dell'opposizione non sono stati timidi nel criticare le autorità governative dall'inizio della crisi sanitaria, malgrado in questa fase il dissenso non abbia avuto effetti apprezzabili sul loro indice di popolarità (né positivo né negativo).

Per di più, in molti paesi, le leggi che limitano le libertà individuali sono decise e spesso adottate molto rapidamente in urgenza per proteggere la popolazione (divieto di riunione, limitazione dei movimenti, leggi in stato di emergenza, ecc.).

Sebbene finora le decisioni di contenimento non abbiano sollevato grandi obiezioni tra le popolazioni, questo periodo eccezionale può portare ad abusi. Ad esempio, in Ungheria, il Primo Ministro Viktor Orbán ha ottenuto ampi poteri dal Parlamento nell'ambito di un indefinito stato di emergenza e potrebbe sospendere l'applicazione di alcune leggi per decreto senza voto del Parlamento, nonostante le forti critiche dell'opposizione. Pertanto, questa crisi sanitaria è già percepita, in alcuni casi, come una buona opportunità per far passare riforme controverse.

## GLI ECONOMISTI DEL GRUPPO COFACE

**Julien Marcilly**  
Chief Economist  
*Paris, France*

**Sarah N'Sondé**  
Head of Sector Analysis  
*Paris, France*

**Bruno De Moura Fernandes**  
Economist, UK, France,  
Belgium, Switzerland  
and Ireland  
*Paris, France*

**Carlos Casanova**  
Economist, Asia-Pacific  
*Hong Kong*

**Christiane von Berg**  
Economist,  
Northern Europe  
*Mainz, Germany*

**Dominique Fruchter**  
Economist, Africa  
*Paris, France*

**Erwan Madelénat**  
Sector Economist and  
Data Scientist  
*Paris, France*

**Grzegorz Sielewicz**  
Economist, Central &  
Eastern Europe  
*Warsaw, Poland*

**Khalid Aït-Yahia**  
Sector Economist and  
Statistician  
*Paris, France*

**Marcos Carias**  
Economist, Southern  
Europe  
*Paris, France*

**Patricia Krause**  
Economist, Latin America  
*São Paulo, Brazil*

**Ruben Nizard**  
Economist, North America  
*Paris, France*

**Seltem Iyigun**  
Economist, Middle East  
& Turkey  
*Istanbul, Turkey*

With the help of **Aroni Chaudhuri**  
Coordinator  
*Paris, France*

---

## DISCLAIMER

Il presente documento rispecchia l'opinione del Dipartimento Ricerche Economiche di Coface, alla data della sua stesura e sulla base delle informazioni disponibili; potrà essere modificato in qualsiasi momento. Le informazioni, le analisi e le opinioni contenute nel presente documento sono state redatte sulla base di molteplici fonti ritenute affidabili e attendibili; tuttavia, Coface non garantisce l'accuratezza, l'eshaustività o la realtà dei dati contenuti in questo documento. Le informazioni, le analisi e le opinioni sono fornite esclusivamente a scopo informativo e hanno l'obiettivo di integrare le informazioni a disposizione del lettore. Coface pubblica questo documento in buona fede e sulla base di un obbligo di mezzi (inteso come ragionevole mezzo commerciale) per quanto riguarda l'accuratezza, la completezza e la realtà dei dati. Coface non si assume la responsabilità di eventuali danni (diretti o indiretti) o perdite di qualunque tipo subiti dal lettore a seguito dell'utilizzo da parte di quest'ultimo di informazioni, analisi e opinioni contenute nel presente documento. Il lettore è pertanto l'unico responsabile delle decisioni e delle conseguenze di tali decisioni prese sulla base del presente documento. Questo documento, nonché le analisi e le opinioni ivi espresse sono di proprietà esclusiva di Coface; il lettore è autorizzato a consultarli o riprodurli unicamente a fini di uso interno, a condizione che siano chiaramente evidenziati con il nome "Coface", che il presente disclaimer venga riprodotto e che i dati non vengano alterati o modificati. Qualsiasi uso, estrazione, riproduzione per uso pubblico o commerciale è vietato senza il previo consenso di Coface. Il lettore è invitato a fare riferimento alle note legali presenti sul sito di Coface: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

## COFACE SA

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

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