

## FOCUS



A cura di: Julien Marcilly -  
Capo Economista,  
Dominique Fruchter -  
Economista per l'Africa  
e Mohamed Akallal -  
Economista Junior,  
Parigi, Francia.

## Il COVID-19 punta nuovamente i riflettori sul debito dei paesi emergenti

Finora l'attenzione si è concentrata in gran parte su Cina, Europa e Stati Uniti, ma le conseguenze della pandemia di COVID-19 sono probabilmente ancora più gravi per le economie emergenti. Anche se il loro grado di vulnerabilità a questo shock dipende da tanti fattori, la situazione delle finanze pubbliche dei paesi emergenti è una questione fondamentale, poiché determina la loro capacità di rispondere alle numerose conseguenze economiche di questa crisi, alla luce di un debito già a un livello storicamente elevato nel 2019. Questa crisi sanitaria e i forti deflussi di capitale che essa genera ricordano che molte economie emergenti continuano a soffrire del "peccato originale", vale a dire l'incapacità di emettere obbligazioni in valuta locale. Oltre a questo rischio per le finanze pubbliche e il deprezzamento valutario, i paesi emergenti sono esposti ad altri tre rischi legati al COVID-19: 1) l'applicazione di severe misure di contenimento, 2) la dipendenza dalle entrate da turistico, 3) le materie prime non agricole. Sono 9 i paesi interessati da 3 di queste 4 fonti di vulnerabilità. 31 paesi sono colpiti da due di queste quattro e 71 paesi da uno.

I finanziamenti aggiuntivi previsti dalle organizzazioni internazionali (in particolare il FMI), nonché gli adeguamenti sul debito annunciati dai paesi creditori aiuteranno molti paesi a basso reddito, ma saranno probabilmente di scarso sostegno per le principali economie emergenti.

### **I deflussi di capitali e l'aumento del rischio sovrano vanno di pari passo, anche per le economie indebitate in valuta locale**

I deflussi di capitale su una scala mai osservata prima sono l'effetto più immediato delle crescenti incertezze a livello globale nei mercati emergenti. In tempi di crisi rappresentano una pratica abituale, dal momento che gli investitori prediligono asset cosiddette prive di rischio. Ma a marzo, le vendite di obbligazioni e azioni di 24 mercati emergenti da parte di investitori

stranieri hanno superato gli 80 mld di dollari, vale a dire 4 volte in più rispetto all'ultimo trimestre del 2008. In questo periodo durante il quale non tutte le decisioni si sono rivelate razionali, persino le valute dei paesi con fondamentali solidi si sono deprezzate. È il caso del won, malgrado il debito pubblico coreano sia basso, il bilancio e il saldo delle partite correnti siano in surplus e le riserve valutarie siano più che adeguate. Inoltre, la Corea ha gestito molto bene la pandemia. In generale, le valute dei paesi emergenti con mercati finanziari liquidi sono state le più penalizzate: nel primo trimestre, i deprezzamenti valutari più forti rispetto al dollaro sono stati registrati in Brasile, Sudafrica, Russia e Messico (oltre il 25%); a seguire Colombia e Indonesia<sup>1</sup>.

1 - Nei paesi con regimi di cambio fissi (come quelli nel Golfo o alcuni in Asia), queste pressioni a seguito di deflussi di capitale sono più visibili attraverso l'intervento delle banche centrali, ma i dati sulle variazioni delle riserve valutarie sono generalmente pubblicati in ritardo.

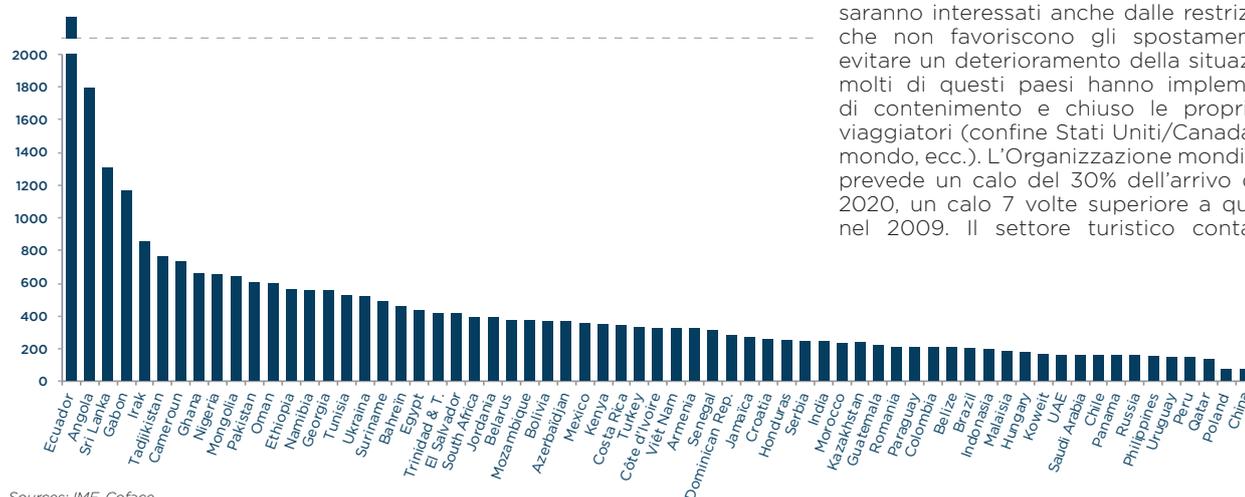
L'unica buona notizia: i deflussi di capitali sono stati meno significativi nella prima metà di aprile; da notare anche gli afflussi netti nella 3<sup>a</sup> settimana sempre nello stesso mese. Questi deflussi di capitali portano ad un incremento dei tassi sovrani in valuta locale, portando a un inasprimento delle condizioni di finanziamento dei paesi in un momento in cui le banche centrali stanno cercando, al contrario, di allentarle per le famiglie e le imprese riducendo i tassi di riferimento.

I paesi emergenti il cui mercato obbligazionario in valuta locale è più aperto agli investitori stranieri (come per esempio in Sudafrica) sono quelli i cui tassi di interesse sulle obbligazioni sovrane sono aumentati di più. In altre parole, le emissioni in valuta locale coprono indubbiamente l'emittente dal rischio di cambio, ma comportano un ulteriore aumento dei tassi di interesse<sup>2</sup>. Le economie che pensavano di essersi liberate del "peccato originale", vale a dire l'incapacità di emettere obbligazioni in valuta locale, ora non sono più immuni.

Quasi 20 anni fa, B. Eichengreen, R. Hausmann e U. Panizza<sup>3</sup> hanno spiegato, infatti, che la capacità di prestito in valuta locale ha permesso di distinguere le economie mature da quelle emergenti. La concessione di finanziamenti in valuta estera costituiva per questi paesi il peccato originale, in riferimento alla dottrina della teologia cristiana, perché era come cedere alla tentazione del frutto proibito: il finanziamento in valuta estera li rendeva vulnerabili al deprezzamento della loro valuta e spiega molte delle crisi degli emergenti negli anni '90. Durante gli anni 2000, le economie emergenti hanno gradualmente iniziato a contrarre prestiti in valuta locale, con l'80% del loro debito oramai denominato in valuta locale, dando l'illusione che questo peccato originale fosse scomparso.

Tante altre economie emergenti o in via di sviluppo più piccole non sono tra i paesi in grado di emettere in valuta locale. Negli ultimi anni hanno certamente approfittato dell'abbondante liquidità globale per emettere obbligazioni, ma in valuta estera. Tuttavia, oggi questi ultimi sono anche penalizzati da un aumento dei tassi di interesse sovrani (grafico 1 nel caso di titoli denominati in dollari). Tra questi, l'aumento registrato è particolarmente forte in Ecuador, Angola e persino Sri Lanka. Ma, al di là di questi casi estremi, il differenziale di tasso con l'equivalente americano è molto ampio per la maggior parte dei paesi (tra 4 e 6 punti percentuali in un mese e mezzo!).

**GRAFICO 1**  
Sovereign spreads (Change in basis points between Feb 19 and Apr 9, EMBI)



Sources: IMF, Coface

## Le economie emergenti, già indebitate prima della crisi, risentiranno degli effetti di 3 shock: lockdown, calo dei prezzi del petrolio e delle entrate turistiche

In questo contesto, le economie emergenti che entrano in questa crisi con un alto livello iniziale di vulnerabilità vanno monitorate. A brevissimo termine, in un contesto di deflussi di capitali, il grado di vulnerabilità dipende dal saldo dei conti con l'estero e dal rischio di cambio. I paesi a rischio sotto questo aspetto sono visibili nella parte superiore del grafico 2. Coface tiene conto del debito estero, del saldo delle partite correnti, del fabbisogno di finanziamento estero, delle riserve in valuta estera e della variazione del tasso di cambio (tra gli altri) per calcolare questo indice compreso tra 0 e 100% (rischio molto elevato). A medio termine, la situazione di partenza delle loro finanze pubbliche è fondamentale, poiché determina la loro capacità di rispondere alle numerose potenziali conseguenze economiche di questa crisi. L'asse delle ascisse è la misura del rischio associato ai conti pubblici presa in considerazione nel modello Coface di valutazione del rischio paese. Include in particolare il saldo pubblico, il debito pubblico e le entrate di bilancio. Le economie più a rischio appaiono sulla destra<sup>4</sup>.

Oltre ai livelli iniziali di rischio sovrano e di cambio, vanno presi in considerazione altri 3 fattori per valutare l'esposizione di un paese alle conseguenze economiche della pandemia:

**1)** Dipendenza dal reddito derivante dall'esportazione di materie prime non agricole. Nonostante una ripresa dei prezzi petroliferi stimata da Coface nel 2<sup>o</sup> semestre, il livello previsto (45 dollari in media il prezzo di un barile di Brent nel 2020) è insufficiente per la maggior parte dei principali paesi esportatori per equilibrare i conti pubblici e delle partite correnti. Tanto più che a questo effetto prezzo si aggiunge un effetto volume per i paesi (tra cui l'Arabia Saudita) che hanno deciso di ridurre drasticamente la produzione al fine di limitare l'ampiezza del calo dei prezzi causato dalla riduzione della domanda (Barometro Coface del rischio paese e settoriale aprile 2020<sup>5</sup>). Anche gli esportatori netti di altre materie prime non agricole<sup>6</sup> risentono del peggioramento dei termini di scambio all'inizio del 2020. I paesi che esportano materie prime sono quelli il cui saldo di bilancio dovrebbe peggiorare maggiormente quest'anno (rispettivamente -15% e -16% del PIL per Algeria e Oman, secondo il FMI).

**2)** I paesi dipendenti dalle entrate del turismo saranno interessati anche dalle restrizioni sui viaggi che non favoriscono gli spostamenti. Al fine di evitare un deterioramento della situazione sanitaria, molti di questi paesi hanno implementato misure di contenimento e chiuso le proprie frontiere ai viaggiatori (confine Stati Uniti/Canada, UE/resto del mondo, ecc.). L'Organizzazione mondiale del turismo prevede un calo del 30% dell'arrivo di turisti per il 2020, un calo 7 volte superiore a quello registrato nel 2009. Il settore turistico conta per almeno

2 - <https://www.bis.org/publ/bisbull05.htm>

3 - Eichengreen, B., Hausmann, R., and Panizza, U., (2002). «Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption».

4 - I due assi rappresentano le medie globali per ciascun indicatore.

## QUALI INTERVENTI PER FERMARE LE FUGHE DI CAPITALI DAI PAESI EMERGENTI?

Per limitare la portata dei deflussi di capitali, sono stati rapidamente adottati tre tipi di intervento:

- 1) Alcune banche centrali hanno utilizzato le proprie riserve di cambio per contenere le pressioni sulla valuta: in Turchia, Egitto, Ucraina, Indonesia, Polonia, Brasile, Nigeria, Sudafrica, le riserve si sono ridotte di oltre il 5% fra inizio marzo e metà aprile.
- 2) Sulla scia della BCE o della Fed, le banche centrali di alcuni paesi emergenti hanno assunto il ruolo di finanziatori di ultima istanza decidendo di effettuare programmi di acquisto di attività finanziarie allo scopo di acquistare titoli di stato dei rispettivi paesi: Filippine, Sudafrica e Polonia.
- 3) La Federal Reserve americana ha aperto linee di swap destinate a fornire 60 mld di dollari di liquidità per almeno 6 mesi alle sue controparti (in particolare in Brasile e in Messico). Il 6 aprile, ha anche avviato un programma (FIMA repo facility) dedicato alle banche centrali estere, che possono ottenere liquidità in USD a fronte di titoli di stato USA e limitare così la carenza di dollari nei propri paesi redistribuendo la liquidità agli operatori locali che ne hanno bisogno (banche, imprese).

il 15% del PIL in 45 paesi, tra cui Marocco, Tunisia, Messico, Tailandia, Filippine, Croazia e Cambogia.

**3)** I paesi colpiti dalla pandemia e i cui governi hanno stabilito misure di contenimento obbligatorie (a livello nazionale o locale) dovranno affrontare un incremento dell'indebitamento dovuto alla diminuzione delle entrate legata al contenimento e all'aumento delle spese sanitarie e di quelle destinate a mitigare le conseguenze economiche sulla popolazione. Al 10 aprile scorso, 87 paesi erano in questa situazione. Tenendo conto di questi 4 fattori di rischio (1 livello iniziale di rischio sovrano e di cambio, 2 lockdown, 3 dipendenza dalle esportazioni di materie prime, 4 dipendenza dal settore turistico), il FMI prevede che quest'anno il deficit di bilancio dei paesi emergenti e in via di sviluppo supererà il 9% del PIL, ovvero il doppio rispetto al 2019 - considerando che nel 2008 era ancora in attivo. Il debito pubblico, già ai massimi storici nel 2019, dovrebbe raggiungere il 62% del PIL, 25 punti in più dal 2012<sup>7</sup>.

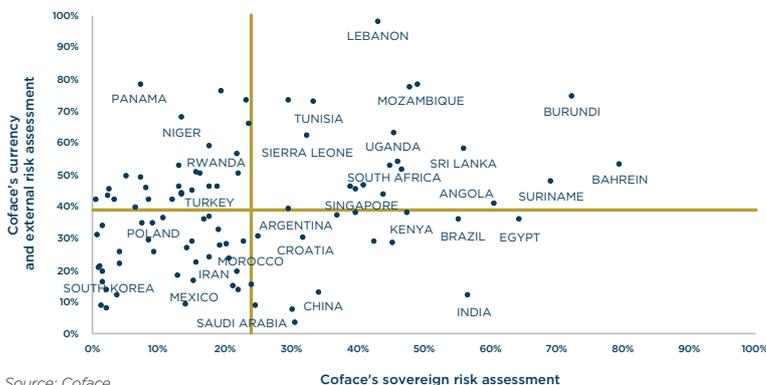
In sintesi, oltre al livello iniziale di vulnerabilità delle finanze pubbliche e del rischio di cambio (punteggio medio delle valutazioni di rischio delle finanze pubbliche, di vulnerabilità esterna e del tasso di cambio superiori al 45%, dove 100% è il rischio massimo), per valutare il grado di esposizione di un paese emergente all'attuale crisi va presa in considerazione anche l'esposizione di queste economie agli altri tre shock legati al COVID-19. Alla fine, sono 9 i paesi interessati da 3 delle 4 fonti di vulnerabilità: Sudafrica, Algeria, Angola, Ecuador, Libano, Mauritania, Oman, Tunisia e Venezuela. Altri 31 sono colpiti da due di queste quattro (tabella 1) e 71 paesi da almeno una.

## Le iniziative delle organizzazioni internazionali e dei paesi creditori per alleviare i paesi a basso reddito o emergenti dovrebbero avvantaggiare soprattutto i primi

In questo contesto di aumento del rischio sovrano nei paesi emergenti, la necessità di ulteriori finanziamenti rappresenta un'urgenza per molti paesi, che si sono rivolti al FMI. Il 16 aprile, 102 paesi hanno presentato domanda ufficiale di prestito. Il FMI ha teoricamente una capacità di prestito totale pari a 1300 miliardi di dollari, ma tenendo conto delle somme già prestate e delle regole prudenziali, più probabilmente la cifra corrisponde a 800 miliardi. In primo luogo, prevede risorse proprie, dedicate al finanziamento dei programmi abituali e basate sulla partecipazione dei paesi membri al capitale (circa 300 mld, detratte le somme prestate). Poi, soprattutto, si tratta di quelle già disponibili o ottenibili per far fronte a una situazione di emergenza in forma di finanziamenti, sia da altri istituti finanziari (200 mld), sia da paesi membri (circa 300 mld). Riconoscendo la pandemia di COVID-19 come una vera e propria emergenza, il FMI ha attivato accordi bilaterali con i membri del G20 per aumentare i fondi

GRAFICO 2

Coface's sovereign and currency/external risks (100% = very high risk, lines = global averages)



Source: Coface

TABELLA 1

Heatmap: Exposure to pandemic related shocks

		Lockdown	Sovereign and exchange rate risk	Non-agricultural commodities exporters	Reliance on tourism
TOP EM	China	High	High	Low	Low
	India	High	High	Low	Low
	Brazil	High	High	Low	Low
	Russia	High	High	Low	Low
	South Africa	High	High	High	Low
	Mexico	High	High	Low	High
	Turkey	High	High	Low	Low
EM AT RISK	Lebanon	High	High	Low	High
	Venezuela	High	High	Low	High
	Tunisia	High	High	Low	High
	Ecuador	High	High	Low	High
	Angola	High	High	High	Low
	Oman	High	High	Low	High
	Algeria	High	High	Low	High
	Bahrain	High	High	Low	High
	Ouganda	High	High	Low	High
	Sri Lanka	High	High	Low	High
	Pakistan	High	High	Low	High
	Zambia	High	High	Low	High
	Croatia	High	High	Low	High
	Albania	High	High	Low	High
	Montenegro	High	High	Low	High
	Cyprus	High	High	Low	High
	Colombia	High	High	Low	High
	Morocco	High	High	Low	High
	U. A. E	High	High	Low	High
	Qatar	High	High	Low	High
Jordania	High	High	Low	High	
Egypt	High	High	High	Low	
Kazakhstan	High	High	Low	High	
Thailand	High	High	Low	High	
Philippines	High	High	Low	High	
Sierra Leone	High	High	Low	High	
Eritrea	High	High	Low	High	
Nigeria	High	High	Low	High	

Source: Coface

n n n

5 - <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q1-2020-Quarterly-Update>

6 - Ad esclusione dei metalli preziosi.

7 - IMF, Fiscal Monitor Report, aprile 2020.

### I PAESI CREDITORI AGISCONO COLLETTIVAMENTE, DI RADO INDIVIDUALMENTE, PER AIUTARE I PAESI AD AFFRONTARE L'EPIDEMIA

Il 15 aprile 2020 i paesi del G20 hanno concordato una moratoria sul servizio del debito pubblico bilaterale dei paesi a basso reddito che possono beneficiare di finanziamenti agevolati dalla Banca mondiale (77 paesi) tra il 1 maggio e il 31 dicembre 2020. Questo significa che il pagamento di 12 mld di dollari sarà posticipato al 2022-24, tenendo conto di un anno di grazia. Allo stesso tempo, i creditori privati dovrebbero concordare di sospendere il pagamento di 8 mld di dollari alle stesse condizioni. Il Club di Parigi, che riunisce i principali paesi avanzati creditori, nonché Brasile e Russia, utilizzerà l'anno 2020 per determinare - a seconda della situazione di ciascun paese - se il debito debba essere cancellato o ristrutturato. La Cina, che non è membro del Club, dovrebbe, salvo sorprese, favorire l'approccio bilaterale. Potrebbe concedere la riduzione del debito, come ha fatto in passato (Sudan nel 2017, Congo, Etiopia e Camerun nel 2019), con paesi di cui è un creditore importante (Angola, Congo, Gibuti, Mozambico, Niger, Etiopia, Zambia, Ecuador, Venezuela, Cambogia, Kirghizistan, Laos, Mongolia, Tagikistan). Secondo la Johns Hopkins University, la Cina detiene il 17% del debito pubblico estero dell'Africa, il 20% secondo la Jubilee Debt Campaign. Il fatto che la Cina abbia interessi economici (soprattutto materie prime) o che questi paesi facciano parte della sua Belt and Road Initiative (infrastrutture di trasporto) incoraggia questo tipo di azioni.

disponibili.

I fondi di emergenza disponibili (100 mld di dollari) sono contenuti nel Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT). Tali fondi possono essere deliberati rapidamente, senza che il beneficiario debba presentare preventivamente un programma d'azione. I paesi possono richiedere fino al 50% della propria quota (100% provvisoriamente). I fondi si dividono in Rapid Credit Facility (RCF) riservata ai paesi poveri e Rapid Financing Instrument (RFI) aperto a tutti<sup>8</sup>. La necessità deve sorgere da un problema urgente di bilancia dei pagamenti legato al COVID-19, derivante da spese sanitarie o conseguenze economiche. Sono 130 i paesi che soddisfano i criteri per beneficiarne. Pertanto, il FMI ha già concesso prestiti a Nigeria (3,4 mld di dollari, ovvero lo 0,9% del PIL), Pakistan (0,5%), Ghana (1,5%),

Tunisia (1,9%), Senegal (1,8%), Mozambico (2,1%), Albania (1,3%), Madagascar (1,2%), Gabon (0,9%), Niger (1,6%) e Ruanda (1,1%).

Se questi prestiti di emergenza hanno il merito di poter cambiare la situazione per i paesi a basso reddito e di dimensioni relativamente ridotte, che attualmente rappresentano potenzialmente dal 6 al 10% del PIL (per alcuni paesi africani in particolare), sono troppo esigui per le grandi economie emergenti. Se la Turchia, il Sudafrica o il Brasile decidessero di utilizzarlo, l'importo concesso probabilmente non supererebbe l'1% del loro PIL.

Comunque, il Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT) consente al FMI di erogare sovvenzioni ai paesi più poveri e vulnerabili per contribuire a ridurre il loro debito e aiutarli a far fronte alle catastrofi, anche connesse alla salute pubblica. Si tratta di paesi che possono beneficiare di prestiti agevolati e con un reddito pro capite inferiore a 1.175 dollari USA o paesi con una popolazione inferiore a 1,5 milioni e un reddito pro capite inferiore a 2.350 dollari USA. Ma con solo 500 mln di dollari questa fonte di finanziamento è sottocapitalizzata, perciò il FMI ha fatto appello ai paesi del G20 per aumentarlo a 1,4 mld di dollari. A tal proposito, il 13 aprile scorso il FMI ha stabilito che 25 paesi beneficeranno della cancellazione del servizio del debito<sup>9</sup> per sei mesi. Il FMI può anche aiutare con i consueti strumenti come:

1) maggiore disponibilità e aumento delle risorse contenute nei programmi che già legano il FMI ai paesi beneficiari e attuazione di programmi aggiuntivi;

2) la modifica delle priorità di assistenza tecnica e delle azioni di formazione in caso di emergenza nell'ambito dei programmi esistenti;

3) l'uso di linee precauzionali da parte dei paesi beneficiari: il Marocco per esempio ha deciso di utilizzare i 3 mld di dollari disponibili;

4) la nuova linea di liquidità rinnovabile a breve termine.

Infine, con l'accordo della maggioranza dei suoi membri, il FMI potrebbe allocare ulteriori DSP, aprendo la possibilità a maggiori finanziamenti dalle proprie risorse. Tuttavia, ciò richiede il consenso dei paesi che contano per l'85% dei diritti di voto; gli Stati Uniti, che detengono il 16,5%, non sono favorevoli. Oltre al FMI, anche la Banca mondiale (con una dotazione di 160 mld di dollari in sovvenzioni e prestiti previsti per i prossimi quindici mesi), la Banca africana di sviluppo (10 mld di dollari), la Banca islamica per lo sviluppo (2,3 mld di dollari) e l'Unione Europea hanno annunciato iniziative simili. Ma se da un lato le organizzazioni internazionali hanno pianificato di aumentare i loro aiuti ai paesi in via di sviluppo, principalmente sotto forma di prestiti agevolati, dall'altro per il momento non hanno sospeso il servizio del loro debito nei loro confronti, stimato a 12 mld di dollari per il 2020. Inoltre, anche i paesi a più alto reddito hanno qualche difficoltà. Data la portata limitata degli aiuti di emergenza sopracitati, questi paesi dovrebbero rivolgersi agli abituali programmi di assistenza, più consistenti, ma sotto condizionalità (ad eccezione della nuova linea) che non tutti sono necessariamente disposti ad accettare (come Turchia, Messico e Sudafrica), mentre altri vedono respinta la loro richiesta (Venezuela e Iran) a causa delle sanzioni internazionali e dell'opposizione degli Stati Uniti.

8 - Nel primo caso, si tratta di prestiti senza interessi, rimborsabili in 10 anni con un periodo di tolleranza di 5 anni e mezzo. Nel secondo, i prestiti sono simili a quelli concessi nell'accordo di stand-by; 1,5% degli interessi e rimborso nell'arco di 3-5 anni. Gli aiuti possono essere combinati.  
9 - Afghanistan, Benin, Burkina Faso, Repubblica centrafricana, Ciad, Comore, Congo, Repubblica Democratica del Congo, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Haiti, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mozambico, Nepal, Niger, Ruanda, São Tomé e Príncipe, Sierra Leone, Isole Salomone, Tagikistan, Togo e Yemen. Rappresenta aiuti per 213 mln di dollari. Dovrebbero aggiungersi altri quattro paesi e la sospensione potrebbe essere estesa a due anni, se viene fornito il contributo compensativo del FMI.

#### 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'esautività 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>.