

Statistiche e analisi

La crisi Covid-19

Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano
in una prospettiva comparata



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

luglio 2020

La collana degli **Occasional Report** comprende approfondimenti e studi su tematiche di attualità di interesse istituzionale per la CONSOB.

Il presente numero esamina gli impatti economici della crisi da Covid-19.

Il presente Rapporto è stato curato da:

Nadia Linciano (coordinatrice)

Valeria Caivano

Francesco Fancello

Monica Gentile

Si ringrazia Lucia Pierantoni per il contributo alle analisi relative alle banche italiane.

Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto.

La copia, la distribuzione e la riproduzione del presente rapporto, in tutto o in parte, è soggetta a preventiva autorizzazione scritta da parte della CONSOB.

Segreteria di redazione: Eugenia Della Libera

Per eventuali informazioni e chiarimenti

scrivere a: studi_analisi@consob.it.

CONSOB

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

La crisi Covid-19

Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano
in una prospettiva comparata

*N. Linciano (coordinatrice), V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile**

Sintesi del lavoro

Il presente Rapporto fa il punto sull'impatto delle conseguenze economiche della pandemia da Covid-19 nel primo semestre 2020 esaminandone l'evoluzione nel contesto sia domestico sia internazionale.

La diffusione della pandemia a livello globale è stata asincrona e si è tradotta, nell'ambito delle economie coinvolte, in uno shock esogeno e simmetrico che ha colpito in simultanea il lato della domanda e il lato dell'offerta. Rispetto a precedenti crisi di natura endogena al sistema economico-finanziario, risulta complesso prevedere gli sviluppi e l'intensità dello shock in ragione dell'indeterminatezza dei fattori attinenti alla dinamica della pandemia. Sono chiari tuttavia i meccanismi di trasmissione della crisi, nell'ambito dei quali i mercati finanziari e il sistema bancario, pur non essendone l'epicentro, giocano un ruolo importante potendone amplificare gli effetti, così come è chiaro che nel complesso la portata e l'intensità della crisi dipenderanno dalle condizioni di partenza e dalle misure di *policy* a sostegno dell'attività economica.

L'Italia, al pari dell'area euro, è stata colpita in una fase in cui l'economia già sperimentava segnali di rallentamento; le imprese non finanziarie quotate già evidenziavano una decelerazione dei tassi di crescita del fatturato e della redditività più marcata di quella dei *competitors* europei, distinguendosi al contempo per il maggior indebitamento; gli indici del mercato azionario domestico rimanevano nella maggior parte dei casi su livelli cronicamente inferiori a quelli precedenti la crisi globale del 2008. Su altri versanti, le condizioni di partenza non destavano particolari preoccupazioni. Le finanze pubbliche mostravano un deficit di bilancio sotto controllo e sui mercati primario e secondario del debito sovrano prevalevano condizioni distese; il sistema bancario domestico godeva di una maggiore solidità grazie alle operazioni di patrimonializzazione e al miglioramento nella qualità del credito registrati negli ultimi anni; le famiglie, a fronte di una crescente preferenza per la liquidità, rimanevano caratterizzate da un basso livello di indebitamento e da uno stock elevato di ricchezza finanziaria in rapporto al reddito disponibile.

Al sopraggiungere della pandemia e delle relative misure di contenimento, il crollo dell'attività e della domanda unitamente al calo dell'occupazione e del reddito disponibile

* CONSOB, Divisione Studi. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

hanno amplificato le vulnerabilità preesistenti e i timori relativi alla sostenibilità del debito, pubblico e privato. I mercati finanziari italiani e internazionali hanno prontamente riflesso le dinamiche in atto, registrando nel mese di marzo una forte flessione dei corsi azionari e un aumento dei rendimenti dei titoli obbligazionari pubblici e privati. Dall'inizio dell'anno, in particolare, nel confronto con i principali paesi dell'area euro, il mercato azionario italiano ha registrato il calo più significativo dopo quello del mercato spagnolo. Nel secondo trimestre del 2020, i mercati hanno recuperato parzialmente le perdite grazie alle straordinarie misure di politica monetaria e di bilancio annunciate e adottate a livello globale, nell'area euro e in ambito domestico.

Nel complesso i rischi rimangono fortemente al ribasso. La pandemia non è stata ancora superata e la convivenza con il virus continuerà a generare ripercussioni economiche e sociali più o meno accentuate a seconda della capacità dei paesi colpiti di circoscrivere prontamente i nuovi focolai di infezione e in funzione della ampiezza e della tempestività delle misure di bilancio e di politica monetaria.

La crisi in atto consegna alcune lezioni fondamentali. La prima concerne la necessità di affinare e sviluppare strumenti di indagine che possano soddisfare le esigenze conoscitive dei *policy makers* in modo efficace, nonostante il contesto dominato dalla forte incertezza. Rispondono a questa necessità, ad esempio, le analisi di scenario e i nuovi approcci di indagine basati sulla combinazione di modelli epidemiologici e macroeconomici e sull'utilizzo dei cosiddetti dati *real-time* e ad alta frequenza, in grado di cogliere variazioni nelle aspettative degli operatori che anticipano l'andamento delle variabili macroeconomiche oggetto delle decisioni di *policy*.

La seconda importante lezione riguarda la necessità di coordinamento a livello internazionale per la definizione e l'attuazione di misure di contrasto alla crisi adeguate e tempestive. La collaborazione internazionale è indispensabile anche per mitigare i rischi al ribasso derivanti dalle tensioni geopolitiche a livello globale, accentuate dalla crisi Covid-19, e per contenere le ripercussioni derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione senza un accordo.

Oltre a incidere pesantemente sulla crescita economica dei paesi coinvolti, la pandemia sta anche innescando ovvero contribuendo ad accelerare processi potenzialmente idonei a modificare radicalmente il contesto socio-economico di riferimento. Si ricordano, in particolare, la digitalizzazione dei servizi finanziari e gli investimenti sostenibili, che potrebbero richiedere un aggiornamento delle priorità nelle agende dei regolatori e delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari laddove esse fossero definite sulla base di aspettative su ritmi di sviluppo dei fenomeni citati oramai superate.

Nel complesso la crisi Covid-19 restituisce a regolatori e autorità di vigilanza, dei mercati finanziari e non solo, una realtà profondamente cambiata e che in prospettiva potrebbe evidenziare ulteriori evoluzioni. È dunque importante potenziare la capacità di cogliere con tempestività gli sviluppi in atto e i relativi effetti sul sistema economico-finanziario. Al fine di innalzare l'efficacia della regolazione e della vigilanza è dunque importante rafforzare l'approccio *data driven*, già adottato in risposta alla crisi finanziaria del 2008, anche ampliandone il perimetro di applicazione e utilizzando strumenti propri della *data science* e della *data analytics*.

Indice

1	Introduzione	5
2	Le caratteristiche della crisi Covid-19	10
2.1	La crisi sanitaria	10
2.2	Dalla crisi sanitaria alla crisi economica	12
2.3	Le esigenze conoscitive dei <i>policy makers</i> e i possibili sviluppi della crisi economica	15
2.4	Le misure di contrasto alla crisi	17
3	L'impatto macroeconomico della crisi	19
3.1	La crisi in Italia: un approfondimento	23
4	Le risposte alla crisi	32
4.1	Politiche monetarie	32
4.2	Politiche fiscali	35
5	L'impatto della crisi sui mercati azionari	40
6	L'impatto della crisi sui mercati obbligazionari	48
7	Vulnerabilità e rischi per le società non finanziarie quotate	53

8	Vulnerabilità e rischi per le banche	57
8.1	La redditività e la solidità patrimoniale	57
8.2	La qualità dell'attivo	58
8.3	La composizione del passivo	63
8.4	Le esposizioni estere	64
8.5	Le vulnerabilità e i rischi	65
9	Le famiglie e l'impatto della crisi sul risparmio gestito	67
8.1	Le attività finanziarie delle famiglie	67
8.2	Il risparmio gestito	68
10	Conclusioni	70
	Riferimenti bibliografici	74
	Appendice	77

1 Introduzione

Tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020 si è rapidamente diffusa a livello globale un'infezione generata da un virus della famiglia SARS-Covid, il cosiddetto Covid-19, scoppiata a Wuhan, in Cina. Il virus è apparso sin da subito molto contagioso, tra l'altro a causa del fatto che la trasmissione da uomo a uomo può avvenire anche attraverso contatti con individui asintomatici. Nella maggior parte dei casi, le persone che hanno contratto l'infezione guariscono grazie a protocolli e terapie già in uso, senza bisogno di trattamenti particolari; nei casi più gravi, tuttavia, la malattia può degenerare anche attraverso l'aggravamento di patologie pregresse (prevalentemente di natura polmonare) fino al decesso.

Secondo le evidenze raccolte finora, il contagio da Covid-19 può essere contenuto principalmente attraverso misure di distanziamento sociale, che i governi nazionali dei paesi interessati hanno dovuto adottare nelle more della messa a punto di una cura specifica e di un vaccino efficace. Il cosiddetto *lockdown* ha previsto vincoli alla mobilità degli individui e ha comportato la chiusura di scuole, università ed edifici pubblici, il fermo delle attività commerciali e dei servizi non essenziali, il ridimensionamento o la riorganizzazione delle attività produttive essenziali tesi a garantire la salute dei lavoratori, il contingentamento delle attività di importazione ed esportazione e l'azzeramento delle attività turistiche.

Le conseguenze economiche e finanziarie discendenti dal contenimento della pandemia sono parse sin da subito molto severe. Le previsioni sui tassi di crescita del Pil globale e dei singoli paesi per l'anno in corso sono state riviste al ribasso a più riprese. Nel primo trimestre dell'anno gli indicatori relativi all'andamento dei mercati finanziari hanno evidenziato tensioni di proporzioni pari o superiori a quelle sperimentate durante la crisi del 2008. Si paventano un forte deterioramento dei conti pubblici, un aumento del tasso di insolvenza delle imprese, un peggioramento significativo delle condizioni economico-finanziarie delle famiglie. Si intravedono possibili ripercussioni sulla qualità degli attivi delle banche e sulla relativa capacità di erogare credito in una fase in cui i mercati primari dei capitali mostrano segnali di un rallentamento dell'attività. A fronte di questi scenari, le autorità monetarie e fiscali hanno messo in campo misure di contrasto alla crisi che non hanno precedenti negli ultimi anni.

Il presente Rapporto fa il punto sulle conseguenze economiche della pandemia nel primo semestre 2020, esaminandone l'evoluzione nel contesto sia domestico sia internazionale.

La diffusione della pandemia a livello globale è stata asincrona e si è tradotta, nell'ambito delle economie coinvolte, in uno shock esogeno e simmetrico che ha colpito in simultanea il lato della domanda e il lato dell'offerta. Rispetto a precedenti crisi di natura endogena al sistema economico-finanziario, risulta complesso prevedere gli sviluppi e l'intensità dello shock in ragione dell'indeterminatezza dei fattori attinenti alla dinamica della pandemia. Sono chiari tuttavia i meccanismi di trasmissione della crisi, nell'ambito dei quali i mercati finanziari e il sistema bancario, pur non essendone l'epicentro, giocano un ruolo importante potendone amplificare gli

effetti, così come è chiaro che nel complesso la portata e l'intensità della crisi dipenderanno dalle condizioni di partenza e dalle misure di *policy* a sostegno dell'economia.

L'Italia, al pari dell'area euro, è stata colpita in una fase in cui l'economia già sperimentava segnali di rallentamento; le imprese non finanziarie quotate già evidenziavano una decelerazione dei tassi di crescita del fatturato e della redditività più marcata di quella dei *competitors* europei, distinguendosi al contempo per il maggior indebitamento; gli indici del mercato azionario domestico rimanevano nella maggior parte dei casi su livelli cronicamente inferiori a quelli precedenti la crisi globale del 2008. Su altri versanti, le condizioni di partenza non destavano particolari preoccupazioni. Le finanze pubbliche mostravano un deficit di bilancio sotto controllo e sui mercati primario e secondario del debito sovrano prevalevano condizioni distese; il sistema bancario domestico godeva di una maggiore solidità grazie alle operazioni di patrimonializzazione e al miglioramento nella qualità del credito registrati negli ultimi anni; le famiglie, a fronte di una crescente preferenza per la liquidità, rimanevano caratterizzate da un basso livello di indebitamento e da uno stock elevato di ricchezza finanziaria in rapporto al reddito disponibile.

Al sopraggiungere della pandemia e delle relative misure di contenimento, il crollo dell'attività e della domanda unitamente al calo dell'occupazione e del reddito disponibile hanno amplificato le vulnerabilità preesistenti e i timori relativi alla sostenibilità del debito, pubblico e privato. I mercati finanziari italiani e internazionali hanno prontamente riflesso le dinamiche in atto, registrando nel mese di marzo una forte flessione dei corsi azionari e un aumento dei rendimenti dei titoli obbligazionari pubblici e privati. Dall'inizio dell'anno, in particolare, nel confronto con i principali paesi dell'area euro, il mercato azionario italiano ha registrato il calo più significativo dopo quello del mercato spagnolo. Nel secondo trimestre del 2020, i mercati hanno recuperato parzialmente le perdite grazie alle straordinarie misure di politica monetaria e di bilancio annunciate e adottate a livello globale, nell'area euro e in ambito domestico.

Nel complesso i rischi rimangono fortemente al ribasso. La pandemia non è stata ancora superata e la convivenza con il virus continuerà a generare ripercussioni economiche e sociali più o meno accentuate a seconda della capacità dei paesi colpiti di circoscrivere prontamente i nuovi focolai di infezione e in funzione della ampiezza e della velocità di attuazione delle misure di sostegno all'attività economica.

La crisi in atto consegna alcune lezioni fondamentali. La prima concerne la necessità di affinare e sviluppare strumenti di indagine che possano soddisfare le esigenze conoscitive dei *policy makers* in modo efficace, nonostante il contesto dominato da forte incertezza. Rispondono a questa necessità le analisi di scenario e i nuovi approcci basati sulla combinazione di modelli epidemiologici e macroeconomici e sull'utilizzo dei cosiddetti *real-time data* (come il traffico vocale, il consumo di elettricità o il livello di mobilità individuale) e dati ad alta frequenza (relativi ad esempio al mercato azionario), in grado di cogliere variazioni nelle aspettative e nel *sentiment* degli operatori che anticipano l'andamento delle variabili macroeconomiche oggetto delle decisioni di *policy*.

La seconda importante lezione riguarda la necessità di coordinamento a livello internazionale per la definizione e l'attuazione di misure di contrasto alla crisi adeguate e tempestive. La collaborazione internazionale è indispensabile anche per mitigare i rischi al ribasso derivanti dalle tensioni geopolitiche a livello globale, accentuate dalla crisi Covid-19, e per contenere le ripercussioni derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione senza un accordo.

Oltre a incidere pesantemente sulla crescita economica dei paesi coinvolti, la pandemia sta anche innescando ovvero contribuendo ad accelerare processi potenzialmente idonei a modificare radicalmente il contesto socio-economico di riferimento. Tra questi si ricordano la digitalizzazione dei servizi finanziari e lo sviluppo degli investimenti sostenibili, fenomeni che potrebbero richiedere un aggiornamento delle priorità nelle agende dei regolatori e delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari laddove esse fossero definite sulla base di aspettative e previsioni oramai superate.

Nel complesso la crisi in atto restituisce a regolatori e autorità di vigilanza (dei mercati finanziari e non solo) una realtà profondamente cambiata e che in prospettiva potrebbe evidenziare ulteriori evoluzioni. L'esperienza della pandemia sta velocemente modificando i comportamenti e la scala delle priorità di tutti i soggetti coinvolti, pubblici e privati. È dunque importante ampliare la portata dell'approccio *data driven* alla regolazione e alla vigilanza dei mercati finanziari che ha cominciato a trovare un'applicazione sempre più diffusa in risposta alla crisi finanziaria del 2008. In tal senso, l'utilizzo di strumenti propri della *data science* e della *data analytics* costituisce un punto fondamentale per un più efficace e tempestivo monitoraggio dell'evoluzione del contesto di riferimento rilevante per la regolamentazione e la vigilanza dei mercati finanziari.

Il Rapporto è organizzato come segue. Il paragrafo 2 analizza le caratteristiche dell'emergenza sanitaria, i meccanismi di trasmissione all'attività economica, la difficoltà di orientare i *policy makers* con proiezioni affidabili sugli sviluppi della crisi e i possibili strumenti di intervento a sostegno dell'economia. Seguono la disamina degli effetti della pandemia sull'attività economica sia globale sia italiana (paragrafo 3). Le risposte alla crisi in ambito internazionale e domestico sono discusse nel paragrafo 4, mentre le successive sezioni 5 e 6 approfondiscono l'andamento dei mercati azionari e obbligazionari domestici e internazionali a partire dalla crisi finanziaria globale e con un focus sul primo semestre 2020. I paragrafi 7 e 8 esaminano la redditività e la solidità finanziaria, rispettivamente, delle imprese non finanziarie quotate italiane e delle banche italiane a fine 2019, nel confronto con gli operatori dei maggiori paesi europei e alla luce delle dinamiche registrate a partire dal 2008. Il paragrafo 9 illustra l'evoluzione della composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie e le ripercussioni che la crisi attuale potrebbe avere sui comportamenti degli investitori nonché l'impatto sul settore del risparmio gestito. Seguono le conclusioni che, oltre a ricordare in sintesi le vulnerabilità e i rischi per il sistema economico-finanziario italiano, riportano prime riflessioni sulle trasformazioni che la pandemia ha innescato ovvero accelerato, a più livelli, contribuendo così a cambiare il contesto di riferimento in cui si troveranno a operare nei prossimi anni regolatori e autorità di vigilanza dei mercati finanziari (paragrafo 10).

2 Le caratteristiche della crisi Covid-19

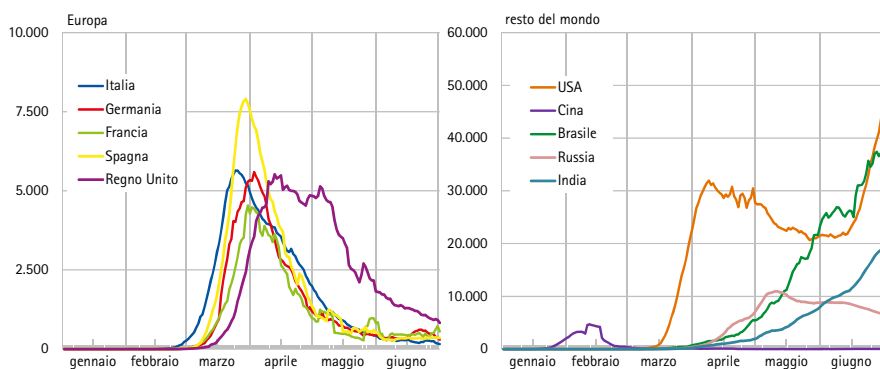
2.1 La crisi sanitaria

L'infezione da Covid-19, manifestatasi in Cina tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020, ha assunto in poche settimane le proporzioni di una pandemia destinata a generare a livello globale significative ripercussioni economiche e sociali¹. Al 30 giugno 2020, la pandemia ha raggiunto oltre 200 paesi, ha coinvolto circa 11 milioni di persone (casi accertati) e ha provocato oltre 500 mila vittime, attestandosi così a un tasso di letalità (ossia a una quota di decessi tra la popolazione contagiata) mediamente pari al 5% circa. Sebbene, infatti, i sintomi dell'infezione siano in genere lievi, specie in bambini e giovani adulti, per una quota rilevante dei contagiati (20% secondo l'OMS) il decorso risulta più grave a causa di insufficienze respiratorie che richiedono il ricovero ospedaliero. Per il Covid-19 non sono disponibili al momento né vaccini né farmaci, tra quelli utilizzati sinora, la cui efficacia terapeutica sia provata in modo robusto².

Il Covid-19 si è rivelato sin da subito estremamente contagioso, anche da parte di soggetti asintomatici; inoltre, poiché gli essere umani non sono mai entrati in contatto con questo virus, tutti gli individui sono potenzialmente suscettibili a

contrarre l'infezione. Dopo la Cina, la pandemia si è diffusa dapprima in Italia e nel giro di poche settimane, tra febbraio e marzo, ha coinvolto un numero crescente di economie avanzate; ad aprile è stata la volta dei paesi emergenti (Fig. 1). La curva dei contagi è risultata ovunque molto ripida all'inizio dell'epidemia, a testimonianza dell'elevato tasso di morbilità del virus e della necessità di rallentarne la diffusione con misure straordinariamente rigide.

Fig. 1 - Contagi nei maggiori paesi colpiti dalla pandemia nel primo semestre 2020
(media mobile su 7 giorni)



Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control.

La pandemia di Covid-19 si inserisce nel novero delle gravi patologie respiratorie comparse in anni recenti: la SARS, identificata in Cina a fine 2002; il virus H1N1, rilevato in Messico nel 2009; il MERS-CoV, diffusosi nel 2012 dapprima in Arabia Saudita e poi in altri paesi del Medio Oriente. Questi virus erano caratterizzati da un tasso di morbilità inferiore a quello del Covid-19, pur facendo registrare un

- 1 Il virus alla base della pandemia è stato denominato SARS-CoV-2 (ossia Sindrome Respiratoria Acuta Grave-CoronaVirus-2) dall'International Committee on Taxonomy of Viruses (ICTV). Il virus provoca la malattia denominata Covid-19, dove 'Co' indica corona, 'vi' significa virus, 'd' disease mentre '19' indica l'anno in cui si è manifestata per la prima volta. Il Covid-19 è stato dichiarato pandemia globale dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) l'11 marzo 2020.
- 2 Il 3 giugno la Commissione europea ha approvato l'utilizzo del farmaco Remdesivir per il trattamento di casi gravi di Covid-19 nell'Unione europea.

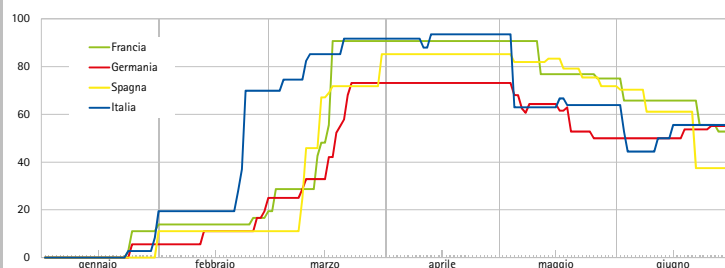
tasso di mortalità più elevato (come nel caso di SARS e MERS-CoV)³.

La propagazione dell'infezione di Covid-19 a livello globale ha fatto emergere le fragilità di molti sistemi sanitari nazionali. A fronte dell'avvio di innumerevoli ricerche per l'individuazione di cure efficaci e vaccini sicuri, sono stati approntati ospedali dedicati ai malati di Covid-19 per allentare la pressione sulle strutture esistenti. In questa ottica, inoltre, la maggior parte dei paesi colpiti è ricorsa all'unica misura allo stato in grado di ridurre il ritmo dei contagi, ossia il distanziamento sociale⁴. In Europa, all'iniziale provvedimento di sospensione dei voli da e per la Cina hanno fatto seguito la chiusura delle scuole, l'introduzione di limitazioni alla libera circolazione delle persone anche all'interno dei confini nazionali, la sospensione di eventi pubblici fino al fermo di diverse attività produttive non essenziali (cosiddetto *lockdown*).

A livello globale il *lockdown* è stato applicato con tempistiche e intensità differenti. Nell'area euro, l'Italia, colpita prima degli altri dalla pandemia, ha adottato misure più stringenti di quelle introdotte in Spagna e Germania e le ha mantenute nella loro maggiore intensità per un periodo relativamente più lungo (Fig. 2; si veda il paragrafo 3.1 per maggiori dettagli)⁵.

Fig. 2 - Government Response Stringency Index per i maggiori paesi dell'area euro

(dati giornalieri; 1° gennaio 2020 - 30 giugno 2020)



Fonte: Our World in Data nell'ambito dell'Oxford Martin Programme on Global Development presso l'Università di Oxford e in collaborazione con Global Change Data Lab. <https://ourworldindata.org/grapher/covid-stringency-index>. Il Government Response Stringency Index è un indicatore composito che incorpora informazioni relative a nove tipologie di misure adottate dai governi in risposta all'emergenza sanitaria, fra cui la chiusura di scuole e luoghi di lavoro e le limitazioni agli spostamenti. Il valore dell'indice è compreso tra 0 e 100 dove 100 indica il più alto grado di restrizione all'attività sociale ed economica.

- 3 La SARS (Sindrome respiratoria acuta e severa) si è diffusa dalla Cina e in diversi paesi del Sud Est asiatico nel 2003, risparmiando i paesi europei che nel complesso hanno registrato solo alcuni casi (di cui quattro in Italia). L'epidemia di SARS ha provocato poco più di ottomila contagi e 774 decessi, equivalenti a un tasso di mortalità del 9,7%, ma non è sfociata in una pandemia grazie anche alla bassa contagiosità del virus. Dal 2004 non sono stati rilevati nuovi casi. Per tale virus, inoltre, non sono stati individuati né cure efficaci né vaccini. Il virus H1N1 (cosiddetta influenza suina) è stato rilevato in Messico nel 2009. Il virus, appartenente alla famiglia dei virus influenzali di tipo A, si è diffuso velocemente in tutto il mondo: in base ai dati ufficiali dell'OMS, esso ha contagiato più di un milione e 600 mila individui causando più di 18 mila decessi, con un tasso di letalità stimato attorno all'1%. Studi successivi hanno stimato un numero di vittime molto superiore al dato ufficiale (oltre 200 mila). Per tale virus si è giunti in tempi brevi all'individuazione di un vaccino. Nel 2012, è stata la volta del MERS-CoV (Sindrome respiratoria del Medio Oriente), virus della famiglia dei coronavirus. L'epidemia si è manifestata dapprima in Arabia Saudita per poi espandersi in altri paesi del Medio Oriente. Il virus non è mai scomparso: gli ultimi dati disponibili riferiscono di 2.494 contagi e 858 decessi con un tasso di mortalità stimato del 34%. Come per la SARS, anche per la MERS non sono stati individuati vaccini o cure efficaci. Nonostante questi precedenti, la comunità internazionale ha continuato a prestare poca attenzione alla diffusione di epidemie riconducibili alla famiglia dei Corona virus, investendo poche risorse nella ricerca di antivirali specifici o nella messa a punto di vaccini sicuri ed efficaci.
- 4 La scelta del distanziamento sociale trova supporto anche nel dibattito accademico. Nelle more della messa a punto di protocolli medici, vaccini e cure validate clinicamente, l'applicazione immediata di misure volte a limitare l'interazione sociale tra gli individui consente quantomeno di rallentare il contagio e ridurre le pressioni sul sistema sanitario, facendo così guadagnare tempo per l'affinamento di tecniche efficaci di tracciamento e isolamento dei contagiati e la messa a punto di farmaci e protocolli per il trattamento dei malati. L'intervento pubblico si rende necessario, inoltre, perché i singoli individui non sarebbero in grado di mettere in atto autonomamente le misure di contenimento in quanto non in grado di internalizzare i costi sociali del contagio (percepiti di gran lunga inferiori a quelli effettivi; Farboodi et al., 2020).
- 5 Per una rassegna delle misure di contenimento del contagio a livello internazionale si veda anche Conteduca et al. (2020).

2.2 Dalla crisi sanitaria alla crisi economica

L'intensificarsi delle misure per il contenimento della pandemia ne ha lasciato intravedere fin da subito le pesanti ripercussioni anche sul piano economico e sociale⁶. Sebbene permetta di ridurre il contagio, il *lockdown* determina infatti uno shock sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda, come si discuterà a breve. L'intensità dello shock dipende dalla durata delle misure di distanziamento sociale e dal calo delle ore lavorate, a loro volta funzione di due parametri cruciali: il tasso di morbilità e il tasso di mortalità dell'infezione. Tali parametri, tuttavia, non sono ancora valutabili con un ragionevole grado di approssimazione: ad esempio, il tasso di mortalità è calcolato rispetto al numero di casi accertati che tuttavia potrebbe essere largamente sottostimato. Ciò rende difficile stimare gli sviluppi futuri della crisi (al proposito, si veda il paragrafo 3).

Un altro fattore di incertezza, la cui importanza è emersa con evidenza crescente a fronte del progressivo allentamento del *lockdown*, riguarda un'eventuale recrudescenza del virus e la necessità di ripristinare misure di distanziamento sociale più o meno circoscritte (si vedano i casi della Corea e della Cina, dove nuovi focolai sono state registrati nel maggio 2020 dopo l'abolizione di pesanti restrizioni alla mobilità, e, in ambito europeo, i casi di Germania, Portogallo e Italia registrati nel mese di giugno).

A fronte dei menzionati elementi di indeterminatezza, è certo comunque che la portata della crisi dipenderà da fattori individuabili e misurabili, tra cui: le condizioni economico-finanziarie e le vulnerabilità preesistenti di un paese (primi fra tutti, la crescita e i livelli di indebitamento pubblico e privato); la portata e la tempestività delle misure di contrasto alla crisi; le caratteristiche strutturali dei modelli produttivi e organizzativi del sistema economico-finanziario.

Sono chiari, inoltre, i canali di trasmissione che trasformano l'emergenza sanitaria in una crisi economica. Alle misure di distanziamento sociale corrispondono effetti negativi sia sull'offerta sia sulla domanda di beni e servizi (consumi interni ed esportazioni nette) sia sulle scelte di investimento delle imprese⁷, che a loro volta generano ricadute sul sistema finanziario (mercati finanziari e banche) trasformandolo in un potenziale detonatore della crisi. I meccanismi di trasmissione, sebbene individuabili, sono tuttavia complessi perché includono effetti sia diretti sia indiretti.

Per quanto riguarda lo shock dal lato dell'offerta, ad esempio, le conseguenze dirette del fermo di un'attività in un comparto e in una determinata area geografica possono associarsi alle conseguenze indirette su altri comparti e altre aree

6 Nel dibattito accademico si è cominciato a discutere esplicitamente di un *trade-off* tra salute ed economia. Come ricordato nella rassegna della letteratura di Caracciolo et al. (2020a), accanto a coloro che sottolineano l'esistenza di un *trade-off* si registrano le posizioni di chi invece lo ritiene inesistente, poiché salvare vite umane significa anche preservarne il relativo (e quantificabile) contributo al Pil e poiché uno screening adeguato e ripetuto consentirebbe di isolare immediatamente i soggetti che hanno contratto il virus senza dover sospendere le attività produttive (Greenstone et al. 2020, Rotman, 2020 e Saraceno, 2020).

7 Come si dirà a breve, la spesa pubblica potrebbe invece subire un incremento, a fronte di politiche di bilancio espansive di contrasto alla crisi.

geografiche, a seconda rispettivamente del livello di integrazione verticale delle attività (ossia delle interdipendenze lungo la catena produttiva di un determinato bene o servizio)⁸ e del grado di globalizzazione delle attività stesse. Quest'ultimo profilo, in particolare, è un fattore critico di trasmissione degli shock all'offerta tra comparti e paesi tanto più rilevante quanto più la diffusione della pandemia è asincrona (come nel caso del Covid-19) e quanto più i modelli produttivi risultano imperniati sulla delocalizzazione delle attività e/o fortemente dipendenti da catene globali di approvvigionamento che aumentano le interdipendenze (dirette e indirette) con la produzione estera⁹.

Lo shock all'offerta può essere solo parzialmente mitigato sostituendo alle attività 'in presenza fisica' il lavoro da remoto (cosiddetto *smart working*): ne sono esclusi, infatti, comparti importanti del settore dei servizi (come turismo e ristorazione) e del settore industriale, per i quali il *lockdown* determina la chiusura di impianti e stabilimenti. All'aumentare della durata del *lockdown*, inoltre, aumenta la possibilità che per molte imprese il fermo diventi definitivo (soprattutto se già versavano in una condizione di vulnerabilità patrimoniale e finanziaria) e che lo shock sull'offerta da temporaneo divenga permanente. Oltre a generare gli effetti sul sistema bancario di cui si dirà a breve, ciò potenzierebbe lo shock dal lato della domanda, attraverso la caduta dell'occupazione, del reddito e dei consumi e innescherebbe aspettative al ribasso sulle prospettive future dell'attività economica.

Passando allo shock dal lato della domanda, le misure restrittive alla mobilità individuale provocano un impatto negativo diretto e immediato su consumi interni ed esportazioni nette nonché sugli investimenti delle imprese. I primi riguardano un ampio spettro di beni e servizi (ad esempio, turismo, commercio al dettaglio, trasporti, intrattenimento di massa) e vengono accentuati, nell'intensità e nel perimetro dei comparti coinvolti, dai cosiddetti effetto reddito ed effetto ricchezza. L'effetto reddito deriva dalla contrazione del reddito disponibile delle famiglie, interessate dal rallentamento o dalla chiusura temporanea di alcune attività, che subiscono una riduzione della retribuzione oppure, nell'ipotesi peggiore, la perdita del lavoro: esso dovrebbe risultare temporaneo e svanire in seguito al ripristino dei ritmi produttivi e del reddito disponibile sui livelli pre-crisi. L'effetto ricchezza è legato alla perdita di valore delle attività finanziarie possedute dagli individui a fronte dell'andamento negativo dei mercati finanziari: anche tale effetto potrebbe risultare transitorio se in seguito al superamento della pandemia e alla rimozione del *lockdown* le condizioni sui mercati finanziari tornassero più distese e gli investimenti nei portafogli delle famiglie

- 8 Nel settore manifatturiero, ad esempio, l'interruzione di alcune catene produttive può comportare il fermo delle fabbriche che, pur non essendo soggette al *lockdown*, sono dipendenti per l'approvvigionamento di semilavorati prodotti da stabilimenti chiusi. Un altro comparto colpito in modo indiretto dalle misure di contenimento della pandemia è quello energetico, settore essenziale che tuttavia subisce il crollo della domanda di energia da parte delle attività sottoposte a fermo.
- 9 Baldwin (2020), sulla base delle tavole input-output dell'OCSE, calcola che nel 2017 la produzione manifatturiera italiana dipendeva, direttamente o indirettamente, da fattori produttivi cinesi per il 4,6% e tedeschi per il 4,9%. In generale l'autore evidenzia che l'Italia (assieme a Francia e Regno Unito) subirebbero ripercussioni relativamente meno importanti rispetto ad altre economie avanzate a seguito di una interruzione degli approvvigionamenti da parte di USA, Germania, Cina, Corea e Giappone.

recuperassero le perdite subite durante la crisi. Gli effetti sulle esportazioni nette risentono dei riflessi della pandemia sulle dinamiche della domanda domestica dei paesi partner negli scambi commerciali e sono tanto più persistenti quanto più la diffusione dell'epidemia è asincrona tra i paesi stessi. L'impatto sugli investimenti delle imprese, infine, può essere più o meno transitorio anche in funzione del livello di incertezza circa il perdurare della pandemia e le misure di contrasto alla crisi attuate dal governo e dalle autorità monetarie.

L'incertezza, infatti, può amplificare in modo significativo gli shock alla domanda generati dalla pandemia. Ad esempio, durante una crisi gli individui tendono a limitare le spese al minimo indispensabile, posticipandole o annullandole, e a rafforzare il risparmio precauzionale, mentre le imprese rimandano o annullano progetti di investimento. All'incertezza si associano altri fattori psicologici che possono condizionare le scelte correnti e future di consumo e investimento, quali il calo della fiducia (generalizzata e/o verso comparti specifici del sistema istituzionale ed economico-finanziario) e la percezione che eventuali politiche di contrasto alla crisi siano insufficienti, transitorie o precludano a un maggior prelievo fiscale in futuro. Tali riflessi potrebbero essere transitori se l'attività economica potesse essere rapidamente ripristinata a fronte di un efficace contenimento della pandemia. Non si possono escludere, tuttavia, sviluppi pregiudizievole per la ripresa, che potrebbero passare anche attraverso il settore finanziario e la difficoltà di accesso ai mercati dei capitali da parte di famiglie e imprese.

Le banche, infatti, potrebbero razionare il credito soprattutto a fronte di un deterioramento significativo della qualità dei propri attivi, dovuto all'aumento delle insolvenze da parte di imprese e famiglie. L'inasprimento delle condizioni di accesso al credito bancario avrebbe l'effetto di esacerbare la contrazione dei consumi da parte delle famiglie e degli investimenti da parte delle imprese. Inoltre, le turbolenze sui mercati finanziari, oltre a provocare il già ricordato effetto ricchezza a danno delle famiglie, riducono la capacità di raccogliere risorse sul mercato da parte dei soggetti prenditori di fondi, quali famiglie e imprese.

Non si può trascurare, infine, il ruolo dello Stato sia come attore delle politiche di contrasto alla crisi sia come attore dei mercati finanziari, ai quali si rivolge per reperire risorse. Rimandando al paragrafo 2.4 alcune riflessioni sul primo punto, in questa sede si ricorda che politiche fiscali e di bilancio espansive (a sostegno di famiglie e imprese, del flusso di credito all'economia e, nel caso della pandemia di Covid-19, anche del sistema sanitario domestico) si traducono in un forte shock esogeno sulle finanze pubbliche, accentuato dalla contestuale riduzione del gettito fiscale corrente e (in potenza) futuro. Tale shock può minare la sostenibilità finanziaria del debito pubblico e determinare un peggioramento delle condizioni di accesso ai mercati obbligazionari sovrani, contribuendo così a ostacolare la ripresa anche dopo la rimozione delle restrizioni alle attività produttive.

2.3 Le esigenze conoscitive dei *policy makers* e i possibili sviluppi della crisi economica

I *policy makers* hanno bisogno di dati accurati e affidabili nonché di una modellistica che permetta di cogliere gli sviluppi della crisi e orienti le decisioni sulle misure di contrasto in modo tempestivo ed efficace.

Di solito, per quantificare l'impatto economico di una crisi si ricorre a dati storici relativi a precedenti simili. Nel caso della pandemia di Covid-19, però, il riferimento alle esperienze passate (quali, ad esempio, le epidemie di SARS, H1N1 e MERS-CoV) può risultare poco utile. La portata dello shock è globale, ha colpito le economie in modo asimmetrico e produrrà effetti asimmetrici in funzione delle condizioni preesistenti e delle misure adottate per contenerli; sussiste inoltre il rischio (che come ricordato si sta già materializzando in alcuni paesi) di seconde ondate di contagio che potrebbero amplificare lo shock economico iniziale. In queste circostanze, come si vedrà nel paragrafo successivo, le proiezioni sull'attività economica possono subire una progressiva revisione al ribasso, in seguito al manifestarsi di fattori e rischi rilevanti per l'analisi. La modellistica utilizzata in passato per stimare gli effetti di un'emergenza sanitaria, non aiuta, in quanto basata sull'ipotesi che il contagio si esaurisca in tempi brevi e che l'evoluzione della pandemia sia agevolmente prevedibile.

Darby et al. (1998), ad esempio, con riferimento a un'ipotetica pandemia che dovesse colpire il Regno Unito per un periodo di tre mesi, stimano un calo del Pil elevato nel trimestre di emergenza (fino a sei punti percentuali nelle ipotesi più severe quanto a tassi di morbilità e di mortalità), destinato a essere largamente riassorbito in seguito al successivo ripristino della produzione e della domanda ai livelli preesistenti la pandemia (la contrazione del Pil su base annua si attesterebbe attorno a uno o due punti percentuali a seconda degli scenari). Le stime peggiorano nel caso di chiusura delle scuole: in questo caso, infatti, il numero di ore lavorate cala ulteriormente rispetto allo scenario di base per far fronte alle esigenze di accudimento dei figli (se la chiusura durasse 3 mesi, ad esempio, la contrazione del Pil su base annua sarebbe pari al 5% circa).

La Commissione europea, in uno studio del 2006, analizza l'impatto sull'economia dell'Unione di una ipotetica pandemia caratterizzata da un tasso di morbilità del 30% e un tasso di mortalità del 2,5%. Nello scenario base (tre mesi di epidemia e tre settimane di fermo dell'attività produttiva) il calo del Pil si attesterebbe a un livello inferiore al 2%. Negli scenari peggiori (caratterizzati, ad esempio, da un'epidemia e un fermo produttivo più prolungati, instabilità dei mercati finanziari, persistenza del calo della domanda derivante anche da effetti psicologici legati all'incertezza e riduzione del commercio estero), la contrazione del Pil si collocherebbe attorno al 4%.

Gli studi menzionati si basano sull'ipotesi che l'informazione sulle cause e sulla durata della crisi sia completa e che i suoi effetti svaniscano al risolversi dell'emergenza sanitaria. Ad esempio, si suppone che lo shock sulla domanda sia riassorbito al termine della pandemia, per effetto della immediata ripresa dei consumi (solo posticipati e non anche, per alcuni beni e servizi, permanentemente ridotti dalla crisi), trascurando le conseguenze dell'impatto psicologico della pandemia e il calo di fiducia innescato dalla crisi. In questo contesto la ripresa economica è rapida e segue un percorso a V (cosiddetta *V-shaped recovery*), ossia il crollo del Pil viene riassorbito rapidamente dopo il superamento dell'emergenza sanitaria. Tuttavia, scenari più severi quanto a persistenza della pandemia e dei relativi effetti potrebbero determinare una ripresa lenta (forma a U), una seconda recessione (forma a W), ovvero far registrare una perdita secca strutturale a fronte di un recupero parziale (*tick-shaped recovery*) o nullo (forma a L).

I primi studi riferiti specificamente al caso Covid-19 incorporano gli effetti di lungo periodo della pandemia. Fornaro e Wolf (2020), tra gli altri, arrivano alla conclusione che l'attività economica potrebbe seguire un percorso a L, sfociando in una stagnazione. In questo scenario, la pandemia deprimerebbe la domanda globale amplificando lo shock iniziale sull'offerta, a cui seguirebbe un lungo periodo nel quale le aspettative pessimistiche degli attori economici impedirebbero al sistema di allontanarsi da un equilibrio caratterizzato da bassa crescita e alta disoccupazione¹⁰.

Il ruolo delle aspettative e dell'incertezza viene analizzato anche in Baker et al. (2020) e Ludvigson et al. (2020). In particolare, Baker et al. (2020) ne colgono gli effetti attraverso tre indicatori *forward-looking* (la volatilità implicita dei mercati azionari, la frequenza con cui termini quali 'economia' e 'incertezza' ricorrono negli articoli di giornale e le aspettative espresse da operatori di mercato nell'ambito di indagini campionarie) e stimano una contrazione del prodotto statunitense ascrivibile per circa la metà agli effetti negativi generati dall'incertezza sugli sviluppi della pandemia di Covid-19.

La difficoltà di stimare l'andamento delle variabili economiche in un contesto dominato da forte incertezza sta stimolando un approccio più flessibile alle previsioni, che, parafrasando l'aggiornamento del World Outlook del giugno 2020 (FMI, 2020c), potrebbe connotarsi come '*a forecast like no other*'. In particolare, è stata sottolineata la necessità di ampliare la tipologia di informazioni utilizzate, includendo dati osservabili con tempestività e in grado di anticipare (in quanto strettamente correlati) la dinamica di variabili macroeconomiche rilevanti per le decisioni di *policy* ma disponibili con uno o più periodi di ritardo (Ercolani e Natoli, 2020). Ad esempio, è opportuno utilizzare i cosiddetti *real-time data* (come il traffico

10 Nel documento di aggiornamento del World Economic Outlook per il 2020, il FMI (2020b) evidenzia i fattori più rilevanti che potrebbero ostacolare una piena ripresa economica, legati all'incertezza degli sviluppi della pandemia: il distanziamento sociale volontario; la difficoltà di impiegare (riconvertendone le competenze) chi ha perso il lavoro in settori connotati da un deficit di offerta di forza lavoro; le difficoltà di riavviare attività economiche dopo i danni provocati dal *lockdown*; i costi per l'applicazione delle misure igieniche e di distanziamento nei luoghi di lavoro; le interruzioni e gli aggiustamenti nelle catene di approvvigionamento globale; l'impatto sul commercio internazionale; l'amplificazione della crisi legata ai mercati finanziari (in particolare, il documento si riferisce a fenomeni di sopravvalutazione dei corsi azionari cui potrebbero seguire brusche correzioni).

vocale, il consumo di elettricità o il livello di mobilità individuale) correlati a variabili quali i consumi e la produzione oppure dati ad alta frequenza (relativi ad esempio al mercato azionario) in grado di cogliere variazioni nelle aspettative e nel *sentiment* degli operatori¹¹. Infine, vista la molteplicità dei fattori rilevanti e l'incertezza circa il loro sviluppo, un'analisi di scenario è sicuramente più informativa per i *policy makers* rispetto alle previsioni 'tradizionali' (a questo approccio si stanno ispirando anche le maggiori istituzioni internazionali; si veda il paragrafo 3).

2.4 Le misure di contrasto alla crisi

Il diffondersi della pandemia ha innescato il dibattito su quali misure potessero essere più adeguate per contrastare la crisi economica che ne è derivata. Un punto condiviso dalla maggior parte degli esponenti delle istituzioni e dell'accademia è la necessità di coordinamento per fronteggiare efficacemente uno shock esogeno e asimmetrico, tra paesi e tra settori di attività, ed evitare costose frammentazioni delle risposte di *policy* adottate a livello domestico. Come evidenziato da alcuni commentatori, l'emergenza in corso dovrebbe essere l'occasione per mettere in atto le lezioni apprese durante la crisi finanziaria nel 2008, ossia la necessità di uno stretto coordinamento tra banche centrali e governi per la messa a punto di misure tese a sanare le vulnerabilità preesistenti e a rilanciare una crescita sostenibile nel lungo periodo. Sebbene in alcune aree talune debolezze che avevano agito da detonatore della crisi finanziaria globale siano state sanate (si pensi, ad esempio, alle condizioni delle banche europee di cui al paragrafo 8), rispetto al 2008 lo stato delle finanze pubbliche della maggior parte dei paesi coinvolti dalla pandemia è peggiorato (si veda il paragrafo 4.2); la crescita economica aveva manifestato segnali di rallentamento già a fine 2019; le perduranti tensioni geo-politiche avevano già comportato una riduzione del commercio estero e un deterioramento delle relazioni internazionali. Le interconnessioni economico-finanziarie tra paesi, inoltre, e la diffusione asincrona dell'epidemia a livello globale favoriscono la trasmissione degli effetti domestici della crisi in ambito internazionale e il suo perdurare nel tempo.

Nel dibattito, inoltre, si concorda sulla necessità di adottare misure di contrasto in grado di intercettare i canali di trasmissione e di amplificazione degli shock all'offerta e alla domanda sostenendo: i) le imprese, per contenere l'incremento del tasso di insolvenza, il crollo degli investimenti e il calo della produttività anche collegato all'eventuale mantenimento di misure di distanziamento sociale necessarie per prevenire successive ondate di contagio; ii) le famiglie, in modo da mitigare la contrazione del reddito disponibile e dei consumi; iii) il sistema bancario, in modo da mitigare gli effetti di un peggioramento della qualità del credito sulla stabilità delle banche e sull'erogazione di crediti a famiglie e imprese¹².

11 Per una rassegna degli studi che combinano i modelli epidemiologici di diffusione di infezioni virali (in particolare i cosiddetti modelli SIR) e i modelli macroeconomici si veda Caracciolo et al. (2020).

12 Gli interventi potrebbero essere concepiti come misure di breve o di lungo periodo a seconda delle aspettative circa la durata della crisi. Come si discuterà in dettaglio nei paragrafi successivi, in un primo momento, l'approccio della Commissione e dei governi dei principali paesi europei è stato quello di reperire risorse finanziarie tarate sull'ipotesi che gli effetti avversi della pandemia e il maggior fabbisogno di risorse potessero considerarsi circoscritti al 2020.

Un secondo punto di discussione e analisi ha riguardato lo spazio di manovra delle politiche monetarie e delle politiche fiscali e la concreta declinazione dei relativi strumenti di intervento.

Sul fronte della politica monetaria, le misure convenzionali non possono che avere un ruolo limitato dato il contesto pre-crisi, caratterizzato da tassi di interesse ai livelli minimi e dagli elevati livelli di liquidità precedentemente immessi nel sistema¹³. È dunque necessario ricorrere a operazioni (non convenzionali) mirate a fornire liquidità al sistema bancario e alle imprese, al fine di consentire il superamento della fase più acuta della crisi e a preservare la continuità delle attività produttive che in uno scenario di contrazione contestuale della domanda e dell'offerta rischiano la paralisi.

Le banche centrali possono acquistare titoli del debito pubblico sul mercato secondario in modo da abbassarne i rendimenti e, attraverso la trasmissione di questo effetto ad altri comparti del mercato finanziario, stimolare indirettamente la ripresa della domanda interna (consumi delle famiglie e investimenti delle imprese; Cova e Ferrero, 2015)¹⁴. Per favorire l'accesso al credito bancario da parte di famiglie e imprese, le banche centrali possono veicolare liquidità agli enti creditizi; possono altresì rilassare le norme sui requisiti prudenziali a fronte di un peggioramento della qualità del credito derivante da un aumento delle insolvenze. Infine, le banche centrali possono acquistare direttamente sul mercato titoli obbligazionari privati, per garantire l'afflusso di liquidità alle imprese superando eventuali frizioni nel meccanismo di trasmissione delle misure di politica monetaria all'economia reale.

Le politiche monetarie rischiano comunque di essere meno efficaci di interventi fiscali mirati, diretti a sostenere consumi e investimenti rispettivamente delle categorie di famiglie e imprese più vulnerabili e più colpite dalla crisi (Fornaro e Wolf, 2020). Tuttavia, le politiche di bilancio espansive trovano un vincolo nella sostenibilità del debito, che dipende, tra le altre cose, dalle condizioni preesistenti dei conti pubblici. Un altro profilo dibattuto riguarda poi la tipologia di strumento da utilizzare. Ad esempio, tra gli ammortizzatori sociali a sostegno ai lavoratori, forme di garanzie e integrazione del salario, oltre ad avere riflessi potenzialmente positivi sul *sentiment* dei beneficiari, si associano alla *policy* di preservare la forza lavoro delle imprese e di permettere loro una rapida ripartenza in seguito alla rimozione di eventuali blocchi o limiti alle attività produttive. Viceversa, il ricorso a sussidi di disoccupazione a coloro che perdano il lavoro presuppone la scelta di non interferire con la reazione del mercato alla crisi e con il conseguente crollo dell'occupazione. Anche il sostegno alle

13 La peculiarità di questa crisi, come ricordato prima, è quella di essere contemporaneamente uno shock alla domanda e all'offerta. Uno shock negativo all'offerta tende ad avere un effetto inflazionistico che spinge al ribasso i tassi di interesse reali e si traduce in un'espansione monetaria in assenza di una modifica dei tassi nominali da parte delle banche centrali. Al contrario uno shock negativo alla domanda ha effetti deflazionistici che tendono a far aumentare i tassi di interesse reali: in questo caso, per evitare una contrazione monetaria le banche centrali devono operare tagli ai tassi nominali che, tuttavia, difficilmente possono compensare l'incremento dei tassi reali se, come accade da tempo, questi si collocano già a livelli minimi.

14 Caracciolo et al. (2020, issue n. 2) descrivono la differenza tra le operazioni di *quantitative easing* e la cosiddetta distribuzione di *helicopter money*, su cui si è soffermato il dibattito accademico e istituzionale quale misura di sostegno diretto e immediato a famiglie e imprese.

imprese può avere effetti diversi a seconda che si concretizzi in forme di garanzia pubblica al finanziamento bancario o in trasferimenti diretti, ovvero in misure di alleggerimento (temporaneo o permanente) del prelievo fiscale¹⁵.

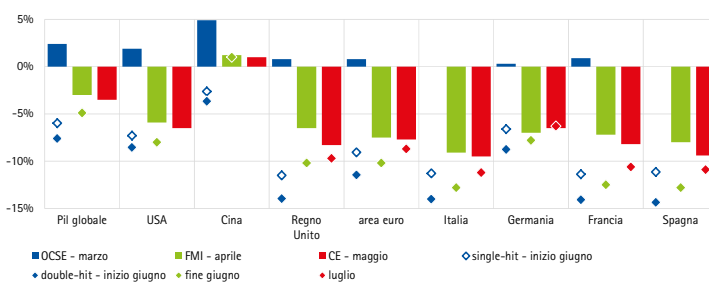
Un ultimo cruciale fattore per l'efficacia delle politiche di contrasto alla crisi è la tempestività degli interventi, che dipende non solo dal tipo di strumento prescelto ma anche dai modelli burocratici e decisionali in essere presso le istituzioni pubbliche e i soggetti privati coinvolti nell'attuazione degli interventi stessi.

3 L'impatto macroeconomico della crisi

A partire dal mese di marzo 2020, diverse istituzioni internazionali hanno aggiornato le precedenti stime sulla crescita economica per il 2020 con revisioni fortemente al ribasso. Nei mesi successivi si sono susseguite ulteriori revisioni, nella maggior parte dei casi peggiorative. Ad aprile, ad esempio, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) aveva previsto per il 2020 un calo del Pil pari in media al 3% a livello globale, al 6% nelle economie avanzate e all'1% circa in quelle emergenti: a fine giugno, invece, le proiezioni indicano, rispettivamente, una riduzione pari a poco meno del 5%, 8% e 3% (FMI, 2020a e 2020b)¹⁶. Anche l'OCSE ha rilasciato aggiornamenti peggiorativi, distinguendo nei dati pubblicati a giugno due scenari a seconda che si verifichi o meno una seconda ondata di contagi (*single* e *double hit scenario*).

Per il nostro Paese, che ha adottato misure di contenimento della pandemia molto stringenti, il FMI (2020b) stima un calo del Pil pari nel 2020 al 12,8% (-9,1% in FMI, 2020a) a fronte di una media dell'area euro del 10,2% (-7,5% in FMI, 2020a). Il dato OCSE (2020b) oscilla tra circa -12% e -14% a seconda che si consideri il *single* o il *double hit* scenario (per l'area euro rispettivamente -9,1% e -11,5%); le *summer forecast* del 7 luglio della Commissione europea (2020b) indicano una contrazione dell'11,2% (-9,5% secondo le *spring forecast* di aprile della Commissione europea, 2020a) a fronte di -8,7% per l'area euro (-7,7% secondo le *spring forecast*; Fig. 3).

Fig. 3 - Previsioni di crescita del Pil 2020 delle principali istituzioni internazionali



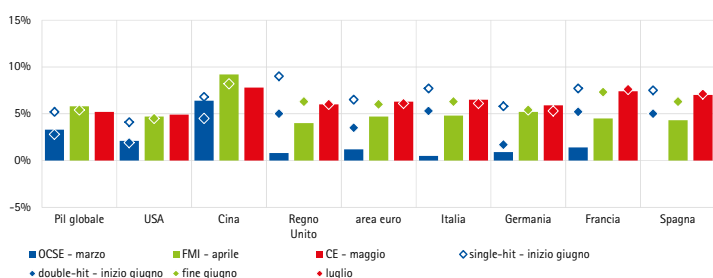
Fonte: Commissione europea (2020a; 2020b); FMI (2020a, 2020b); OCSE (2020a, 2020b). Con riguardo alle stime OCSE (2020b), il grafico riporta, rispettivamente, il dato relativo allo scenario 'single-hit', in cui si ipotizza che la pandemia si esaurisca in una sola ondata di contagi, e il dato relativo allo scenario 'double-hit', in cui si ipotizza una seconda ondata di contagi.

15 Caracciolo et al. (2020, issue n. 2) descrivono la letteratura in materia e approfondiscono il dibattito relativo alle politiche di salvataggio ottimali tese a evitare il fallimento delle imprese più duramente colpite dalla crisi.

16 L'aggiornamento del Fondo riporta stime più pessimistiche di quelle pubblicate dalla Commissione europea nel mese di maggio, che per il 2020 prevedevano una contrazione del Pil pari al 3,5% a livello globale e al 7,7% per l'area euro (Commissione europea, 2020).

Per il 2021, nell'ipotesi che non si verificano nuovi episodi di proporzioni simili alla prima ondata di contagio, le proiezioni più recenti lasciano intravedere un parziale recupero con tassi di crescita oscillanti attorno al 5% a livello globale e tra il 6,5% e il 7,7% per l'area euro (rispettivamente Commissione europea, 2020b, e OCSE, 2020b). Per l'Italia si stima un incremento dell'attività economica tra il 5,4% e il 6,1% (rispettivamente FMI, 2020b, e Commissione europea, 2020b; Fig. 4)¹⁷.

Fig. 4 – Previsioni di crescita del Pil 2021 delle principali istituzioni internazionali



Fonte: Commissione europea (2020a; 2020b); FMI (2020a, 2020b); OCSE (2020a, 2020b). Con riguardo alle stime OCSE (2020b), il grafico riporta, rispettivamente, il dato relativo allo scenario 'single-hit', in cui si ipotizza che la pandemia si esaurisca in una sola ondata di contagio, e il dato relativo allo scenario 'double-hit', in cui si ipotizza una seconda ondata di contagio.

I rischi rimangono tuttavia prevalentemente orientati al ribasso anche per il 2021. Nelle *summer forecast 2020*, la Commissione europea cita la possibilità di una nuova ondata di contagi e il perdurare delle ripercussioni economiche dell'emergenza sanitaria tra i fattori che potrebbero rendere il recupero meno robusto; resta inoltre rilevante il rischio di uscita del Regno Unito dall'Unione senza un accordo definitivo. Nell'ambito dei cosiddetti *upside risk*, la Commissione europea menziona la proposta del fondo Next Generation UE (il cui impatto non è stato incorporato nelle stime di crescita), che si prevede possa dare un notevole impulso all'economia degli Stati membri in particolare nel 2021 (per dettagli si veda il paragrafo 4.2).

Le proiezioni delle maggiori istituzioni internazionali preannunciano una recessione più grave di quella scaturita dalla crisi finanziaria del 2008, con la quale la vicenda Covid-19 presenta qualche analogia sul piano della dinamica del contagio (in quel caso solo finanziario e innescato da 'titoli tossici' non agevolmente individuabili nei portafogli degli operatori di mercato) e dei canali di trasmissione all'economia reale¹⁸. Il progressivo peggioramento delle previsioni di crescita del Pil, negli aggior-

17 Secondo le *summer forecast* della Commissione la contrazione del Pil per il 2020 sarebbe particolarmente marcata anche in Spagna (-10,9%) e Francia (-10,6%), che dovrebbero però segnare tassi di crescita più robusti nel 2021 (rispettivamente, +7,1% e +7,6%).

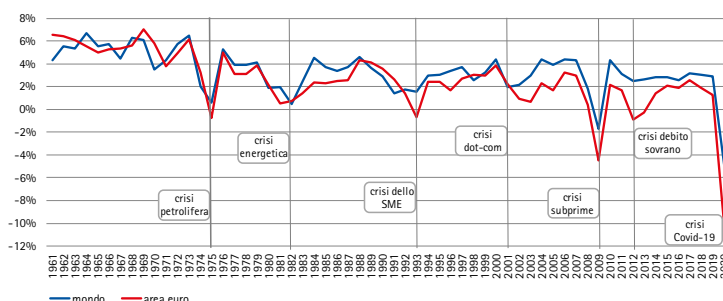
Secondo stime di S&P Global Rating, basate sul confronto tra le proiezioni del Pil per il 2023 pre e post Covid-19, per l'area euro la perdita di output di lungo periodo si attesterebbe mediamente a poco più di 3 punti percentuali. Per l'Italia si stima una perdita di circa 3,5 punti percentuali, più del doppio del dato relativo alla Germania (1,5 punti percentuali) e inferiore al dato spagnolo (4 punti percentuali; S&P, 2020).

18 Sebbene la crisi attuale si differenzi dalla crisi dei mutui *subprime* poiché di origine esogena rispetto al sistema finanziario, è possibile individuare talune similitudini attinenti alla dinamica del contagio. Secondo le evidenze raccolte finora, il contagio di Covid-19 può avvenire anche attraverso individui asintomatici: anche per questo motivo si è fatto ricorso, in maniera generalizzata e in moltissimi paesi nel mondo, al *lockdown* non essendo possibile adottare misure più mirate che avrebbero potuto contenere l'impatto economico e sociale dell'emergenza sanitaria. Analogamente, nel corso della crisi del 2008, sebbene i mutui *subprime* fossero una quota relativamente piccola di tutti i mutui cartolarizzati, l'impossibilità di individuare con esattezza i portafogli che ne erano interessati ha portato dapprima al blocco totale del mercato dei titoli cartolarizzati e successivamente a una crisi di fiducia generalizzata, che ha investito il sistema bancario e finanziario con ripercussioni ben più ampie di quelle direttamente connesse al default dei singoli titoli con sottostanti mutui *subprime*. In entrambe le crisi, inoltre, le istituzioni e gli operatori di mercato sono apparsi totalmente impreparati a fronteggiare lo sviluppo degli eventi nelle proporzioni che avrebbero assunto nel giro di poche settimane. Nel caso della pandemia di Covid-19, infatti, in un primo momento le istituzioni si sono rifatte alle precedenti epidemie (SARS, MERS, H1N1) per inferire il possibile impatto economico dell'emergenza, in tal modo sottostimandone gli effetti derivanti dalla maggiore interconnessione dei mercati e

namenti susseguirsi a più riprese negli ultimi mesi, testimonia la significativa incertezza sulla dinamica di fattori i cui effetti possono essere meglio approssimati solo attraverso analisi di scenario. Se confermate, inoltre, persino le previsioni più ottimistiche individuano quella attuale come la crisi più grave tra quelle sperimentate negli ultimi decenni (Fig. 5).

La crisi in atto non ha precedenti anche perché oltre al reddito colpisce simultaneamente sfere molto importanti della vita individuale, quali la salute e l'istruzione. L'indice di sviluppo umano elaborato dalle Nazioni Unite fornisce al proposito un'evidenza molto chiara¹⁹. A partire dal 1990 e fino al 2019 l'indice è sempre cresciuto, pur mostrando un rallentamento dopo la crisi finanziaria del 2008. Le stime per il 2020 evidenziano per la prima volta un calo dell'indicatore, per effetto dell'impatto combinato dell'emergenza sanitaria (con decessi che al 30 giugno 2020 hanno superato nel mondo i 500 mila casi), della significativa contrazione del Pil globale e della drastica riduzione dell'offerta formativa scolastica per buona parte degli studenti delle economie colpite. Secondo le Nazioni Unite, infatti, la chiusura delle scuole ha interessato quasi 150 paesi, ossia circa un miliardo e mezzo di bambini e ragazzi, pari a quasi l'86% dell'intera popolazione studentesca mondiale. L'impatto negativo sull'educazione è stato contenuto solo in parte tramite l'utilizzo di tecniche di insegnamento a distanza, a fronte di condizioni di connettività eterogenee tra paesi e all'interno di uno stesso paese. Anche per questo motivo la crisi da Covid-19 sta agendo da amplificatore delle disuguaglianze, con ricadute molto negative dal punto di vista sociale oltre che economico (Fig. 6).

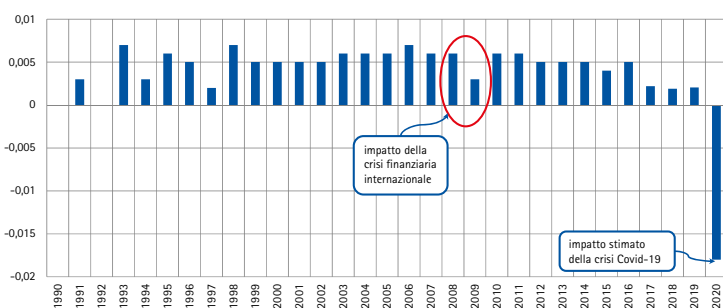
Fig. 5 - Tasso di crescita del Pil a livello globale e nell'area euro (dati annuali per il periodo 1961-2020; variazione percentuale rispetto all'anno precedente)



Fonte: World Bank per i dati fino al 2018; FMI (2020b) per il 2019 e per la stima 2020.

Le Nazioni Unite, infatti, la chiusura delle scuole ha interessato quasi 150 paesi, ossia circa un miliardo e mezzo di bambini e ragazzi, pari a quasi l'86% dell'intera popolazione studentesca mondiale. L'impatto negativo sull'educazione è stato contenuto solo in parte tramite l'utilizzo di tecniche di insegnamento a distanza, a fronte di condizioni di connettività eterogenee tra paesi e all'interno di uno stesso paese. Anche per questo motivo la crisi da Covid-19 sta agendo da amplificatore delle disuguaglianze, con ricadute molto negative dal punto di vista sociale oltre che economico (Fig. 6).

Fig. 6 - Variazione dell'indice di sviluppo umano elaborato dalle Nazioni Unite (dati annuali; differenza rispetto all'anno precedente)

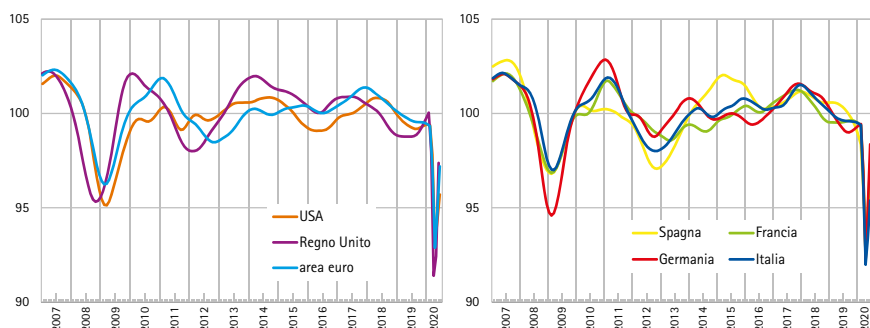


Fonte: Nazioni Unite. Il dato per il 2019 è provvisorio; il dato per il 2020 è stato corretto per tenere conto degli effetti della crisi da Covid-19.

dell'economia reale a livello globale oltre che dall'importanza via via crescente che la Cina ha assunto nel corso degli anni. Analogamente, l'utilizzo di modelli elaborati sulla base di dati storici sull'andamento dei mercati ha inizialmente portato agenzie di rating, analisti di mercato e istituzioni a sottostimare la portata della crisi *subprime*. Infine, in entrambi i casi, nella fase iniziale si è ritenuto che la crisi potesse essere contenuta a livello regionale, per poi doverne constatare il carattere globale nel giro di poco tempo.

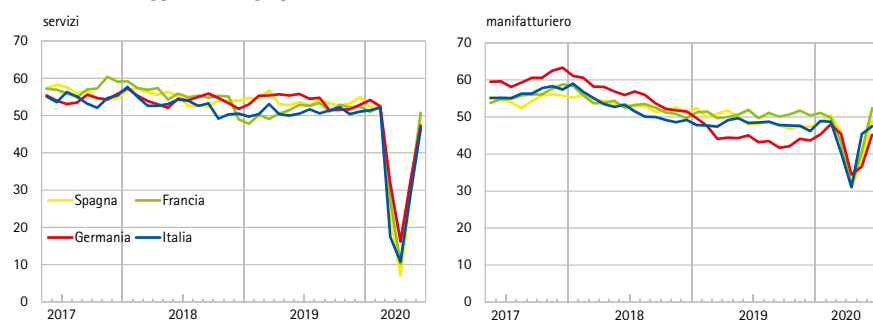
19 L'Indice di sviluppo umano elaborato dalle Nazioni Unite nell'ambito del Programma di Sviluppo è costituito da tre indicatori che sintetizzano, rispettivamente, l'aspettativa di vita, il grado di istruzione e il prodotto nazionale lordo pro-capite. L'Indice calcolato per il 2020 è stato aggiustato per incorporare l'impatto economico della crisi (sulla base delle previsioni pubblicate in FMI, 2020a) e l'impatto sull'istruzione derivante dalla chiusura delle scuole. L'aspettativa di vita alla nascita invece, pur tenendo conto degli effetti del Covid-19, risulta invariata per il 2020 in considerazione della bassa mortalità registrata nei bambini.

Fig. 7 – Indicatori anticipatori OCSE per i maggiori paesi avanzati
(dati mensili; gennaio 2007 – giugno 2020)



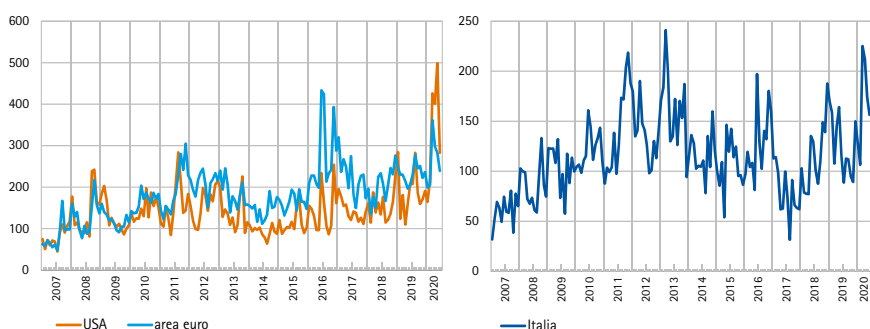
Fonte: OCSE (2020c). I *composite leading indicators* dell'OCSE forniscono indicazioni tempestive, di tipo qualitativo, sui punti di svolta del ciclo economico, ossia sugli scostamenti dell'attività economica dal livello potenziale di lungo periodo.

Fig. 8 – Indici PMI per i maggiori paesi dell'area euro
(dati mensili; maggio 2017 – giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream.

Fig. 9 – Indicatori di incertezza sulla politica economica in USA ed Europa
(dati mensili; gennaio 2007 – giugno 2020)



Fonte: Economic Policy Uncertainty Index. Gli indici riflettono la frequenza di articoli delle maggiori testate giornalistiche domestiche contenenti termini relativi ai seguenti ambiti: economia, politica e incertezza. Gli indici aggregati sono calcolati come media degli indici nazionali ponderata per il Pil di ciascun paese. Per gli USA le testate giornalistiche considerate sono: USA Today; Miami Herald; Chicago Tribune; Washington Post; Los Angeles Times; Boston Globe; San Francisco Chronicle; Dallas Morning News; Houston Chronicle; Wall Street Journal. Per l'Europa le testate giornalistiche considerate sono: Le Monde e Le Figaro per la Francia; Handelsblatt e Frankfurter Allgemeine Zeitung per la Germania; Corriere Della Sera e La Stampa per l'Italia; El Mundo ed El Pais per la Spagna; Times of London e Financial Times per il Regno Unito.

Tra gli indicatori che anticipano i punti di svolta del ciclo, i *composite leading indicators* dell'OCSE hanno fatto registrare una brusca diminuzione per le economie interessate dal Covid-19 nei primi mesi del 2020, segnando uno scostamento negativo dal livello di attività di lungo periodo, seguita nel secondo trimestre dell'anno da un rimbalzo che, tra i maggiori paesi dell'area euro, risulta più accentuato per la Germania (Fig. 7).

A partire dal mese di marzo 2020, anche gli indici PMI (*purchasing managers indexes*, ossia gli indici anticipatori degli acquisti) hanno segnalato l'aspettativa di un netto calo dell'attività economica nei maggiori paesi dell'area euro, pur evidenziando una significativa ripresa nel secondo trimestre dell'anno, per effetto dell'allentamento delle misure di *lockdown* e dell'adozione di misure di contrasto alla crisi in ambito domestico e internazionale (per dettagli si veda il paragrafo 4). La contrazione degli indici PMI è risultata particolarmente marcata per il settore dei servizi, il più colpito dalle restrizioni alla mobilità (Fig. 8).

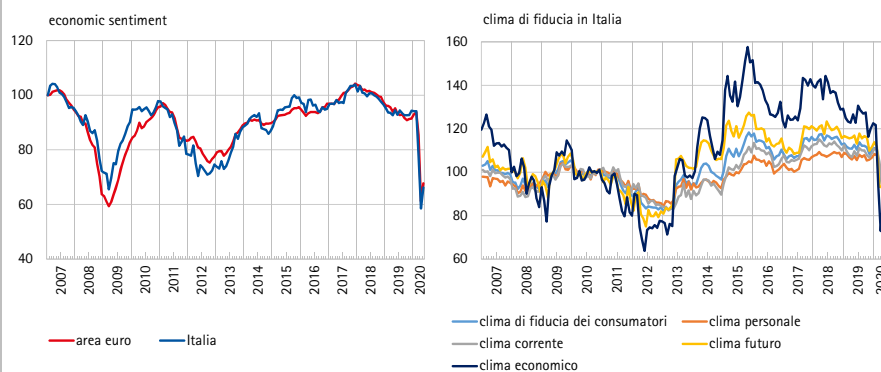
Nella stessa direzione si sono mossi anche gli indicatori che riflettono in tempo reale l'incertezza sulla politica economica percepita e trasmessa dagli organi di stampa. Dopo il picco di marzo, che in Italia ha ampiamente superato i livelli registrati in occasione della crisi finanziaria globale del 2008 sfiorando i valori raggiunti durante la crisi del debito sovrano,

gli indicatori hanno seguito una traiettoria calante, pur permanendo a fine giugno su livelli superiori a quelli pre-crisi (Fig. 9).

La Fig. 10 mostra, infine, anche la drastica riduzione degli indicatori di fiducia elaborati dalla Commissione europea per il primo semestre del 2020 sia per l'area euro, dove l'*economic sentiment* si è portato sui livelli del 2008, sia per l'Italia, che essendo stata colpita in anticipo dalla pandemia ha registrato un calo più significa-

tivo. Per il nostro Paese, in particolare, gli indici Istat evidenziano una contrazione della fiducia dei consumatori in tutti gli ambiti, sebbene sia più marcata quella riferibile al clima economico e nonostante lievi segnali di ripresa rilevati a partire dall'allentamento delle misure di *lockdown*.

Fig. 10 - Indicatori di *sentiment*
(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2020)



Fonte: Commissione europea-DG ECFIN e Istat.

3.1 La crisi in Italia: un approfondimento

In Italia la crisi si è manifestata in una fase in cui l'economia già sperimentava segnali di rallentamento, sebbene le condizioni complessive del sistema produttivo e finanziario fossero più solide rispetto al passato e le finanze pubbliche mostrassero un deficit di bilancio sotto controllo²⁰.

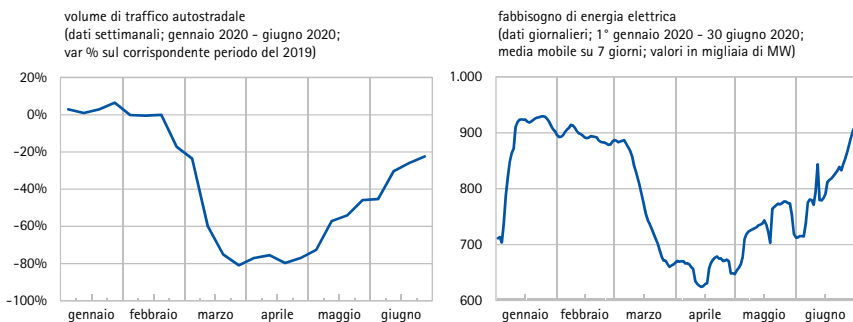
I dati Istat per il primo trimestre del 2020 mostrano un calo del Pil del 5,3% rispetto al trimestre precedente e del 5,4% rispetto al primo trimestre 2019, dati mai registrati dal primo trimestre del 1995²¹. Per l'anno in corso, secondo le già citate previsioni diffuse da varie istituzioni internazionali, l'impatto economico della pandemia dovrebbe essere per il nostro Paese più severo di quello stimato per la media delle economie avanzate e, in particolare, dell'area euro. Questa aspettativa dipende da molteplici fattori.

20 Nel corso del 2019 l'economia italiana si era connotata per una fase di debolezza, aggravatasi nel quarto trimestre dell'anno, quando si era registrato un calo congiunturale del Pil pari allo 0,3%. Il dato annuale complessivo, tuttavia, era rimasto debolmente positivo, con una crescita del Pil pari allo 0,3% (0,8% nel 2018). All'inizio del 2020, gli indicatori congiunturali avevano mostrato un recupero, anche se l'indicatore anticipatore si era connotato per una tendenza negativa, confermando che le prospettive di breve termine deponevano per un ristagno dell'attività (Istat, 2020a).

21 Il valore aggiunto è crollato in tutti i settori produttivi, a partire dall'industria in senso stretto (-8,6%), seguita dalle costruzioni (-6,2%) e dai servizi (-4,4% che si porta a -9,3% nei comparti relativi a commercio, trasporto, alloggio e ristorazione). Dal lato della domanda, ad eccezione di un apporto positivo delle scorte dovuto verosimilmente all'interruzione repentina dei canali di sbocco della produzione, i consumi delle famiglie sono calati in modo significativo, con un contributo alla variazione del Pil di 4 punti percentuali, seguiti dagli investimenti fissi lordi (1,5 punti percentuali), dalla domanda estera netta (0,8 punti percentuali) e dalla spesa delle amministrazioni pubbliche (0,1 punti; alcuni approfondimenti verranno discussi a breve).

In primo luogo, come già ricordato, in Italia l'epidemia si è diffusa con alcune settimane di anticipo rispetto alle altre economie avanzate. Le misure di distanziamento sociale introdotte nel nostro Paese sono state severe e hanno comportato dapprima la chiusura delle scuole e la sospensione degli eventi pubblici (5 marzo 2020), poi (a partire dal 9 marzo) limitazioni alla libera circolazione di persone anche

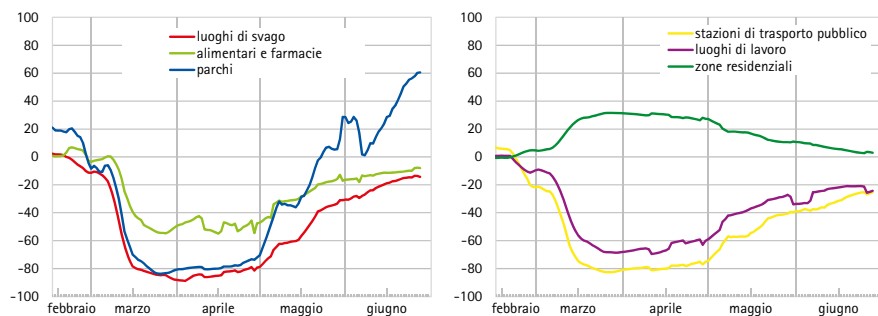
Fig. 11 - Volume di traffico autostradale e fabbisogno giornaliero di energia elettrica in Italia



Fonte: Atlantia per il traffico autostradale (dati ASPI); Terna per il fabbisogno giornaliero di energia elettrica.

Fig. 12 - Andamento delle visite in luoghi selezionati in Italia rilevate tramite geolocalizzazione dei telefoni cellulari

(dati giornalieri; 12 febbraio 2020 - 30 giugno 2020; variazioni percentuali rispetto al valore di riferimento)



Fonte: Google Mobility Report. Il valore di riferimento è il valore mediano, relativo a un dato giorno della settimana, per il periodo di cinque settimane dal 3 gennaio al 6 febbraio 2020.

all'interno dei confini nazionali e la chiusura di alcune attività commerciali, infine dal 28 marzo il fermo delle attività industriali di diversi settori produttivi ritenuti non essenziali (cosiddetta fase 1). A inizio marzo, pertanto, il *lockdown* ha colpito soprattutto le attività terziarie, per le quali ove possibile si è fatto ampio ricorso al lavoro da remoto (*smart working*), mentre l'attività manifatturiera nei settori non essenziali è stata assoggettata a fermo solo alla fine del mese. Le restrizioni sono state gradualmente rimosse a partire dal 4 maggio (cosiddetta fase due); dal 3 giugno, sono stati revocati i limiti alla libera circolazione nel territorio nazionale; dal 15 giugno, infine, sono stati ripristinati gli eventi pubblici e ulteriori attività (cosiddetta fase tre)²².

L'ampiezza della portata delle misure di distanziamento sociale adottate in Italia si può cogliere attraverso alcuni indicatori congiunturali relativi, ad esempio, al traffico autostradale, alla domanda di energia elettrica (Fig. 11) e alla mobilità riferita ai luoghi di

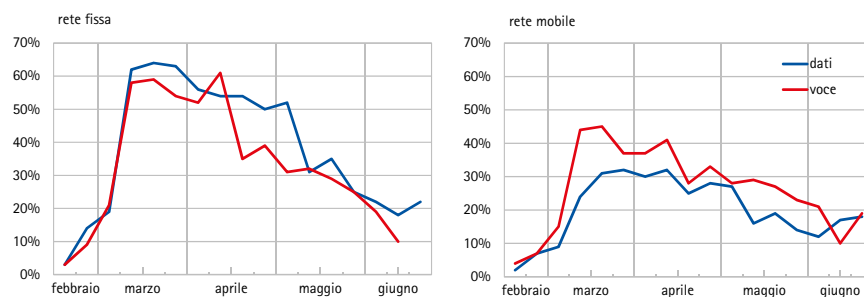
lavoro (Fig. 12). Nella maggior parte dei casi, al 30 giugno 2020 la maggior parte di questi indicatori non erano ancora tornati ai livelli pre-crisi.

Il considerevole incremento del traffico dati e voce comunicati dagli operatori di telefonia fissa e mobile fornisce, inoltre, un quadro dell'ampio ricorso al lavoro da remoto in molti comparti di attività, pubblici e privati (Fig. 13).

22 Per maggiori dettagli sulle misure adottate a fronte dell'emergenza si veda <http://www.governo.it/it/iorestoacasa-misure-governo>.

Come già evidenziato nel paragrafo 2.1, le misure domestiche di distanziamento sociale sono state più severe rispetto a quelle adottate in altri paesi: la sospensione delle attività produttive non essenziali, ad esempio, è durata 5 settimane in Italia a fronte di meno di 3 in Spagna, mentre in Francia e Germania non è mai stato previsto un vero e proprio fermo di tutte le attività non essenziali poiché le restrizioni hanno riguardato solo scuole, attività commerciali e attività ricreative.

Fig. 13 - Incremento del volume di traffico settimanale dati e voce in Italia
(dati settimanali; 17 febbraio 2020 - 30 giugno 2020; valori percentuali)

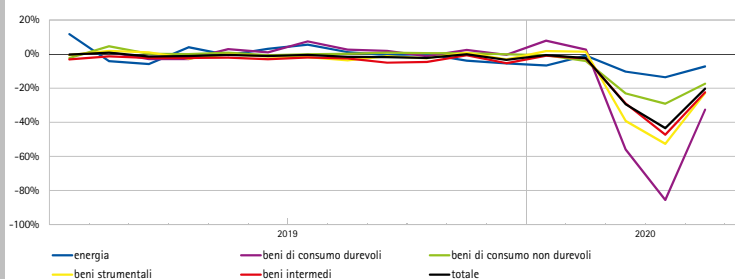


Fonte: AGCOM, Comunicazioni settimanali sul monitoraggio del traffico dati e voce. L'incremento dei volumi è calcolato rispetto alla seconda settimana di febbraio 2020, ossia rispetto al periodo 10 febbraio - 16 febbraio 2020.

I rigidi provvedimenti di contenimento del contagio hanno generato impatti rilevanti sull'attività economica nazionale, sia diretti, legati all'interruzione delle attività dei settori produttivi non essenziali, sia indiretti, legati al deterioramento delle relazioni intersettoriali, al calo del reddito disponibile e quindi dei consumi delle famiglie, al calo della fiducia e all'aumento dell'incertezza.

Secondo i dati Istat riferiti al primo trimestre 2020, la limitazione delle attività produttive nel mese di marzo avrebbe coinvolto il 34% della produzione e circa il 27% del valore aggiunto²³. Ad aprile 2020 la produzione industriale è diminuita di oltre il 40% rispetto ad aprile 2019, con un calo più significativo in alcuni comparti (-85% circa per i beni di consumo durevoli e -53% per i beni strumentali) e più attenuato in altri (-29% per i beni di consumo non durevoli e -14% per il comparto energetico). Gli ultimi dati aggiornati a maggio 2020 indicano un parziale recupero, facendo segnare una contrazione della produzione industriale pari, nel complesso, a -20% rispetto al precedente anno (Fig. 14)²⁴.

Fig. 14 - Variazione della produzione industriale in Italia
(dati mensili destagionalizzati; gennaio 2019 - maggio 2020; variazione tendenziale)

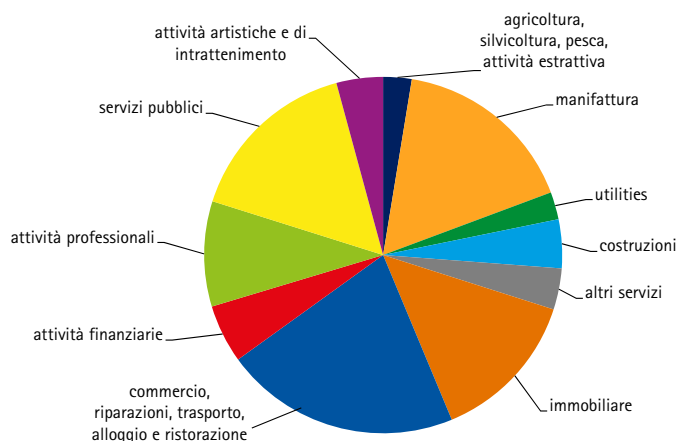


Fonte: Istat.

23 Si veda Istat, Nota Mensile n. 3/2020. Tali analisi sono in linea con quelle di Banca d'Italia, secondo le quali il peso sul valore aggiunto delle attività commerciali e industriali non essenziali sottoposte alla sospensione dal 28 marzo (ai sensi del DPCM del 22 marzo) è pari al 28% (Banca d'Italia, 2020a). Si stima, inoltre, che ogni settimana di lockdown si sia tradotta in un calo del Pil attorno allo 0,5% circa; il dato non tiene conto degli effetti diretti e i possibili effetti di lungo periodo legati, ad esempio, alla perdita di quote di mercato all'estero da parte delle imprese italiane esportatrici (Banca d'Italia, 2020a).

24 In termini tendenziali, invece, ad aprile 2020 l'indice complessivo della produzione industriale ha registrato una diminuzione del 42,5%; la contrazione è stata meno pronunciata solo per l'energia (-14,0%), mentre risulta molto rilevante per i beni strumentali (-51,5%), i beni intermedi (-46,0%) e quelli di consumo (-39,8%). Per ulteriori dettagli si veda <https://www.istat.it/it/archivio/244211>. Nel settore manifatturiero, le riduzioni più significative riguardano le industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-80,5%), la fabbricazione di mezzi di trasporto (-74,0%), le altre industrie (-57,0%) e la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (-56,3%); sono meno colpite invece la

Fig. 15 - Contributo dei settori produttivi al valore aggiunto complessivo domestico nel 2019

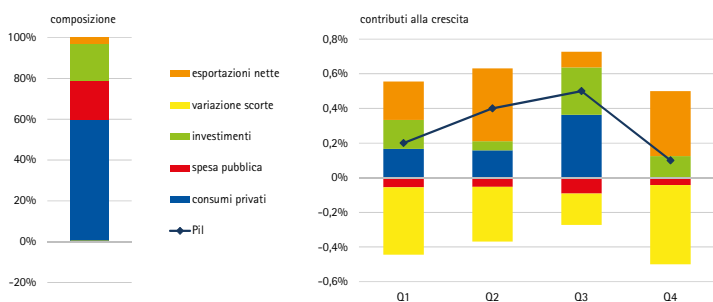


Fonte: Istat.

Il marcato impatto della crisi nel nostro Paese deriva, inoltre, dal contributo significativo dei settori più duramente colpiti dalla crisi, tra cui quello terziario (a cui si riferiscono attività come il turismo, la ristorazione e l'intrattenimento) e quello manifatturiero. I dati Istat relativi al peso dei settori produttivi sul valore aggiunto complessivo per il 2019 vedono l'aggregato 'commercio, trasporto, riparazioni, alloggio e ristorazione' contribuire per il 21% circa al valore aggiunto totale, mentre al settore manifatturiero è riferibile il 17% circa (Fig. 15)²⁵. Nel primo trimestre dell'anno e rispetto al corrispondente periodo del 2019, le principali componenti del primo aggregato hanno sperimentato un significativo crollo del fatturato (-24,6% per il

trasporto aereo, -24,8% per i servizi di alloggio e ristorazione, -10,8% per il commercio all'ingrosso per i beni strumentali alla produzione a fronte di una crescita del 2,8% per il commercio all'ingrosso di beni alimentari), rispetto al quale il permanere delle misure di restrizione della mobilità tra alcune aree del globo non lascia presagire una rapida ripresa. Anche il settore manifatturiero ha registrato pesanti ripercussioni, con una contrazione della produzione paragonabile a quella del 2008; a differenza degli aggregati relativi al settore dei servizi appena menzionati, tuttavia, la dinamica dell'emergenza epidemiologica e delle relative misure di contenimento è compatibile con un più rapido riavvio delle attività sebbene con differenze legate al posizionamento nelle filiere produttive globali e alle condizioni della domanda (Istat, 2020b).

Fig. 16 - Pil italiano nel 2019: composizione e contributi alla crescita delle diverse componenti



Fonte: Istat.

Un ulteriore fattore in grado di aggravare le ripercussioni della crisi in Italia attiene alla forte dipendenza dalle esportazioni e, dunque, alla maggiore esposizione a contrazioni rilevanti del commercio internazionale (Fig. 16). Secondo le ultime stime della Banca d'Italia (2020d) nel 2020 il commercio globale potrebbe sperimentare una contrazione del 14% circa. Sono più ottimistici i dati della Commissione europea, che nelle *spring forecast* paventa un calo dell'11%, e gli aggiornamenti rilasciati a giugno dal FMI, che

produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (-6,7%) e le industrie alimentari, bevande e tabacco (-8,1%).

25 Per ulteriori dettagli si veda Istat, Principali aggregati trimestrali di Contabilità Nazionale, Valore aggiunto per branca di attività, disponibile al link <http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=11479#>. Con riferimento al peso del settore dei servizi in una prospettiva comparata si vedano i dati del World Travel and Tourism Council (WTTC), secondo il quale nel 2019 l'industria di viaggi e turismo in Italia ha contribuito al 13% del Pil e ha impiegato circa il 15% degli occupati, mentre in Francia e Germania il turismo rappresenta, rispettivamente, l'8,5% e il 9,1% del Pil ed è riferibile, rispettivamente, al 9,4% e al 12,5% degli occupati (<https://wtcc.org/Research/Economic-Impact>).

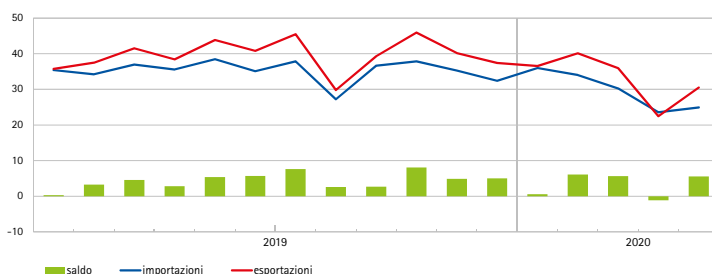
stima una contrazione del commercio estero del 12% circa (FMI, 2020c).

Con specifico riferimento al dato italiano, le ultime rilevazioni Istat disponibili, relative al mese di maggio 2020, evidenziano una flessione su base annua del commercio con l'estero pari al 35% per le importazioni e al 30% per le esportazioni (Fig. 17)²⁶.

Il calo tendenziale delle importazioni registrato ad aprile e maggio nei due principali mercati di approvvigionamento, ossia Germania e Francia, è prossimo o superiore al 40%. Se si esclude il dato riferibile ai paesi OPEC (legato alla riduzione senza precedenti del prezzo del petrolio), la contrazione più rilevante si registra con riferimento alle importazioni dalla Russia (-45%) che rappresenta il 3,5% dei beni complessivamente importati. Le importazioni dalla Cina, invece, dopo la significativa contrazione registrata a marzo (-27,4%) mostrano un recupero ad aprile, quando hanno evidenziato un calo marginale rispetto al 2019, e a maggio, con un lieve incremento rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente (Fig. 18).

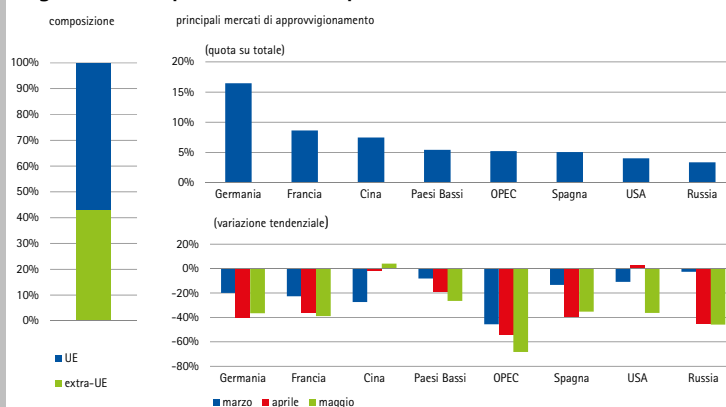
Per quanto riguarda le esportazioni, ad aprile 2020 il calo su base annua è stato prossimo o superiore al 40% per tutti i maggiori mercati di sbocco delle merci italiane ad eccezione di Germania e Cina, dove il calo è stato del 34%. Nel mese di maggio la contrazione delle esportazioni su base annua è più contenuta ma comunque molto rilevante. I paesi che contribuiscono maggiormente alla caduta dell'export sono Spagna (-40%), Regno Unito (-35%) e Francia (-34%) seguiti da Stati Uniti (-27%), Cina (-26%), Germania (-23%) e Svizzera (-18%); Fig. 19).

Fig. 17 - Andamento delle importazioni e delle esportazioni italiane (valori in miliardi di euro)



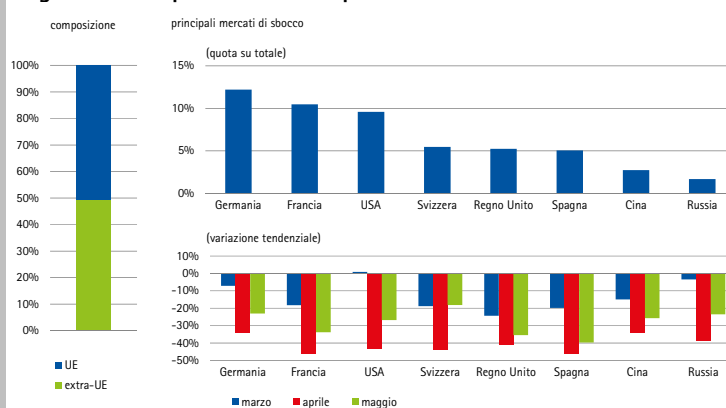
Fonte: Istat.

Fig. 18 - Principali mercati di importazione dell'Italia nel 2020



Fonte: Istat.

Fig. 19 - Principali mercati di esportazione dell'Italia nel 2020

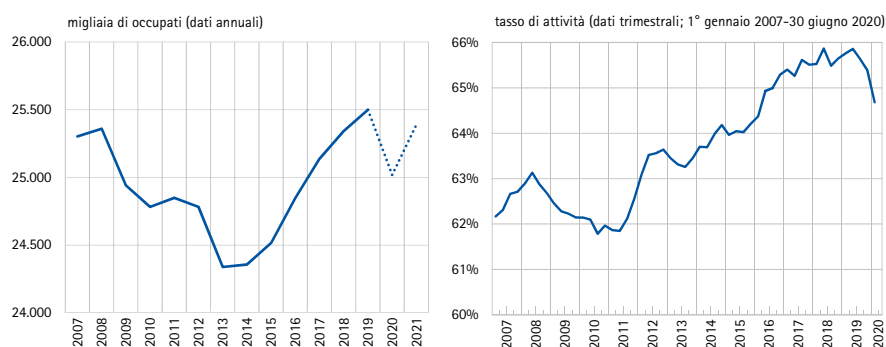


Fonte: Istat.

26 Tra i settori ai cui è riferibile il maggior contributo alla contrazione tendenziale delle esportazioni si evidenziano macchinari (-29,9%), metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (-24,4%), altri mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (-38,9%), autoveicoli (-46,2%), articoli in pelle, escluso abbigliamento, e simili (-45,7%) e articoli di abbigliamento, anche in pelle e in pelliccia (-49,0%). Per ulteriori dettagli si veda https://www.istat.it/it/files//2020/07/Commercio-con-lestero-e-prezzi-allimport-senza-appr_52020.pdf.

La diffusione dell'epidemia e il *lockdown* hanno alterato anche il funzionamento del mercato del lavoro, a fronte dell'applicazione di ammortizzatori sociali come l'estensione della Cassa Integrazione Guadagni (CIG) e il divieto di licenziamenti che ne hanno parzialmente mitigato l'impatto. Da un lato, il blocco delle attività produttive ha comportato, oltre al mancato avvio di nuovi rapporti di lavoro, la riduzione delle ore lavorate e del numero di occupati, che già avevano evidenziato un moderato calo a partire dal secondo semestre del 2019. In particolare, il numero di occupati è calato di 124 mila unità a marzo e di più del doppio ad aprile (-274 mila).

Fig. 20 - Occupati e variazione della popolazione attiva

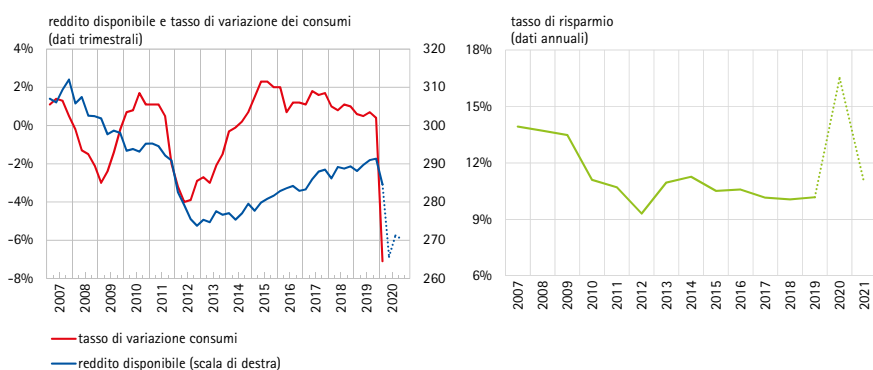


Fonte: Commissione europea DG - ECFIN, Eurostat. Il tasso di attività, rappresentato nel grafico di destra, è il rapporto tra le persone appartenenti alla forza lavoro (occupati e disoccupati) e la popolazione di età pari o superiore a 15 anni.

Dall'altro, la crisi economica ha determinato un incremento della quota di persone inattive (ossia che hanno smesso di cercare un lavoro). Per il 2020 le proiezioni Istat indicano una contrazione complessiva degli occupati pari all'1,9%, che potrebbe perdurare anche a fronte di una successiva ripresa del Pil (rispetto al quale il dato segue tipicamente un ciclo ritardato), con picchi maggiori nei settori più colpiti dalle conseguenze della pandemia (Fig. 20)²⁷.

Il reddito disponibile delle famiglie, dopo il drastico calo registrato nel primo trimestre 2020, è stimato in lieve ripresa nei trimestri successivi a fronte degli ammortizzatori sociali attivati per sostenere lavoratori e imprese e del graduale ripristino delle attività produttive. Coerentemente con il calo del reddito disponibile nel primo trimestre dell'anno anche i consumi si sono ridotti di quasi l'8%.

Fig. 21 - Reddito disponibile, consumi e tasso di risparmio delle famiglie
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: Eurostat, Oxford Economics, Commissione europea DG ECFIN. Il grafico di destra riporta il tasso di risparmio lordo, calcolato come differenza fra il reddito disponibile lordo e la spesa per consumi in rapporto al reddito disponibile lordo.

Stime relative all'andamento del tasso di risparmio indicano un ritorno ai livelli pre-crisi nel 2021, dopo un picco superiore al 16% nell'anno in corso dovuto a una maggiore propensione verso il risparmio precauzionale (Fig. 21)²⁸.

Diverse indagini evidenziano un impatto severo della crisi non solo sulla situazione economica corrente ma anche sulle aspettative e sui programmi futuri delle famiglie italiane (Riquadro 1).

27 L'Istat (2020b) evidenzia che il tasso di inattività è cresciuto soprattutto per il genere femminile (+2,3 punti percentuali) e tra le fasce di età comprese tra 15 e 49 anni.

28 Per ulteriori dettagli si veda <https://www.istat.it/it/files//2020/06/comunicato-QSA-2020Q1.pdf>.

Riquadro 1

L'impatto della crisi Covid-19 nella percezione delle famiglie italiane

L'indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF), condotta da Banca d'Italia tra aprile e maggio 2020, mostra che oltre la metà della popolazione ha subito un calo nel reddito a causa delle restrizioni adottate per il contenimento del contagio (Banca d'Italia, 2020c). Più di un terzo degli intervistati afferma di non essere in grado di affrontare le spese per consumi essenziali della famiglia per un periodo di 3 mesi. La pandemia ha segnato un peggioramento anche sul fronte delle aspettative di spesa: oltre la metà del campione ritiene che le spese per attività di intrattenimento e viaggi resteranno inferiori ai livelli pre-crisi anche quando la pandemia sarà superata.

Le evidenze dell'ISF sono confermate dalla *survey* 'Emergenza Covid-19: gli italiani tra fragilità e resilienza finanziaria', promossa dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria nel mese di maggio (2020). La *survey* raccoglie le opinioni degli intervistati sulla condizione finanziaria delle famiglie prima e dopo l'inizio della pandemia al fine di valutarne la capacità di fronteggiare gli effetti della crisi (cosiddetta resilienza finanziaria) e di collegare questi aspetti al loro livello di alfabetizzazione finanziaria.

Con riferimento alle condizioni di fragilità finanziaria, dopo l'esplosione della crisi oltre il 30% delle famiglie avrebbe difficoltà ad affrontare una necessità imprevista di 2 mila euro. Inoltre, già prima della pandemia circa il 37% del campione dichiarava di non essere in grado di mantenere invariato il suo standard di vita per un periodo superiore a due mesi in assenza di un reddito. Il 47% degli intervistati, inoltre, riferisce di aver assistito a una diminuzione del reddito familiare, mentre oltre il 30% si aspetta che questa situazione duri più di un anno: in particolare, il 35% delle famiglie si aspetta un peggioramento delle proprie condizioni economico-finanziarie, il 48% le valuta stabili e solo il 6% si aspetta un miglioramento. Per effetto della crisi Covid-19 è quindi aumentata di 12 punti percentuali, portandosi al 57%, la quota di famiglie che dichiara di arrivare a fine mese con difficoltà. La fragilità finanziaria è più frequente nelle regioni del Sud, tra le persone con un livello di istruzione più basso, i nuclei famigliari in cui il decisore finanziario è una donna e i giovani (18-34 anni).

Circa il 40% delle famiglie ha rivisto i propri obiettivi finanziari (in tutto o in parte), e ancor più tra i decisori finanziari più giovani e quelli tra i 45 e i 54 anni. Non sorprende, alla luce dei dati appena ricordati, che il 47% degli intervistati giudichi la situazione emergenziale come una grave minaccia per il proprio benessere finanziario.

Nel confronto europeo, le conseguenze sociali della crisi sembrerebbero potenzialmente più rilevanti in Italia. È quanto emerge da un'indagine pubblicata ad aprile 2020, promossa dall'Osservatorio Giovani dell'Istituto Toniolo e dal Ministero per le Pari Opportunità e la Famiglia, relativa a un campione di individui di età compresa fra i 18 e i 34 anni residenti nei principali paesi europei. In particolare, i giovani ritengono che l'emergenza sanitaria avrà conseguenze negative sui propri piani futuri nel 60% dei casi per gli italiani, seguiti a distanza dai francesi (46%) e tedeschi (42%). Gli intervistati italiani, a seconda dell'ambito di riferimento, esprimono tassi di rinuncia ai propri progetti di vita fino a 20 punti percentuali superiori a quelli dichiarati dai coetanei europei, che affermano invece più frequentemente di dover soltanto posticipare i propri progetti.

Riquadro 2

L'impatto della crisi sulle imprese italiane

L'indagine qualitativa Istat (2020b) su 'Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19', rivolta alle imprese di industria e servizi di mercato, aggiunge elementi informativi utili per valutare l'impatto della crisi sulle imprese italiane e ulteriori rispetto ai consueti dati economici congiunturali. Il 45% delle imprese dichiara di aver sospeso l'attività nella prima fase dell'emergenza sanitaria conclusasi il 4 maggio (tra queste, quelle di piccola dimensione pesano complessivamente per il 18% del fatturato totale), mentre il 23% circa riferisce di essere riuscito a riaprire prima del 4 maggio. Le imprese rimaste sempre attive, pur essendo meno di un terzo del totale in termini di numerosità, sono rappresentative del 63% circa degli addetti totali e del 69% circa del fatturato nazionale. Ad eccezione di meno del 5% degli operatori (appartenenti all'industria farmaceutica, chimica e delle telecomunicazioni) che ha riferito di un miglioramento rispetto al 2019, oltre il 70% delle imprese (rappresentative di quasi il 74% dell'occupazione) ha dichiarato una riduzione del fatturato nel bimestre marzo-aprile 2020 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, che si è attestata a oltre il 50% in circa il 41% dei casi. Per quasi il 15% delle attività il fatturato è stato nullo (soprattutto nei settori più colpiti dalle conseguenze della crisi sanitaria).

Secondo le stime Cerved (2020), basate sui bilanci di 720 mila società di capitali rappresentative di oltre 200 settori dell'economia italiana, nel biennio 2020-2021 la caduta di fatturato potrebbe oscillare tra 270 e 650 miliardi di euro circa, a seconda dello scenario considerato (ossia a seconda della durata dell'epidemia e della velocità di reazione del sistema)²⁹. In particolare, nel 2020 il calo di fatturato potrebbe attestarsi tra il 7% e il 18%, seguito da un parziale recupero nel 2021. Le regioni più colpite sarebbero Lombardia e Lazio. A livello settoriale, la contrazione del fatturato potrebbe raggiungere il 70% nel comparto turistico (ristorazione, strutture ricettive, tempo libero), dei trasporti (aereo e autostradale), nonché nella filiera dell'industria automobilistica, inclusi i concessionari. Per settori come il commercio *online* e il traffico dati, la distribuzione alimentare e il settore medicale si stima invece una ricaduta positiva dalle restrizioni alla circolazione.

Un'attenzione particolare merita la posizione finanziaria delle imprese. Secondo le analisi di Banca d'Italia (2020b), le imprese non finanziarie italiane affrontano la crisi in corso con una struttura

Le prospettive future per l'economia italiana appaiono incerte, come già evidenziato nel paragrafo precedente. Secondo Istat (2020b), nel 2020 il Pil dovrebbe segnare una flessione pari a -8,3%, seguita da una parziale ripresa nel 2021 (+4,6%). In linea con il primo trimestre 2020, il contributo maggiore alla variazione del Pil è atteso dalla domanda interna al netto delle scorte (-7,2%), legata principalmente alla

29 Cerved (2020) ha considerato due scenari (accomunati dallo shock per l'economia mondiale e il commercio internazionale): uno ottimistico, con fine dell'emergenza in Italia a maggio 2020 e ritorno alla normalità in estate; uno pessimistico, con durata dell'epidemia per tutto il 2020, completo isolamento dell'Italia, e ritorno alla normalità a metà 2021. In entrambi i casi, si ipotizzano misure pubbliche di contrasto alla crisi significative.

finanziaria complessivamente più solida ed equilibrata rispetto a quella registrata prima della doppia recessione del 2008 e del 2011. All'inizio dell'epidemia, infatti, la quota di indebitamento riconducibile ad aziende vulnerabili era stimata intorno al 28% del totale, a fronte del 44% del 2007; la leva finanziaria risultava diminuita di 10 punti percentuali circa; l'indebitamento a breve rispetto al totale dei debiti finanziari risultava minore di 7 punti. Inoltre, la resilienza delle imprese a un forte calo della redditività è cresciuta per effetto di una maggiore concentrazione del debito nelle società più solide. Per ritornare ai livelli di vulnerabilità raggiunti nel 2008 (quando la quota di debito a rischio di mancato rimborso era pari al 49% del totale), nel 2020, *ceteribus paribus*, il margine operativo lordo (MOL) delle imprese dovrebbe più che dimezzarsi. A simili considerazioni giunge Cerved (2020): nonostante il *leverage* delle imprese (ossia il rapporto fra debiti finanziari e mezzi propri) possa aumentare a seconda degli scenari considerati dal 73% al 117%, l'indebitamento delle imprese potrebbe rimanere comunque 'ampiamente sostenibile', tenuto anche conto dei bassi tassi di interesse sul debito e del rafforzamento patrimoniale avviato successivamente alle crisi del 2008 e del 2011.

Le conseguenze economiche dell'emergenza sanitaria aumenteranno il fabbisogno di liquidità delle imprese, soprattutto di quelle che sperimenteranno un persistente calo del fatturato a fronte di costi fissi non comprimibili (ad esempio, canoni di leasing e d'affitto e rate di mutui). La Banca d'Italia stima che il fabbisogno di liquidità delle imprese potrebbe ammontare a fine luglio 2020 a circa 50 miliardi di euro, gran parte del quale potrebbe essere coperto con il ricorso alle misure varate dal Governo. Cerved (2020), invece, stima un fabbisogno addizionale di liquidità fra i 30 e i 80 miliardi di euro, a seconda degli scenari, in costanza di provvedimenti di moratoria sui finanziamenti, mentre in assenza di moratoria sui debiti, la liquidità necessaria salirebbe rispettivamente a 42 e 107 miliardi. Il dato va valutato anche rispetto all'eventuale peggioramento delle condizioni di accesso al capitale di debito, già concretizzatosi sul mercato obbligazionario.

Al prolungarsi della crisi aumenta il rischio di insolvenza per le imprese maggiormente indebitate. Al proposito Cerved (2020) stima una probabilità media di default (PD) per le imprese non finanziarie oscillante, a seconda dello scenario considerato, tra il 4,9% e il 10,4%. La PD varierebbe a seconda dei settori tra il 2,7% e il 10,6% nello scenario migliore e tra il 7,5% e il 15,4% nello scenario peggiore. Le imprese cosiddette 'a rischio' aumenterebbero dell'8% nello scenario migliore e del 26% nel caso peggiore.

caduta sia dei consumi interni (-8,7%) sia degli investimenti (-12,5%), a fronte di un più contenuto calo della domanda estera netta (-0,3%)³⁰.

Come già anticipato, sono molti i fattori esogeni al sistema economico-finanziario la cui dinamica rimane poco prevedibile e che potrebbero rallentare la

30 Le previsioni sono basate su ipotesi attinenti ai seguenti profili: caduta della produzione più marcata nel secondo trimestre del 2020; velocità di recupero dei ritmi produttivi nella seconda metà dell'anno; assenza di una significativa recrudescenza dei contagi nella seconda parte dell'anno; efficacia delle misure di sostegno all'economia varate dal Governo; proseguimento di una politica monetaria accomodante in grado di stabilizzare i mercati finanziari e prevenire restrizioni nell'erogazione del credito. Per maggiori dettagli si veda: <https://www.istat.it/it/files/2020/06/Prospettive-economia-italiana-Giugno-2020.pdf>.

ripresa. Nel breve periodo, la diffusione asincrona dell'epidemia tra i diversi paesi ed eventuali successive ondate di contagio avrebbero ripercussioni negative sulla ripresa a livello sia globale sia domestico. Ciò rafforzerebbe il deterioramento delle condizioni economico-finanziarie di famiglie e imprese che, in assenza di adeguate misure pubbliche di sostegno, si tradurrebbe, tra le altre cose, nella crescita delle insolvenze e nell'innescarsi di un circolo vizioso di trasmissione degli effetti della crisi attraverso i canali 'reali' (che intaccherebbero i livelli di occupazione, reddito disponibile, fiducia amplificando il calo della domanda interna) e finanziari (ad esempio, tramite il peggioramento dell'attivo delle banche e il razionamento del credito; si vedano i paragrafi 7 e 8 per dettagli). Forti preoccupazioni permangono anche per i maggiori squilibri di finanza pubblica, che minano la sostenibilità nel medio-lungo periodo del debito sovrano domestico (per dettagli al proposito si rimanda al paragrafo 6).

Le prime proiezioni relative alle conseguenze della crisi sulla resilienza delle imprese lasciano emergere un quadro eterogeneo tra settori e fortemente dipendente dalle ipotesi di partenza (Riquadro 2; per dettagli sulle società non finanziarie quotate si rimanda al paragrafo 7).

4 Le risposte alla crisi

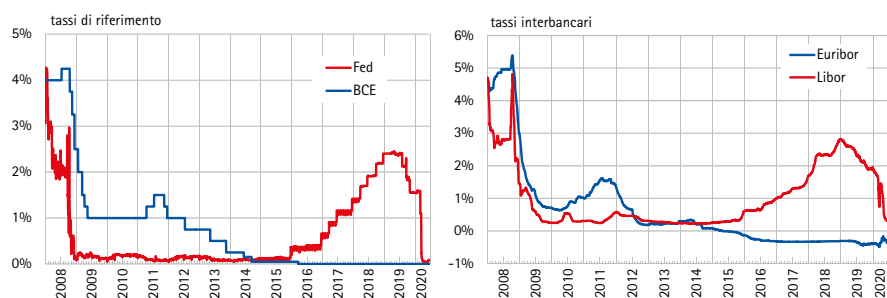
A fronte della crisi economica innescata dall'emergenza sanitaria, le autorità di politica monetaria e i governi hanno reagito con significative misure di supporto e di stimolo, ben più ampie di quelle adottate in risposta alla crisi finanziaria globale del 2008.

4.1 Politiche monetarie

La prima risposta alla crisi è arrivata, come di consueto, dalla politica monetaria. Le banche centrali sono intervenute in modo tempestivo al fine di stabilizzare i mercati e creare le condizioni necessarie per garantire la corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia reale. Gli strumenti utilizzati hanno incluso

misure cosiddette convenzionali e non, in funzione dei margini di manovra disponibili per interventi relativi al tasso di interesse di riferimento. Tali margini non sono omogenei tra aree: ad esempio, la Banca centrale statunitense (Fed) ha uno spazio di manovra superiore a quello della Banca centrale europea (BCE), poiché nell'area euro i tassi di interesse permangono da tempo a livelli molto bassi e in alcuni casi negativi (Fig. 22). Per la BCE, dunque, risulta fonda-

Fig. 22 – Tassi di interesse negli USA e nell'area euro
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream. I tassi di riferimento sono per la Fed il tasso sui *federal funds* e per la BCE il tasso di riferimento sulle operazioni di rifinanziamento principale. I tassi interbancari Euribor e Libor sono i tassi sui finanziamenti con scadenza a tre mesi.

tale l'utilizzo di strumenti non convenzionali finalizzati a garantire adeguata liquidità al settore privato.

Di fatto, tutte le banche centrali delle maggiori economie avanzate hanno adottato misure straordinarie. Negli Stati Uniti la Fed, oltre a ridurre i tassi di interesse, ha varato diversi programmi finalizzati ad aumentare la liquidità a disposizione degli istituti di credito e a sostenere il credito a imprese e famiglie; essa ha inoltre avviato un nuovo programma di acquisti di titoli pubblici e di titoli cartolarizzati con sottostanti mutui (*mortgage-backed securities*).

Nell'area euro la BCE ha lanciato nuove operazioni straordinarie, oltre ad ampliare e rendere più convenienti quelle già avviate negli anni scorsi. In particolare, a marzo 2020 sono state varate diverse iniziative: nuove operazioni di rifinanziamento bancario a più lungo termine (cosiddette *Long Term Refinancing Operation*, LTRO), a un costo più conveniente delle precedenti, al fine di fornire liquidità immediata al settore bancario; una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Long Term Refinancing Operation 3*, TLTRO3), tese a favorire l'erogazione del credito bancario all'economia reale, a un costo minore e per un più elevato ammontare complessivo di fondi, a cui le banche possono accedere in funzione dello stock di prestiti concessi al settore privato; un allentamento temporaneo dei criteri di idoneità applicabili alle attività che le banche utilizzano come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Nel mese di maggio inoltre la BCE ha avviato una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine denominate *pandemic emergency longer-term refinancing operations* (PELTRO), per favorire il mantenimento di adeguati livelli di liquidità nel sistema anche oltre il termine delle LTRO.

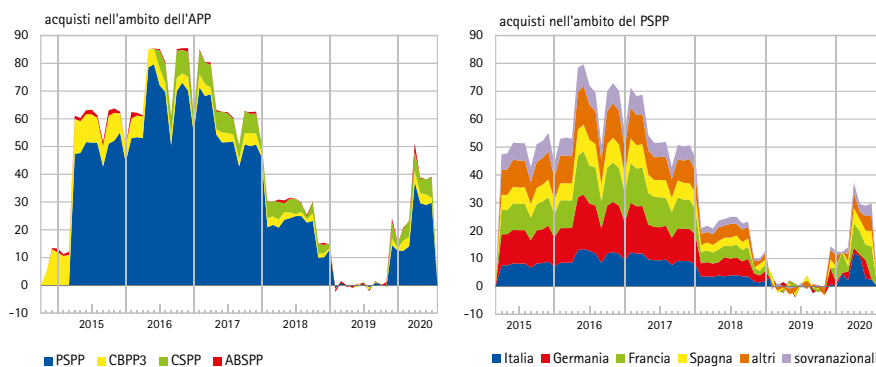
Con riferimento alle operazioni di mercato aperto, la BCE ha ampliato i programmi esistenti, ossia il programma di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), per il quale è stata prevista una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro sino a fine anno in aggiunta ai 20 miliardi di euro mensili previsti dal programma originario. L'APP avviato nel 2014, si compone di quattro programmi di acquisto relativi a varie tipologie di titoli ossia: le obbligazioni emesse da società non finanziarie dei paesi dell'area euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP, potenziato nel mese di marzo con l'inclusione della carta commerciale con adeguato merito di credito tra i titoli ammissibili); i titoli pubblici emessi da paesi dell'area euro (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP); i titoli cartolarizzati (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP) e le obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3).

È stato inoltre avviato un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) per un ammontare complessivo dapprima di 750 miliardi, poi ampliato a giugno 2020 a 1.350 miliardi di euro (per dettagli sull'utilizzo del rifinanziamento da parte delle banche si veda il successivo paragrafo 8). Nell'ambito del PEPP gli acquisti riguardano tutte le attività finanziarie oggetto dell'APP, con l'inclusione dei titoli di Stato della Grecia (prima esclusi), e sono gestiti in modo flessibile rispetto a tempistica, tipologie di attività e giurisdizioni, in modo da favorire i segmenti soggetti a tensioni più gravi.

Il programma proseguirà almeno sino alla metà del 2021 (in linea con l'orizzonte temporale previsto per le altre operazioni lanciate per contrastare gli effetti della pandemia, ossia i programmi TLTRO3 e PELTRO) e comunque sino a quando non si riterrà superata la crisi connessa alla pandemia. In questo modo, la BCE ha reagito al progressivo peggioramento delle previsioni sull'attività economica nell'Eurozona e al crescente rischio di deflazione, innescato dal crollo dell'attività economica nei primi mesi dell'anno e dal calo del prezzo del petrolio.

Gli acquisti di titoli da parte della BCE sono così tornati a salire dopo essersi quasi azzerati nel 2019: a fine giugno 2020, lo stock cumulato di strumenti finanziari acquistati dalla BCE nell'ambito dei vari programmi in essere ammontava a 2.900

Fig. 23 - Acquisti di titoli da parte della BCE
(dati mensili aggiornati a giugno 2020; valori in miliardi di euro)



Fonte: BCE. Il dato non include le operazioni effettuate nell'ambito del PEPP, per il quale è disponibile solo il valore aggregato degli acquisti.

miliardi di euro circa (di cui 2.350 miliardi rappresentati da titoli pubblici), senza considerare gli acquisti effettuati nell'ambito del PEPP (circa 355 miliardi a fine giugno 2020³¹). L'ammontare cumulato di titoli pubblici italiani acquistati dalla BCE risultava pari a 399 miliardi di euro (541 e 469 miliardi di euro, rispettivamente, per Germania e Francia), ossia il 17% del totale degli acquisti (23% e 20% del totale per Germania e Francia rispettivamente; Fig. 23).

Le misure varate dalla BCE hanno contribuito ad allentare le tensioni sui mercati finanziari causate dall'incertezza sugli scenari futuri e dalla grande quantità di titoli pubblici di nuova emissione che dovranno essere assorbiti nei prossimi mesi (per dettagli si veda il successivo paragrafo 6).

Nonostante l'intervento tempestivo della BCE, preceduto da una dichiarazione che aveva creato sconcerto sui mercati e poi subito rettificata, alcuni eventi hanno creato incertezza sulla conduzione della politica monetaria nell'area euro. Si fa riferimento, tra gli altri, alla sentenza della Corte Costituzionale tedesca che ha ordinato al Governo federale e al Parlamento di assicurarsi che la BCE compia entro tre mesi una valutazione di proporzionalità del programma di acquisto di titoli di Stato da parte della stessa Banca centrale, in modo da verificare che gli effetti economici e fiscali non siano eccessivi rispetto agli obiettivi di politica monetaria.

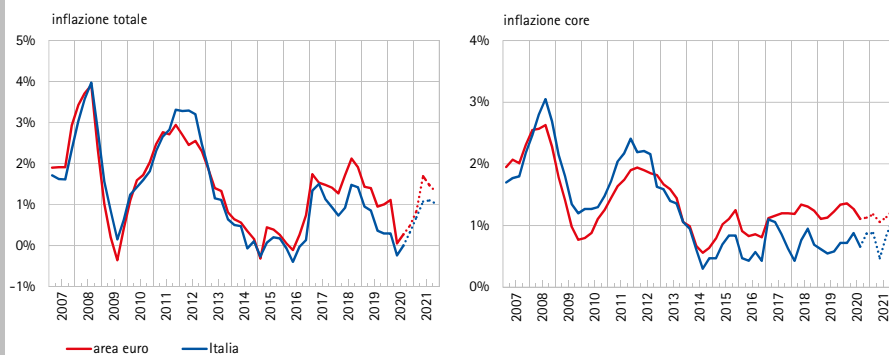
Con riferimento a quest'ultimo profilo, il tasso di inflazione è atteso rimanere a lungo al di sotto del target del 2% fissato dalla Banca centrale, poiché le spinte al rialzo riferibili allo shock dal lato dell'offerta dovrebbero essere più che compensa-

31 A fine maggio gli acquisti cumulati di titoli pubblici italiani effettuati nell'ambito del PEPP erano pari a 37,4 miliardi di euro, a fronte di 23,6 e 46,8 miliardi rispettivamente per Francia e Germania. Per dettagli si veda <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

te dalle spinte al ribasso legate alla contrazione della domanda e alle aspettative di ulteriori cali (Lane, 2020; Fig. 24).

Sull'andamento dell'inflazione pesa inoltre la flessione del prezzo del petrolio, indotta sia dalla contrazione della domanda durante il *lockdown* sia dalla rimozione dei vincoli all'offerta a seguito della rottura degli accordi OPEC (per effetto dell'uscita della Russia)³².

Fig. 24 - Andamento dell'inflazione nell'area euro e in Italia (dati trimestrali)



Fonte: Oxford Economics. Dati stimati per il periodo giugno 2020 - dicembre 2021.

4.2 Politiche fiscali

Al pari di quanto accaduto per le misure di politica monetaria, anche gli stimoli fiscali, annunciati e attivati sinora, risultano significativamente superiori agli interventi realizzati in occasione di crisi precedenti.

Negli Stati Uniti il CARES Act (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*) ha stanziato 2.300 miliardi di dollari, pari all'11% del Pil, per il sostegno immediato di famiglie e imprese in difficoltà. Le misure varate sono state mirate a sostenere i consumi dei nuovi disoccupati, ad esempio tramite l'immediata erogazione del sussidio dell'*Unemployment Insurance* (rafforzato con oltre 250 miliardi di dollari) alle famiglie in cui uno o più componenti avessero perso il lavoro a causa della crisi, mentre non hanno cercato di arginare la disoccupazione. Tale approccio, nel lungo periodo, potrebbe rendere più faticosa la ripresa nella misura in cui esso comprometta la capacità produttiva e il capitale umano esistenti.

Anche livello europeo sono state intraprese numerose iniziative. In primo luogo è stata attivata la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, che consente deviazioni temporanee dagli obiettivi di bilancio di medio termine, e sono state momentaneamente modificate le norme europee sugli aiuti di Stato per ampliare le possibilità di intervento a sostegno delle imprese domestiche da parte dei governi nazionali. In secondo luogo è stata resa disponibile parte dei fondi di coesione già stanziati nel bilancio dell'Unione attraverso un'iniziativa denominata CRII (*Coronavirus Response Investment Initiative*), utilizzando la quota non ancora allocata dei fondi stanziati nell'ambito del programma di coesione 2014-2020 (circa 37 miliardi).

32 In particolare, a marzo 2020 il prezzo del Brent è crollato (ad aprile si attestava a 18,7 dollari al barile) per poi risalire a fine giugno a un valore medio di 40 dollari al barile, largamente al di sotto del dato medio per il 2019 (64,3 dollari al barile), grazie all'allentamento delle misure di distanziamento sociale e al riavvio dell'attività economica in molti paesi (Cer, 2020).

Per attenuare le ripercussioni occupazionali della crisi è stato inoltre attivato il cosiddetto SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) con una disponibilità di 100 miliardi di euro, che saranno utilizzati a completamento delle misure di cassa integrazione adottate da vari paesi europei. In tal modo si è inteso salvaguardare il capitale umano delle imprese (a differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti).

La Banca europea degli investimenti (BEI) ha proposto inoltre l'istituzione di un fondo paneuropeo di garanzie per le piccole e medie imprese di ammontare pari a 25 miliardi di euro, che punterebbe a mobilitare risorse fino a 200 miliardi di euro in forma di finanziamenti.

Il 9 aprile 2020 è stato altresì raggiunto un accordo in seno all'Eurogruppo per dotare il Meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism, ESM*) di un'ulteriore linea di credito precauzionale rinforzata, alla quale gli Stati membri che ne facciano richiesta potranno accedere con la sola condizione che le risorse ottenute siano utilizzate per finanziare i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, delle cure e della prevenzione (l'accordo definitivo è stato raggiunto il 7 maggio 2020). La linea di credito del MES, di ammontare complessivo pari a 240 miliardi di euro, è attiva dal 1° giugno 2020 e resterà disponibile fino a dicembre 2022. Ogni Stato potrà prendere a prestito un ammontare pari al 2% del Pil (circa 36 miliardi per l'Italia) a scadenze lunghe (10 anni) e a un tasso marginalmente sopra lo zero (0,1%).

Il 27 maggio inoltre la Commissione europea ha proposto un nuovo fondo europeo temporaneo per la ricostruzione (denominato *Next Generation EU*) per un ammontare di 750 miliardi di euro, oltre al rafforzamento dei fondi di bilancio dell'Unione europea per il periodo 2021-2027 per un ammontare complessivo di circa 1.100 miliardi. Il 21 luglio in seno al Consiglio europeo è stato raggiunto un accordo sulla proposta della Commissione europea in base al quale il fondo *Next Generation EU* erogherà finanziamenti in parte a fondo perduto (390 miliardi di euro) e in parte sotto forma di prestiti (360 miliardi). Per ottenere tali fondi i paesi richiedenti dovranno presentare un piano di interventi a sostegno della crescita e dell'occupazione, che migliorino la resilienza economica e sociale e che favoriscano digitalizzazione e sostenibilità ambientale³³.

Complessivamente le misure varate dalla Commissione europea equivalgono a 3.900 miliardi di euro (incluse le misure adottate dai governi nazionali in linea con la clausola di salvaguardia o le deroghe temporanee alle regole sugli aiuti di Stato), pari al 33% circa del Pil dell'Eurozona nel 2019³⁴.

Sebbene sia evidente la necessità di rispondere a uno shock esogeno e comune in modo coordinato e adeguato, alcuni paesi manifestano una forte ritrosia ad avviare programmi di condivisione del debito. Si teme il rischio di azzardo morale, in

33 Per dettagli sull'accordo raggiunto in seno al Consiglio europeo si veda <https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/european-council/2020/07/17-21/>. Per dettagli sulla proposta originaria della Commissione europea si veda https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_it.

34 Per maggiori dettagli si veda: https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic_it.

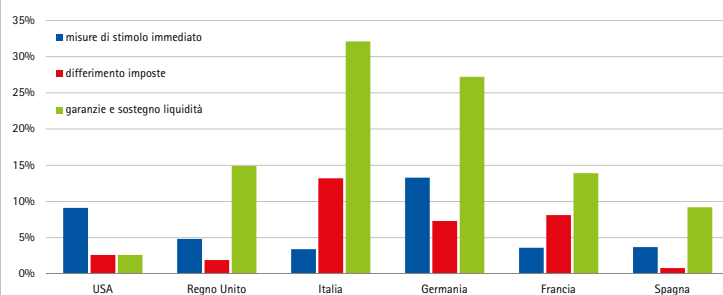
virtù del quale gli Stati membri maggiormente indebitati potrebbero in futuro allentare ancor di più i vincoli di finanza pubblica a fronte della possibilità di soddisfare le proprie esigenze di finanziamento con emissioni di titoli di debito comune a livello europeo. Si tratta tuttavia di un problema che può essere considerato poco rilevante in tempi eccezionali come quello della crisi Covid-19, i cui riflessi fortemente negativi riguardano ambiti fondamentali quale quello della salvaguardia della salute pubblica. Inoltre, l'emissione di debito comune, oltre a fornire ai governi risorse finanziarie a basso costo per affrontare l'emergenza, sarebbe molto più efficace delle operazioni di politica monetaria nello stabilizzare i mercati e nel correggere le aspettative negative degli operatori.

Quello della solidarietà tra i paesi dell'area euro è un tema destinato a riproporsi su scala mondiale. I paesi emergenti e in via di sviluppo, infatti, avranno bisogno di una ingente quantità di risorse per affrontare l'emergenza sanitaria ed economica in atto. I paesi avanzati, attraverso istituzioni internazionali quali il FMI o la Banca Mondiale, si trovano nella necessità di intervenire con misure di sostegno, anche al fine di evitare che le fragilità strutturali di una nazione possano inficiare i progressi fatti a livello globale nel contenimento della pandemia. Se alcune aree del mondo non dovessero arginare o arrestare il contagio, infatti, tutti i paesi resterebbero esposti al rischio di nuove ondate epidemiche. È necessario, infine, proiettarsi in una dimensione di medio-lungo periodo, viste le incertezze che gravano sulla dinamica della pandemia e sulla persistenza delle relative conseguenze economiche. Per il momento, l'approccio di alcuni governi europei sembra essere orientato, tuttavia, a considerare l'impatto fiscale della pandemia transitorio e limitato al 2020. È quanto si evince, ad esempio, dalla scelta di Germania e Francia di finanziare il maggior fabbisogno con un aumento importante delle emissioni a breve termine (per dettagli si veda il successivo paragrafo 6).

Alle misure europee si affiancano svariati interventi varati in ambito domestico dai governi nazionali per sostenere imprese e famiglie. Secondo le stime del FMI, gli interventi annunciati in molte economie avanzate nel solo mese di marzo 2020 assommavano in media a più del 5% del Pil, mentre l'ammontare delle misure già attuate dai paesi del G20 all'inizio di aprile si collocava attorno al 3,5% del Pil (a fronte di un valore medio del 2% circa nel 2009).

È utile classificare gli interventi fiscali in tre gruppi, a seconda che il loro impatto sul bilancio pubblico sia, rispettivamente, immediatamente peggiorativo senza alcuna possibilità di recupero in futuro, solo temporaneamente peggiorativo ovvero foriero di passività potenziali che potrebbero convertirsi in un aggravio delle finanze pubbliche negli anni a venire (Bruegel, 2020). Il primo gruppo include le misure di stimolo immediato, quali la spesa pubblica a favore del sistema sanitario, sussidi

Fig. 25 - Le misure fiscali di sostegno all'economia in alcuni paesi avanzati
(incidenza sul Pil 2019)



Fonte: Bruegel (2020a). Il dato non include la sospensione e l'annullamento di investimenti pubblici programmati, equivalenti a uno stimolo fiscale negativo. Il dato per l'Italia è aggiornato al 22 giugno 2020.

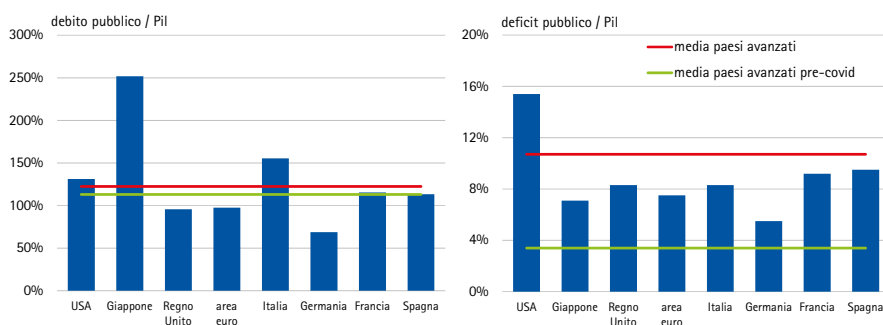
per preservare l'occupazione o sussidi di disoccupazione, sussidi alle piccole e medie imprese (PMI), investimenti pubblici e perdite di introiti fiscali (legati alla cancellazione *una tantum* dell'obbligo del versamento di imposte e di contributi previdenziali). Il secondo gruppo include le sospensioni di pagamenti di tasse e contributi previdenziali. Il terzo gruppo si riferisce a sostegno alla liquidità e garanzie pubbliche tese a favorire l'accesso di famiglie e imprese al credito bancario. Coerentemente con i minori margini di manovra consentiti dall'elevato debito pubblico domestico, l'Italia si distingue dagli altri paesi per la prevalenza, rispetto alle misure di stimolo immediato, dei programmi di garanzie pubbliche ai prestiti al settore privato (principalmente PMI) e delle misure di differimento di taluni obblighi fiscali a carico dei contribuenti (Fig. 25).

Le misure di bilancio varate per contenere le conseguenze economiche della pandemia sono eterogenee tra paesi in ragione dei diversi margini di manovra consentiti dai rispettivi fondamentali di finanza pubblica.

La crisi innescata dall'emergenza Covid-19, in generale, ha trovato un settore pubblico più vulnerabile rispetto al periodo antecedente allo scoppio della crisi finanziaria globale nella maggior parte dei paesi colpiti. Dopo il 2008, infatti, molte economie avanzate hanno sperimentato un progressivo deterioramento dei conti pubblici, in seguito solo parzialmente recuperato. Nel

decennio 2010-2019, ad esempio, lo stock di debito pubblico dei paesi avanzati si è collocato in media sopra il 100% del Pil, in netto aumento rispetto al 74% registrato nel 2007. Gli ingenti programmi di spesa varati per fronteggiare la pandemia e la parallela riduzione delle entrate fiscali, dovuta anche alla contrazione del reddito imponibile complessivo, comporteranno un ulteriore e generalizzato peggioramento dei parametri di finanza pubblica. Secondo le stime del FMI, nel 2020 il rapporto tra debito pubblico e Pil nelle principali economie avanzate supererà il 122% (più del 155% per l'Italia), mentre il rapporto tra deficit e Pil si attesterà mediamente attorno al 10,7% (8,3% per l'Italia; Fig. 26).

Fig. 26 - Principali parametri di finanza pubblica per i maggiori paesi avanzati nel 2020
(incidenza sul Pil 2019)



Fonte: FMI (2020c).

Secondo le stime del FMI, nel 2020 il rapporto tra debito pubblico e Pil nelle principali economie avanzate supererà il 122% (più del 155% per l'Italia), mentre il rapporto tra deficit e Pil si attesterà mediamente attorno al 10,7% (8,3% per l'Italia; Fig. 26).

Con specifico riferimento all'area euro, la Commissione europea stima in media un incremento dell'incidenza del debito pubblico sul Pil dall'86% nel 2019 al 103% nel 2020, seguito da un parziale rientro nel 2021 quando (sotto l'ipotesi di politiche fiscali invariate) dovrebbe attestarsi attorno al 100%. A quella data, solo 7 paesi dell'area euro dovrebbero continuare a mostrare un rapporto debito/Pil superiore al 100% (ossia Italia, Francia, Spagna, Belgio, Grecia, Portogallo e Cipro). Anche per il deficit pubblico è previsto un aumento significativo sia nel 2020 sia nel 2021, sebbene in misura proporzionalmente minore (Fig. 27).

All'espansione della spesa pubblica si associano importanti rischi di finanziamento del debito, legati al fatto che nei prossimi anni i mercati dovranno assorbire un significativo aumento dell'offerta di titoli governativi. In questo ambito la politica monetaria e, in particolare, i programmi di acquisto di titoli pubblici e privati da parte delle banche centrali continueranno a svolgere un ruolo fondamentale nella misura in cui si faranno carico di assorbire parte dell'eccesso di offerta di titoli di

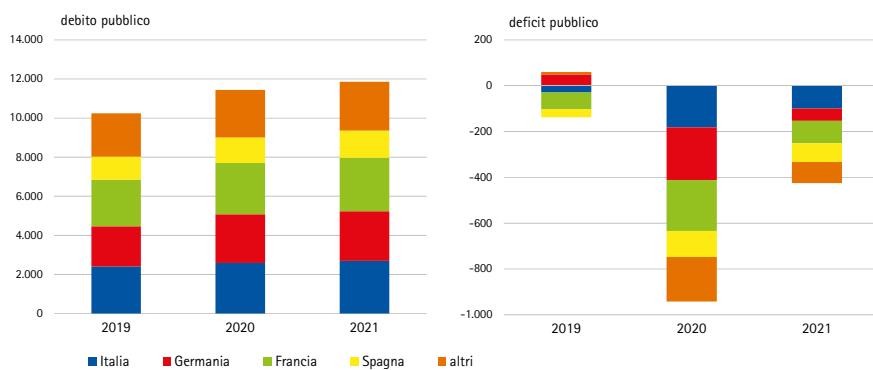
Stato intervenendo sui mercati secondari. Non si può tuttavia trascurare l'eventualità che, a fronte dell'ingente espansione fiscale prevista, si accresca la competizione tra emittenti sovrani con un conseguente rialzo dei costi di rifinanziamento ovvero, nello scenario peggiore, di un razionamento che lascerebbe parzialmente insoddisfatte le esigenze di finanziamento dei paesi più deboli.

A differenza di quanto accaduto nel 2008, infatti, la crisi innescata dalla pandemia ha comportato una espansione contemporanea della spesa pubblica in tutti i paesi colpiti. Alcune economie avanzate potranno continuare a rivolgersi ai mercati con emissioni di titoli di debito a costi relativamente contenuti, mentre le economie emergenti e i paesi in via di sviluppo potrebbero incorrere in maggiori difficoltà. In tale contesto non stupisce che circa 102 nazioni abbiano già richiesto assistenza finanziaria al FMI.

Un parametro importante per valutare l'esposizione di un paese al rischio di rifinanziamento è la percentuale del debito detenuta da investitori esteri. A partire dalla crisi *subprime*, l'Italia ha visto progressivamente ridursi la quota di debito nelle mani dei non residenti, che a fine 2019 risulta inferiore a quello dei maggiori paesi dell'Eurozona (CONSOB, 2016; Fig. 28).

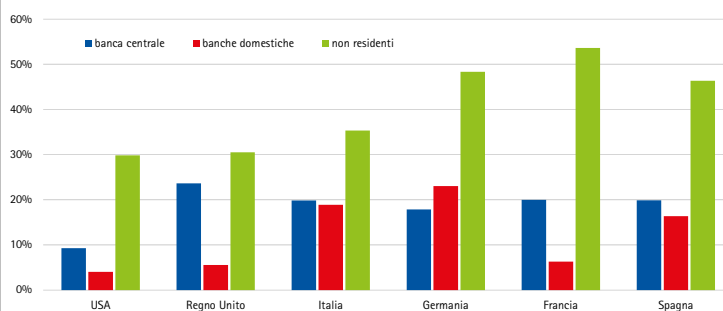
Le misure adottate dai governi a sostegno di imprese e famiglie, pur connotandosi ovunque per una portata eccezionale, avranno verosimilmente effetti eterogenei a seconda dei contesti nazionali di riferimento. Tralasciando il già menzionato confronto tra gli Stati Uniti e l'area euro, in quest'ultimo ambito sono cruciali non solo la tipologia degli interventi ma anche la tempistica di erogazione delle risorse.

Fig. 27 - Previsioni sull'andamento di debito pubblico e deficit pubblico per l'area euro (valori in miliardi di euro)



Fonte: Commissione europea (2020a).

Fig. 28 - Principali detentori di titoli del debito pubblico nei maggiori paesi avanzati (quota percentuale sul totale del debito a fine 2019)

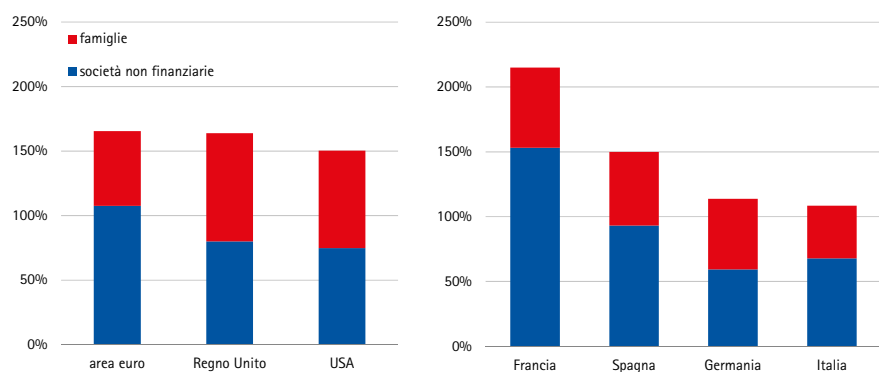


Fonte: Bruegel (2020b).

Misure di sostegno annunciate (eventualmente con tempestività) ma attuate con ritardo potrebbero rivelarsi inefficaci nel contenere situazioni di stress economico-finanziario di famiglie e imprese, tanto più probabili quanto maggiori sono i livelli

preesistenti di indebitamento (che per le imprese i mercati obbligazionari hanno in parte cominciato a scontare, con rendimenti cresciuti in tutte le aree del mondo e in tutti i settori di attività nel mese di marzo; si veda il paragrafo 6). Al proposito, nel 2019 il rapporto tra debito privato (escluso quello delle società finanziarie) e Pil oscilla tra il 150% negli USA e il 160% nell'area euro; quest'ultima si connota per una maggiore vulnerabilità delle società non finanziarie il cui debito assomma al 108% del Pil

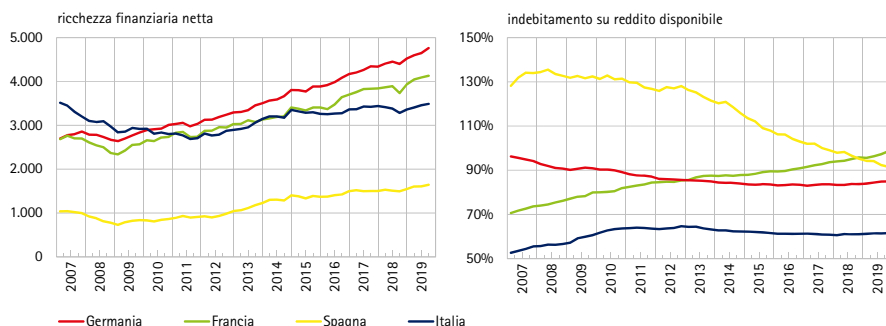
Fig. 29 - Debito privato nei maggiori paesi avanzati nel 2019
(incidenza sul Pil 2019; valori percentuali)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

(75% negli USA). Tra i principali paesi europei, inoltre, l'indebitamento delle società non finanziarie risulta particolarmente elevato per la Francia, seguita da Spagna e Italia. Al contrario l'indebitamento delle famiglie nell'area euro risulta più contenuto rispetto agli USA e pari al 58% del Pil (Fig. 29).

Fig. 30 - Indebitamento e ricchezza finanziaria delle famiglie nell'area euro
(dati trimestrali; 1° gennaio 2007 - 31 dicembre 2019; valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: BCE, Eurostat.

Tra i paesi dell'Eurozona, l'Italia registra un livello di indebitamento delle famiglie storicamente più basso, stabilizzatosi attorno al 60% del reddito disponibile dal 2014. Al contempo, la ricchezza finanziaria delle famiglie, pur rimanendo superiore al dato spagnolo, risulta inferiore rispetto a quella di Germania e Francia a fronte di tassi di crescita più contenuti registrati negli ultimi anni (Fig. 30).

5 L'impatto della crisi sui mercati azionari

In seguito all'esplosione della pandemia, l'incertezza sulle prospettive economiche globali e l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno innescato forti turbolenze sui mercati azionari che nel primo trimestre dell'anno si sono riflesse in ampi cali dei corsi e in un significativo incremento della volatilità. Superata la fase più acuta, anche a seguito dell'avvio delle poderose misure di contrasto

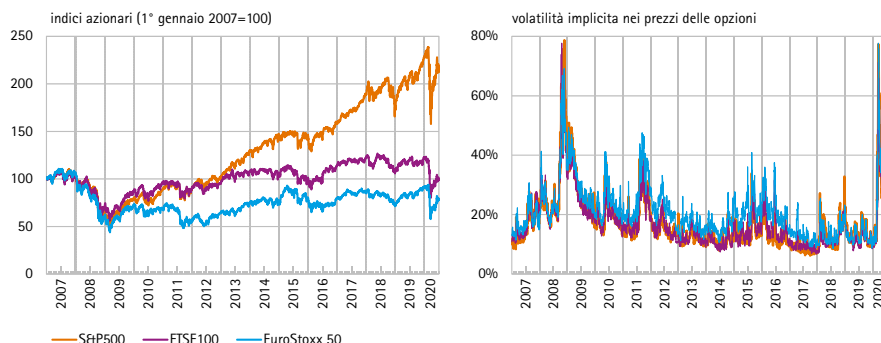
alla crisi di cui al paragrafo 4, si è registrato un recupero sia pure eterogeneo tra aree geografiche e settori, in funzione dell'esposizione alla pandemia e agli effetti delle misure di *lockdown*.

Nel primo semestre dell'anno, lo S&P500 negli USA ha registrato perdite più contenute (-4%) rispetto allo EuroStoxx50 nell'area euro (-14%) e al FTSE100 nel Regno Unito (-18%; Fig. 31).

L'andamento a V dei corsi azionari ha visto perdite oscillanti, nel primo trimestre dell'anno, tra il 20% e il 26% (rispettivamente per lo S&P500 e lo EuroStoxx50), parzialmente compensate nei mesi successivi da rialzi compresi tra il 13% e il 25% (rispettivamente, per il FTSE100 e lo S&P500; Fig. 32). In tutti i mercati considerati, inoltre, la volatilità è aumentata in maniera significativa nel mese di marzo, portandosi a livelli comparabili a quelli registrati in occasione della crisi finanziaria nel 2008 e superiori a quelli rilevati durante la crisi del debito sovrano nel 2011, per poi ridimensionarsi nel secondo trimestre dell'anno.

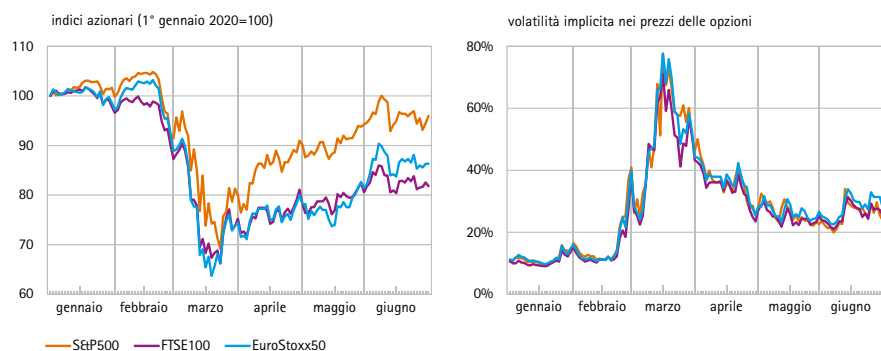
Nell'ambito delle principali economie emergenti, il mercato azionario cinese ha mostrato una reazione più contenuta, registrando nel primo semestre dell'anno un calo pari al 2% a fronte del 10% del mercato russo, 14% del mercato indiano e 18% di quello brasiliano (Fig. 33). La 'resilienza' della piazza finanziaria cinese è riconducibile a talune caratteristiche strutturali del sistema economico che ne hanno

Fig. 31 - Andamento dei corsi azionari in alcuni paesi avanzati
(dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



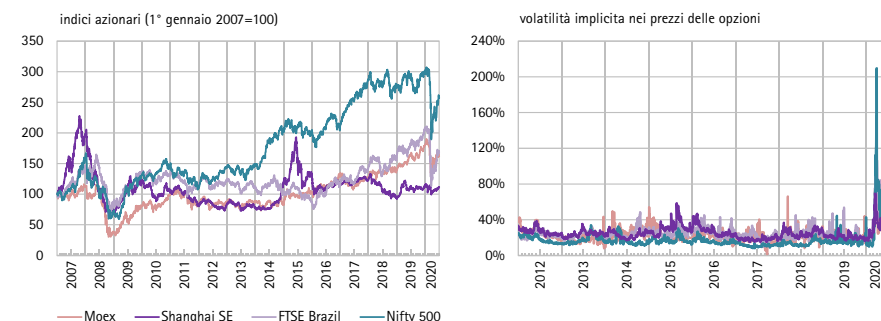
Fonte: Refinitiv Datastream. La volatilità implicita è stata calcolata sulla base di indicatori medi, rispetto alla *moneyness* e alle diverse scadenze, riferiti ai prezzi di call e put.

Fig. 32 - Andamento dei corsi azionari in alcuni paesi avanzati nel primo semestre del 2020
(dati giornalieri)



Fonte: Refinitiv Datastream. La volatilità implicita è stata calcolata sulla base di indicatori medi, rispetto alla *moneyness* e alle diverse scadenze, riferiti ai prezzi di call e put.

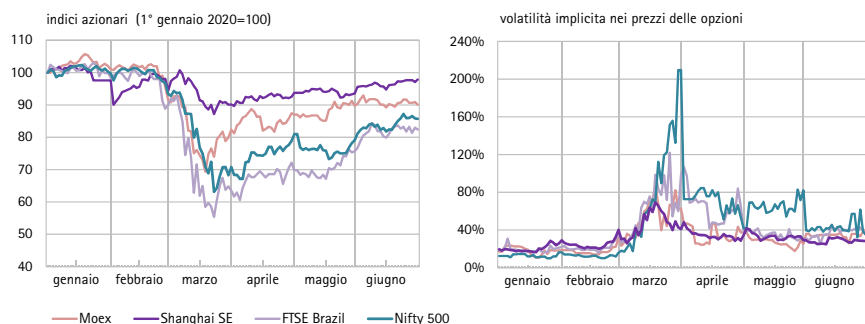
Fig. 33 - Andamento dei corsi azionari in alcuni paesi emergenti
(dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream. Gli indici Shanghai SE, Moex, Brazil Bovespa e Nifty500 si riferiscono, rispettivamente, ai mercati azionari cinese, russo, brasiliano e indiano. Per quanto riguarda gli indicatori di volatilità implicita, è stato considerato l'indice Cboe China per il mercato cinese, e indicatori medi, rispetto alla *moneyness* e alle diverse scadenze, dei prezzi di *call* e *put* degli indici azionari Moex, Brazil Bovespa e S&P CNX Nifty rispettivamente per i mercati, russo, brasiliano e indiano. Le serie storiche delle volatilità sono disponibili a partire dal 1° gennaio 2012.

Fig. 34 - Andamento dei corsi azionari in alcuni paesi emergenti nel primo semestre 2020

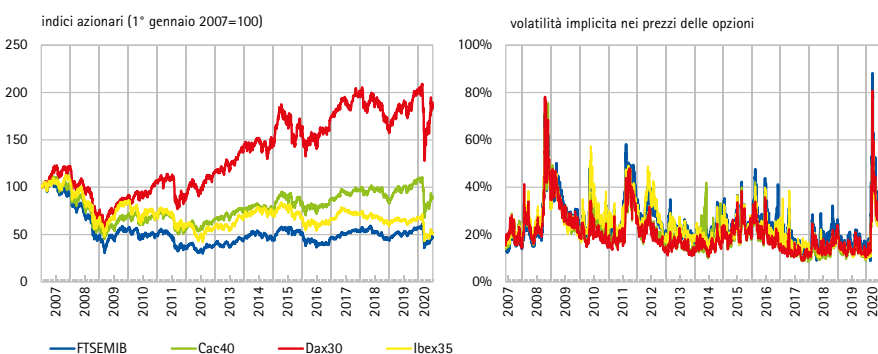
(dati giornalieri; 1° gennaio 2020 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream. Gli indici Shanghai SE, Moex, Brazil Bovespa e Nifty500 si riferiscono, rispettivamente, ai mercati azionari cinese, russo, brasiliano e indiano. Per quanto riguarda gli indicatori di volatilità implicita, è stato considerato l'indice Cboe China per il mercato cinese, e indicatori medi, rispetto alla *money*ness e alle diverse scadenze, dei prezzi di *call* e *put* degli indici azionari Moex, Brazil Bovespa e S&P CNX Nifty rispettivamente per i mercati, russo, brasiliano e indiano. Le serie storiche delle volatilità sono disponibili a partire dal 1° gennaio 2012.

Fig. 35 - Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'area euro

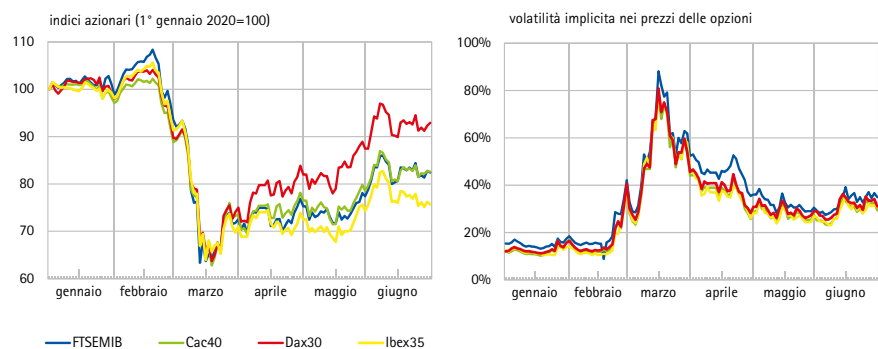
(dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream.

Fig. 36 - Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'area euro nel primo semestre del 2020

(dati giornalieri; 1° gennaio 2020 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream.

mitigato l'esposizione agli impatti avversi del *lockdown* (ad esempio, una crescita trainata soprattutto dalla domanda interna e la minore dipendenza dalle catene di approvvigionamento e dagli scambi commerciali globali) nonché alle robuste misure monetarie e fiscali a sostegno dell'attività economica (Hofmann *et al.*, 2020).

Nelle altre economie emergenti, alle forti contrazioni dei corsi azionari nel primo trimestre dell'anno (-18% per il mercato russo, -29% e -36% rispettivamente per l'indice indiano e quello brasiliano) si sono accompagnati forti deflussi di capitale verso attività e paesi percepiti più sicuri che hanno comportato il deprezzamento delle valute domestiche e l'aumento dei rendimenti del debito sovrano denominato in valuta domestica (Fig. 34).

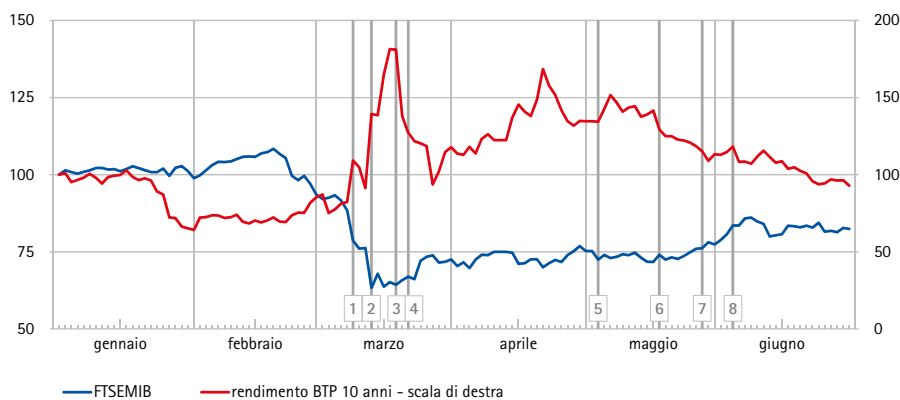
Nell'ambito dei maggiori paesi dell'area euro, il mercato tedesco ha registrato il maggior recupero, segnando al 30 giugno 2020 un calo dei corsi azionari pari a 7 punti percentuali rispetto all'inizio dell'anno; viceversa, nello stesso periodo l'indice spagnolo ha subito la flessione più significativa (-24%). Alla fine del primo semestre dell'anno la volatilità implicita, dopo i picchi raggiunti nel mese di marzo, quando ha superato quelli sperimentati nel 2008, continua ad attestarsi su livelli maggiori a quelli precedenti lo scoppio della pandemia in tutti i mercati considerati (Fig. 35 e Fig. 36).

Per quanto riguarda il mercato italiano, nei primi sei mesi

del 2020 il FTSEMIB è calato di 18 punti percentuali, registrando un minimo il 12 marzo per poi recuperare lentamente a seguito degli annunci di importanti misure di contrasto alla crisi in ambito europeo e domestico. La Fig. 37 illustra l'andamento del FTSEMIB assieme all'andamento del rendimento del BTP 10 anni in corrispondenza dei momenti più significativi del *lockdown* (dal suo inizio, il 9 marzo, alla rimozione delle restrizioni alla mobilità fra regioni, il 3 giugno), degli annunci degli interventi da parte delle istituzioni europee e dei provvedimenti restrittivi sull'operatività sui mercati adottati dalla CONSOB in coordinamento con l'ESMA (Riquadro 3).

Fig. 37 - Andamento dei mercati finanziari italiani ed eventi principali nel primo semestre 2020

(dati giornalieri; 1° gennaio 2020 - 30 giugno 2020; 1° gennaio 2020=100)



Fonte: Refinitiv. La numerazione progressiva da 1 a 9 si riferisce, rispettivamente, ai seguenti eventi: 1. inizio *lockdown* in Italia (9 marzo); 2. dichiarazioni Presidente BCE sugli spread dei titoli pubblici nell'area euro (12 marzo); 3. divieto di *short selling* sul mercato italiano (18 marzo); 4. annuncio BCE sull'avvio del PEPP (18 marzo); 5. inizio della cosiddetta 'fase 2' in Italia (4 maggio); 6. sospensione del divieto *short selling* sul mercato italiano (18 maggio); 7. annuncio del Next Generation EU da parte della Commissione europea (27 maggio); 8. rimozione delle restrizioni alla mobilità fra regioni in Italia (3 giugno).

Riquadro 3

I provvedimenti restrittivi all'operatività sui mercati

Nel mese di marzo 2020 la CONSOB è intervenuta a più riprese con provvedimenti restrittivi di alcuni tipi di operatività sui mercati, finalizzati ad assicurare il buon funzionamento del mercato finanziario italiano in occasione delle turbolenze indotte dalla diffusione della pandemia di Covid-19.

Il 12 marzo 2020, la CONSOB ha vietato temporaneamente le vendite allo scoperto su 85 titoli azionari italiani quotati sull'MTA per l'intera giornata di negoziazione del 13 marzo 2020. Il divieto è stato adottato in applicazione dell'art. 23 del Regolamento Short Selling (Regolamento (UE) n. 236/2012), tenuto conto della variazione di prezzo registrata dai titoli nella giornata del 12 marzo risultata superiore alle soglie previste dalla disciplina di riferimento. Il divieto ha riguardato le vendite allo scoperto assistite dalla disponibilità dei titoli e ha esteso e rafforzato la portata del divieto di vendite allo scoperto 'nude', già in vigore per tutti i titoli azionari dal primo novembre 2012 in virtù del citato Regolamento.

Il successivo 16 marzo la Commissione ha rinnovato il divieto giornaliero di vendita allo scoperto su 20 titoli azionari quotati sull'MTA ai sensi dell'art. 23 del Regolamento per la seduta di borsa del 17 marzo 2020. A partire dalla seduta del 18 marzo la CONSOB ha introdotto un divieto alle posizioni nette corte (vendite allo scoperto e altre operazioni ribassiste) relativo a tutte le azioni negoziate sul mercato regolamentato italiano per un periodo di tre mesi. Il provvedimento, adottato ai sensi dell'art. 20 del Regolamento Short Selling e dopo aver ricevuto parere positivo dall'ESMA, è stato finalizzato a impedire ogni forma di operazione speculativa ribassista, anche effettuata tramite derivati o altri strumenti finanziari nonché le operazioni ribassiste infragiornaliere. Tali divieti sono stati rimossi dalla CONSOB il 18 maggio 2020, alla luce della progressiva normalizzazione delle condizioni generali di mercato.

La CONSOB ha poi partecipato ai lavori in seno all'ESMA che hanno portato al provvedimento di temporaneo abbassamento della soglia per la comunicazione alle autorità nazionali competenti delle posizioni nette corte su azioni negoziate sui mercati europei. Tale soglia è stata portata dallo 0,2% allo 0,1% del capitale emesso. La misura è stata assunta con l'obiettivo di fornire alle autorità di vigilanza informazioni più dettagliate sull'operatività in un momento di forti tensioni sui mercati finanziari.

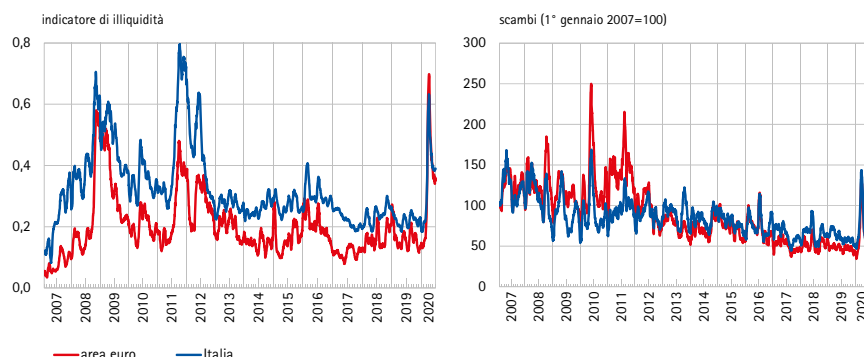
Nel periodo di maggiori turbolenze, si è acceso il dibattito sull'opportunità di chiudere i mercati finanziari per evitare il crollo dei corsi azionari. Per la gestione delle crisi finanziarie, nel nostro ordinamento è stato istituito nel 2008 il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria, composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della CONSOB e dal Presidente dell'allora ISVAP. Tale Comitato ha la funzione di garantire che eventuali azioni di tutela della stabilità finanziaria vengano prese in stretto coordinamento tra governo e autorità di vigilanza. La chiusura del mercato azionario, ad esempio, avrebbe generato molte ripercussioni negative, tra cui la limitazione delle scelte di investitori/risparmiatori e di tutti gli operatori di mercato, senza raggiungere l'obiettivo per il quale veniva invocato. In particolare, la sospensione delle negoziazioni di Borsa in assenza di un'analoga sospensione delle negoziazioni del Mercato Telematico dei Titoli di Stato (MTS), le cui attività sono fondamentali anche per il corretto funzionamento delle aste relative alle emissioni sul mercato primario, avrebbe prodotto ripercussioni negative per le obbligazioni governative a seguito di vendite massive da parte degli investitori che, nell'impossibilità di liquidare le azioni italiane in portafoglio, avrebbero in questo modo soddisfatto esigenze di liquidità o di ribilanciamento dell'esposizione verso il mercato italiano. In occasione della crisi Covid-19 le istituzioni sovranazionali quali G20, IOSCO ed ESMA si sono pronunciate contro la chiusura dei mercati. Solo la Borsa di Manila è stata chiusa, per due giorni, contestualmente allo scoppio dell'emergenza sanitaria, esclusivamente per motivi tecnici (per dettagli si veda http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_Savona_20200423.pdf/57bc5271-8978-432e-ab32-c58bd378a678).

Al sopraggiungere della pandemia sono aumentati anche il volume degli scambi e l'indicatore di illiquidità che, pur evidenziando segnali di miglioramento rispetto al picco dell'emergenza sanitaria, al 30 giugno 2020 permangono su livelli superiori a quelli registrati all'inizio dell'anno (Fig. 38).

L'impatto della pandemia sui corsi azionari domestici mostra una certa eterogeneità tra settori produttivi, a seconda della relativa esposizione alle conseguenze economiche dell'emergenza sanitaria. Nell'ambito delle società non finanziarie, il settore più colpito è quello petrolifero e del gas, che nel primo semestre dell'anno ha registrato una contrazione dei corsi pari a circa il 33% (poco più del 31% nell'area euro), a fronte del calo della domanda energetica indotto dalle misure di *lockdown*. Il settore tecnologico, invece, ha mostrato una maggiore capacità di recupero, con una performance positiva attestatasi nello stesso periodo a +0,6% (8,5% nell'area euro). Il comparto bancario evidenzia nel periodo considerato una flessione di 25 punti percentuali (-35% circa per l'indice dell'Eurozona; Fig. 39).

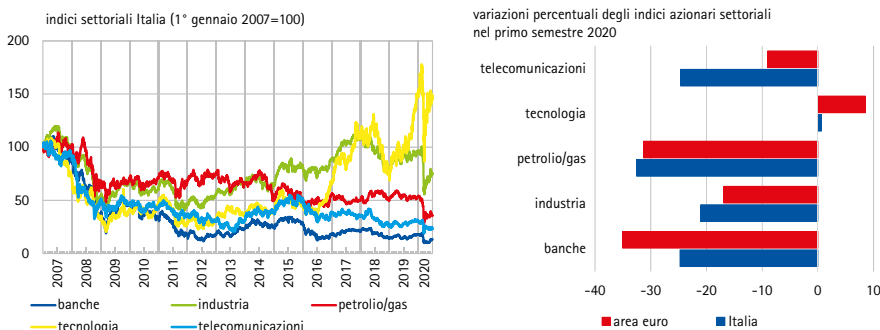
Alla contrazione dei corsi azionari delle società non finanziarie e delle banche è corrisposto un calo dei relativi multipli di borsa, ossia del rapporto tra prezzo e utili (*price on earnings*) e del rapporto tra prezzo e valore contabile (*price-to-book ratio*). Per le imprese non finanziarie, dopo la drastica contrazione sperimentata a inizio marzo, i multipli di borsa

Fig. 38 - Indicatore di illiquidità e scambi nei mercati azionari dell'area euro e in Italia (dati giornalieri; 29 gennaio 2007 - 30 giugno 2020; media mobile su 20 giorni)



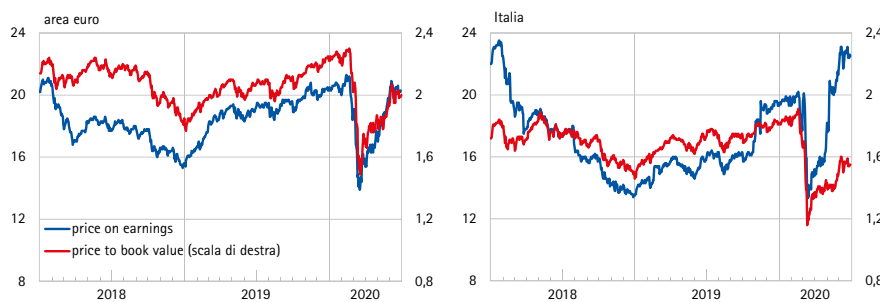
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv Datastream riferiti all'indice EuroStoxx50 per l'area euro e all'indice FTSEMIB per l'Italia. L'indicatore di illiquidità (rappresentato nel grafico di sinistra), la cui crescita segnala un peggioramento delle condizioni di liquidità sul mercato azionario, è stato calcolato applicando l'analisi in componenti principali su quattro sotto-indicatori: 1) indicatore di volatilità *range-based* (differenza fra prezzo massimo e prezzo minimo a chiusura della giornata di contrattazione); 2) indicatore di *bid-ask spread*; 3) indicatore di Amihud (rapporto fra valore assoluto del rendimento e volume delle negoziazioni); 4) volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. Si rappresenta la media mobile su 12 mesi della prima componente principale dopo aver imposto che il valore massimo della serie sia pari a 1, mentre il valore minimo sia uguale a zero (normalizzazione tra zero e 1). Le elaborazioni sono effettuate prendendo in considerazione l'indice EuroStoxx50 per l'area euro e l'indice FTSEMIB per l'Italia.

Fig. 39 - Andamento degli indici azionari settoriali in Italia e nell'area euro (dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream. I dati e le elaborazioni si riferiscono agli indici azionari settoriali FTSE Italy All Shares e agli indici azionari EuroStoxx settoriali.

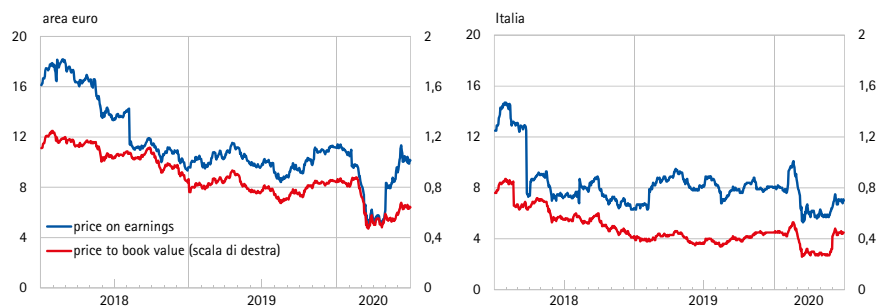
Fig. 40 - Price to book value e price on earnings per le società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia (dati giornalieri; 1° gennaio 2018 - 30 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv Datastream. I dati si riferiscono agli indici EuroStoxx Banks per l'area euro e Datastream Banks per l'Italia.

Fig. 41 – Price to book value e price on earnings per le banche quotate nell'area euro e in Italia

(dati giornalieri; 1° gennaio 2018 - 30 giugno 2020)



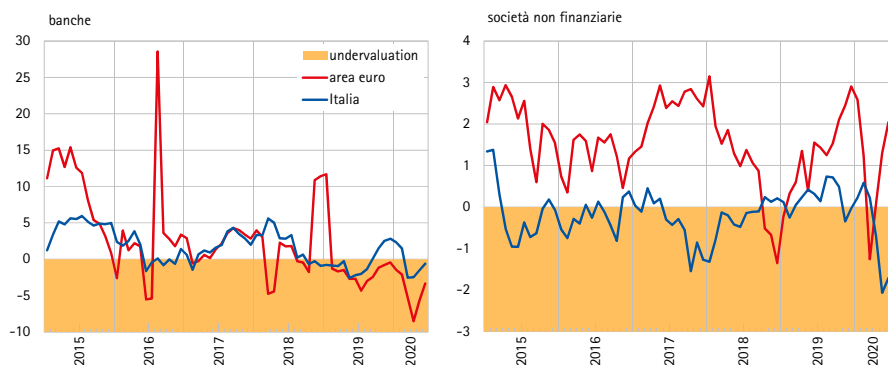
Fonte: Refinitiv Datastream. I dati si riferiscono agli indici EuroStoxx Banks per l'area euro e Datastream Banks per l'Italia.

hanno recuperato i valori pre-crisi in tutto o in parte sia nell'area euro sia in Italia, dove la crescita del *price on earnings* riflette verosimilmente l'aspettativa di una dinamica sfavorevole degli utili (Fig. 40).

La medesima tendenza è stata registrata per i multipli di borsa delle banche quotate che, ad eccezione del *price-to-book ratio* relativo agli istituti di credito domestici, al 30 giugno non hanno ancora recuperato i livelli di inizio anno (Fig. 41).

Fig. 42 – Indicatori di sottovalutazione per le società quotate nell'area euro e in Italia

(dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv: per l'Italia indici Datastream per le banche e le società non finanziarie; per l'area euro indice Datastream per le società non finanziarie e indice EuroStoxx per le banche. L'indicatore di *underevaluation* è dato dalla differenza percentuale tra il prezzo osservato e il valore fondamentale, stimato applicando un modello di cointegrazione VECM sugli indici dei prezzi azionari, utile per azione aggiustato per il ciclo economico e premio per il rischio (Campbell e Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). Valori positivi (negativi) dell'indice segnalano una sopravvalutazione (sottovalutazione) dei prezzi di mercato rispetto ai fondamentali.

Ulteriori indicazioni sull'eventuale disallineamento tra prezzi e fondamentali delle società quotate in Italia e nell'area euro si colgono dall'andamento di un indicatore calcolato sulla base delle relazioni di lungo periodo tra indici azionari, utili per azione aggiustati per il ciclo economico e premio per il rischio. A partire dai primi mesi dell'anno, la valutazione di mercato delle società domestiche (sia bancarie sia non finanziarie) sembra collocarsi al di sotto dei valori fondamentali. Per contro, l'area euro evidenzia condizioni diversificate tra settori: mentre le banche mostrano segnali di sottovalutazione (sia pure in parziale recupero

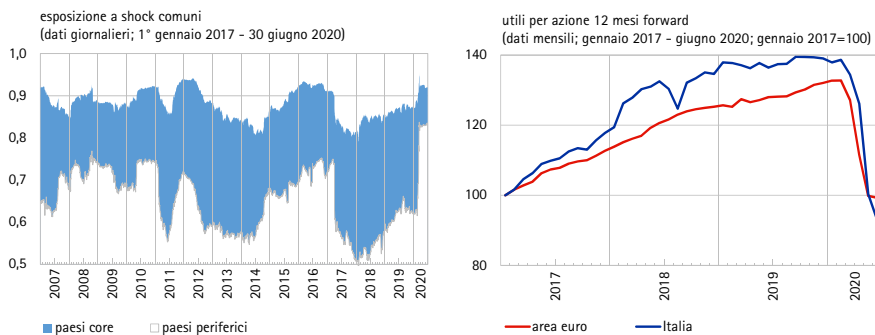
nel secondo trimestre dell'anno), le società non finanziarie appaiono nettamente sopravvalutate (Fig. 42)³⁵.

La portata globale della crisi innescata dalla pandemia si coglie anche nell'aumento del grado di interconnessione tra i mercati azionari europei sia per i paesi denominati *core* sia per i paesi cosiddetti periferici, dove il primo gruppo comprende le economie caratterizzate da condizioni di crescita e di finanza pubblica relativamente migliori rispetto a quelle del secondo gruppo. In condizioni normali, i paesi periferici risultano esposti soprattutto a fattori idiosincratici e presentano,

35 Il dato è parzialmente in linea con le analisi del FMI (2020c), che evidenziano una forte sopravvalutazione dei corsi azionari nell'area euro.

dunque, un livello di interconnessione più basso di quello stimabile per il gruppo core. In condizioni di crisi, tuttavia, la presenza di uno shock comune tende a ridurre il divario nel grado di interconnessione registrato per entrambi i gruppi di paesi. Lo shock associato all'infezione da Covid-19, esogeno alle condizioni di partenza delle economie europee, è dunque atteso avere conseguenze negative molto simili all'interno dell'area euro; una conferma in tal senso si evince anche dalle aspettative di un netto calo degli utili per azione nei prossimi dodici mesi sia per le società quotate dell'Eurozona sia per le imprese domestiche (Fig. 43).

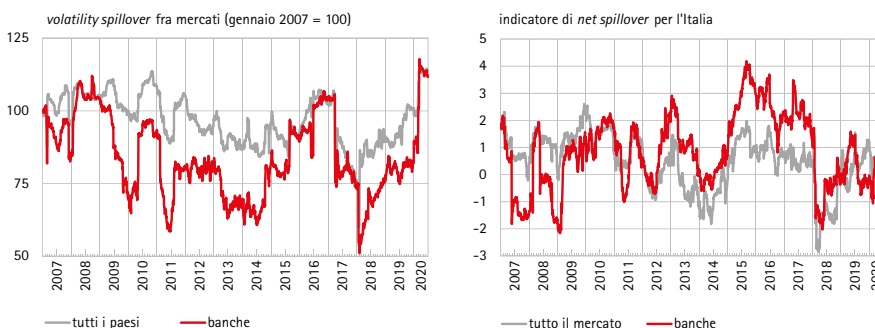
Fig. 43 – Esposizione dei mercati azionari a shock comuni e previsioni utili per azione nell'area euro



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv Datastream relative ai seguenti indici azionari: S&P500, FTSE100, FTSEMIB, Dax30, Cac40, Ibex35, Aex Index, Bel20 Index, Iseq 20 Index, Portugal PSI20 index, FTSE Athex Index. Il grafico a sinistra rappresenta quale misura del grado di esposizione a shock comuni dei mercati azionari l'R² medio delle seguenti regressioni lineari: $return_index_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}\theta_t + \epsilon_{i,t}$, dove $\beta_{i,t}$ è il coefficiente di regressione sulla prima componente principale θ_t per il paese i nel giorno t . Le regressioni sono stimate ricorsivamente con una *rolling window* di 200 osservazioni (ECB - Financial integration in Europe, 2014). Nel grafico sono rappresentati l'R² medio rispettivamente nel gruppo dei paesi cosiddetti core (Francia, Germania, Olanda, Belgio) e nel gruppo dei paesi cosiddetti periferici (Spagna, Italia, Irlanda, Grecia, Portogallo).

La diffusione della pandemia ha accresciuto le connessioni tra indici azionari, come evidenzia l'andamento di un indicatore di propagazione di volatilità da un mercato a un altro (*volatility spillover*) elaborato seguendo Diebold e Yilmaz (2014). Tale indicatore consente di misurare il contagio sulla base dei contributi apportati da ogni singolo mercato alla volatilità complessiva, al netto di fattori idiosincratici riferibili agli altri mercati considerati; sulla base di tale metodologia è possibile individuare sia la trasmissione di shock da un mercato a un altro sia la direzione del contagio. In seguito alla

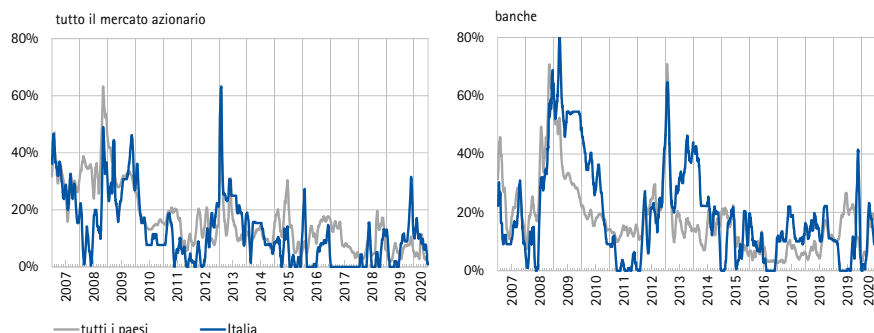
Fig. 44 – Indicatore di *volatility spillover* per i mercati azionari dell'area euro (valori percentuali; dati giornalieri; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv. I dati si riferiscono ai seguenti indici: S&P500, FTSE100, FTSEMIB, Dax30, Cac40, Ibex35, Aex Index, Bel20 Index, Iseq 20 Index, Portugal PSI20 index, FTSE Athex Index, Shanghai SE, Moex e Swiss Market Index per il grafico di sinistra; Ftse Uk banks, il Ftse Germany banks, il FTSE France banks, il FTSE Italy banks, il FTSE Spain banks, il FTSE Greece banks, il FTSE Ireland banks, il FTSE Netherlands banks, il FTSE Belgium banks, il FTSE Switzerland banks, lo S&P500 banks, il Portugal Datastream index banks, il China Datastream Index banks per il grafico di destra. Nel grafico di destra valori positivi (negativi) dell'indicatore segnalano che il mercato azionario italiano tende a trasmettere (ricevere) shock di volatilità dagli altri mercati. Per dettagli sulla metodologia si vedano Diebold e Yilmaz (2009, 2012 e 2014) e l'Appendice.

diffusione della pandemia, l'intensità della propagazione dello shock è aumentata a livello globale per i mercati azionari nel loro complesso e, in particolare, per il settore delle banche che ha registrato picchi mai raggiunti negli anni precedenti. A partire dal mese di marzo, inoltre, l'indicatore stimato per l'Italia segnala che il nostro paese, il primo in ambito europeo a essere interessato dall'emergenza sanitaria, sarebbe stato una fonte di contagio trasmettendo volatilità agli altri mercati (Fig. 44).

Fig. 45 – Indicatore di interconnessione fra i mercati azionari dell'area euro
(media mobile su 2 mesi; dati giornalieri; 1° gennaio 2007 – 30 giugno 2020)



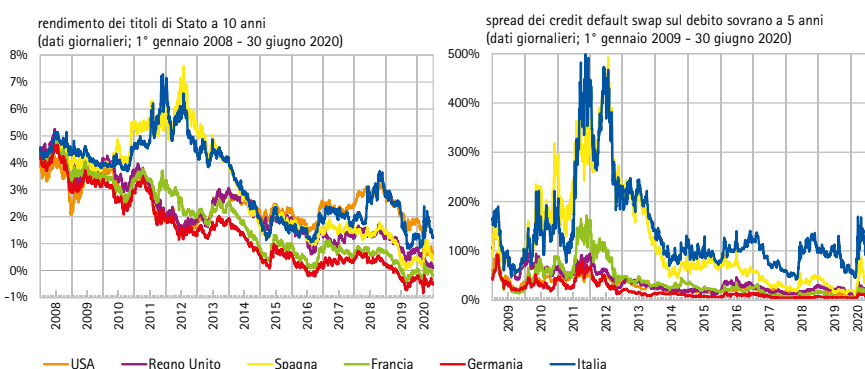
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv Datastream. I dati si riferiscono ai seguenti indici: S&P500, FTSE100, FTSEMIB, Dax30, Cac40, Ibex35, Aex Index, Bel20 Index, Iseq 20 Index, Portugal PSI20 index, FTSE Athex Index, Shanghai SE, Moex e Swiss Market Index per il grafico di sinistra; FTSE Uk banks, il FTSE Germany banks, il FTSE France banks, il FTSE Italy banks, il FTSE Spain banks, il FTSE Greece banks, il FTSE Ireland banks, il FTSE Netherlands banks, il FTSE Belgium banks, il FTSE Switzerland banks, lo S&P500 banks, il Portugal Datastream index banks, il China Datastream Index banks per il grafico di destra. L'indicatore di contagio misura il grado di interconnessione fra i mercati azionari stimato applicando modelli VECM sulle serie storiche dei rendimenti azionari su base *rolling*, con finestra pari a 1.000 osservazioni. Per dettagli sulla metodologia si vedano CONSOB Working paper no. 72, 2012 e l'Appendice.

Al contempo, dopo il picco nel 2019, nel mese di marzo 2020 è cresciuto anche l'indicatore del grado di interconnessione di lungo periodo fra le quotazioni azionarie delle società domestiche (e in particolare delle banche) e i corsi delle società quotate dell'Eurozona, pur mantenendosi ampiamente al di sotto dei livelli raggiunti in occasione della crisi *subprime* e della crisi del debito sovrano. Nel secondo trimestre dell'anno, l'indicatore è calato, verosimilmente anche a seguito delle condizioni più distese prevalse sui mercati in concomitanza con l'avvio delle misure di contrasto alla crisi in ambito sia domestico sia europeo (Fig. 45).

6 L'impatto della crisi sui mercati obbligazionari

A partire dal mese di marzo 2020, tutti i mercati obbligazionari, pubblici e privati, hanno registrato un calo generalizzato dei prezzi e un incremento della volatilità.

Fig. 46 – Rendimenti a scadenza dei titoli di Stato e spread dei CDS sul debito sovrano per i maggiori Paesi avanzati



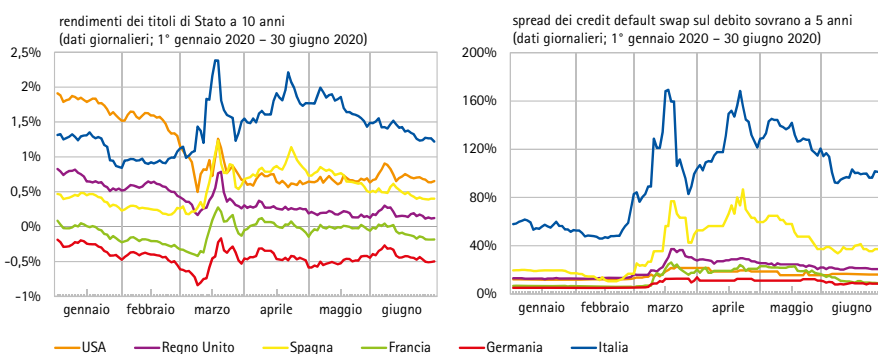
Fonte: Refinitiv Datastream.

Con riferimento ai mercati dei titoli del debito sovrano, le tensioni sono state alimentate dall'incertezza sugli sviluppi della crisi e dalla anticipazione del rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica che molti paesi sperimenteranno a fronte dell'ammontare straordinariamente elevato delle risorse stanziate per sostenere i sistemi sanitari nell'emergenza epidemiologica e mitigare le conseguenze economiche della pandemia sull'economia

reale. Nei primi giorni della crisi, inoltre, le turbolenze sui mercati secondari dei titoli di Stato sono state amplificate da annunci poco rassicuranti circa l'iniziale reticenza da parte delle istituzioni europee a programmare interventi di ampia portata a sostegno delle economie nazionali colpite dalla pandemia (per dettagli si veda il paragrafo 5).

Nell'ambito dell'area euro, i mercati secondari dei titoli pubblici dei maggiori paesi europei hanno registrato un rapido incremento del differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato domestici con scadenza a 10 anni e il benchmark tedesco. L'annuncio del 18 marzo relativo al già citato programma straordinario di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) da parte della BCE e la successiva proposta della Commissione europea di un fondo per la ricostruzione, annunciata il 27 maggio, hanno contribuito ad attenuare le tensioni sui mercati secondari, che hanno visto calare rapidamente i rendimenti dei titoli del debito sovrano ai livelli pre-crisi.

Fig. 47 - Rendimenti a scadenza dei titoli di Stato e spread dei CDS sul debito sovrano per i maggiori paesi avanzati nel 2020

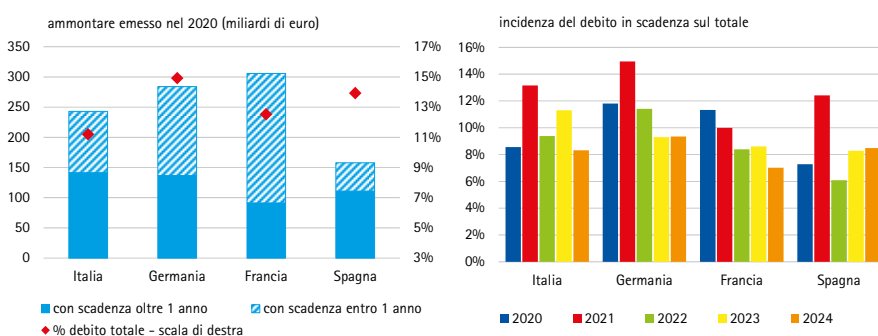


Fonte: Refinitiv Datastream.

Con riferimento all'Italia, nelle prime settimane di marzo lo spread tra il rendimento del BTP a 10 anni e il benchmark tedesco ha toccato un picco di 320 punti base, spingendosi ben oltre il valore medio di circa 145 punti base registrato nei due mesi precedenti, per poi riportarsi gradualmente sui livelli osservati a inizio anno (1,22% al 30 giugno) dopo gli annunci delle misure di contrasto alla crisi.

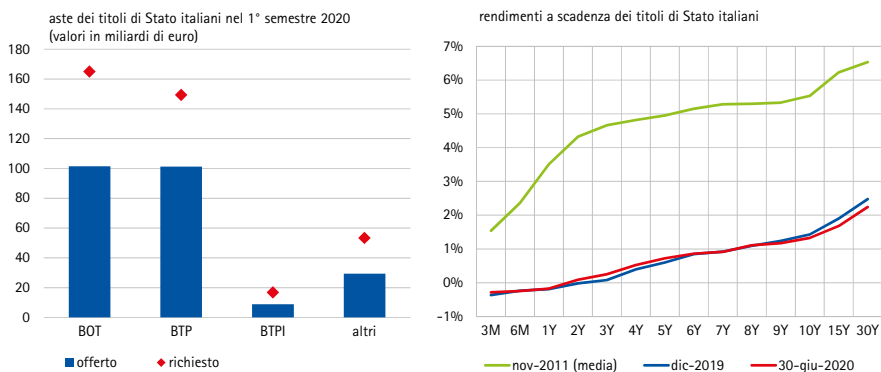
Nei prossimi mesi, anche i mercati primari potrebbero sperimentare tensioni significative a fronte delle emissioni di nuovo debito che si renderanno necessarie sia per la gestione della crisi sanitaria ed economica sia per il rifinanziamento del debito in scadenza. Per quanto riguarda il primo profilo, nel periodo gennaio-giugno 2020, le emissioni di titoli pubblici da parte dei principali paesi dell'Eurozona sono risultate complessivamente pari a 991 miliardi di euro. Di questi, 306 miliardi sono riferibili alla Francia (pari a circa il 13% del debito totale) e 284 miliardi alla Germania (15% del debito totale); seguono Italia, con 243 miliardi circa (pari all'11% del debito totale), e Spagna, con poco più di 158 miliardi (14% del debito). Per Francia e Germania le nuove emissioni sono costituite prevalentemente da titoli a breve, con scadenza entro un anno (rispettivamente 70% e 52%), a differenza di quanto osservato per Italia (dove la quota di emissioni a breve scende al 42%) e Spagna (30%). L'emissione di debito a scadenza ravvicinata aumenta il fabbisogno di rifinanziamento nel breve termine, concorrendo ad accentuare i fattori responsabili di possibili tensioni sui mercati delle obbligazioni

Fig. 48 - Nuove emissioni e struttura per scadenza del debito pubblico nei maggiori paesi dell'area euro



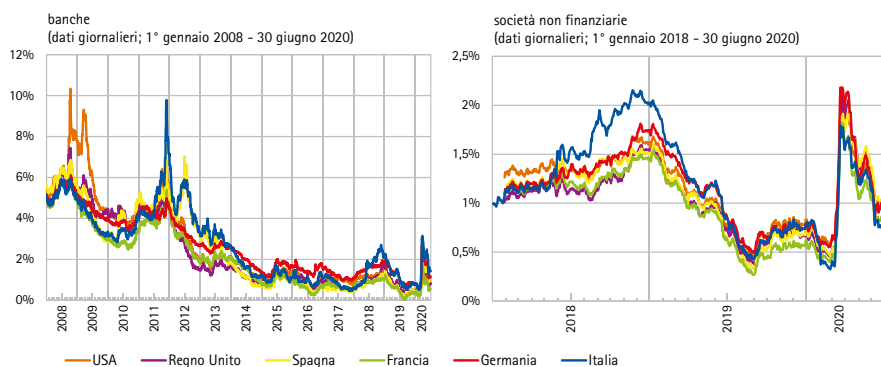
Fonte: elaborazioni su dati Eikon. L'ammontare emesso nel 2020 si riferisce ai titoli emessi e non ancora scaduti alla data del 30 giugno 2020.

Fig. 49 - Risultati delle aste di titoli pubblici italiani nel primo semestre 2020 e curva dei rendimenti a scadenza



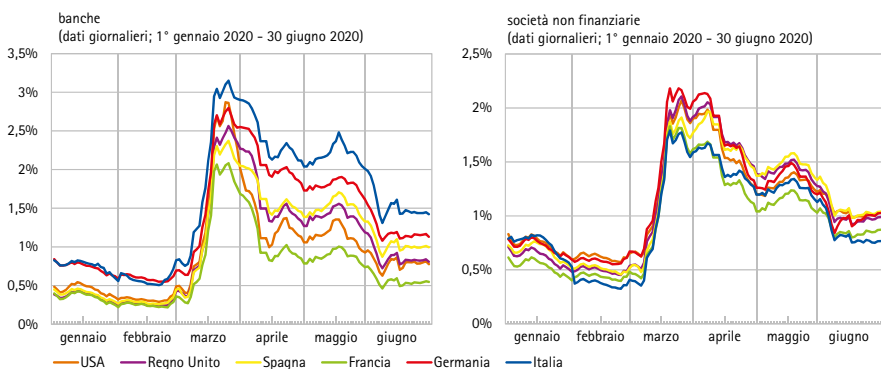
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Refinitiv Datastream.

Fig. 50 - Rendimenti a scadenza indici Markit Iboxx dei maggiori paesi avanzati



Fonte: Refinitiv Datastream.

Fig. 51 - Rendimenti a scadenza indici Markit Iboxx dei maggiori paesi avanzati nel primo semestre 2020



Fonte: Refinitiv Datastream.

governative. Al proposito si segnala che l'ammontare dei titoli pubblici in scadenza entro il 2021 è pari o superiore al 20% del debito complessivamente emesso per tutti i paesi considerati (Fig. 48).

Con riferimento all'Italia, nel primo semestre 2020 il mercato primario non ha mostrato segnali di particolare tensione, come attesta il fatto che nelle aste dei titoli di nuova emissione la domanda è stata quasi sempre sensibilmente superiore all'offerta. Indicazioni analoghe si colgono, con riferimento ai mercati secondari, dalla curva dei rendimenti dei titoli pubblici, che pur mostrando un leggero appiattimento rimane sostanzialmente allineata alla curva di fine dicembre 2019, su livelli di gran lunga inferiori a quelli osservati in occasione della crisi del debito sovrano nel 2011 (Fig. 49).

Nelle principali economie avanzate, la crisi ha avuto ripercussioni anche sui mercati secondari delle obbligazioni private, i cui rendimenti hanno segnato, nel mese di marzo, un incremento massimo di due punti percentuali. Nel secondo trimestre dell'anno si è assistito a una graduale riduzione dei rendimenti che tuttavia rimangono, a fine giugno, lievemente superiori ai livelli precedenti lo scoppio della pandemia. Gli effetti della crisi si sono manifestati in modo più significativo per le obbligazioni bancarie italiane, i cui rendimenti hanno superato i 3 punti percentuali nei periodi di maggiore tensione (Fig. 50).

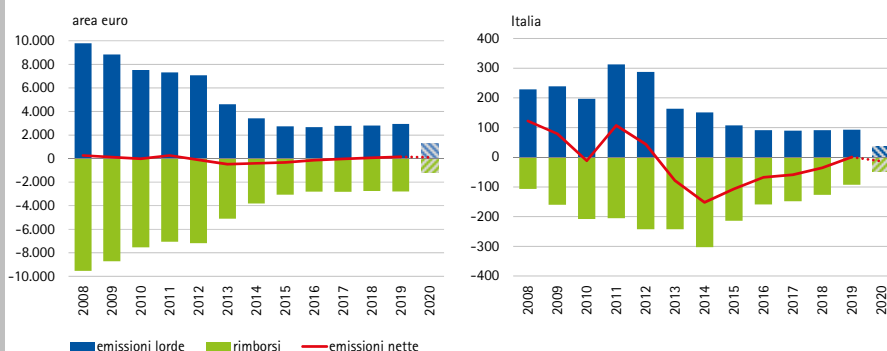
L'aumento dei premi al rischio sul debito privato riflette l'aumento del rischio di insolvenza degli emittenti, i cui fondamentali potrebbero risultare compromessi dalla crisi in corso. Secondo le stime di Banca d'Italia (2020b), a livello globale la quota di società il cui merito di credito verrà declassato da *investment grade* a *high yield* aumenterà drasticamente tra il 2020 e il 2021 (dall'1,3% al 3% del totale). Per contenere le ripercussioni negative dei *downgrade* attesi, le banche centrali delle maggiori economie avanzate hanno modificato alcuni dei criteri di ammissibilità dei titoli previsti nell'ambito di varie operazioni di rifinanziamento, includendo anche le obbligazioni che abbiano perso la qualifica di *investment grade* dopo lo scoppio della pandemia di Covid-19. In particolare, negli Stati Uniti, dove il finanziamento non bancario è tra le fonti di *funding* più importanti del settore privato, la Fed ha deciso di acquistare anche obbligazioni con rating inferiore all'*investment grade* (fino al livello BB) già a partire dalla metà di marzo 2020. In Europa, a fine aprile la BCE ha deciso di accettare in garanzia per le operazioni di rifinanziamento anche i titoli privati che abbiano perso la qualifica di *investment grade* a partire dal 7 aprile 2020 (purché il rating non scenda sotto il livello BB per le obbligazioni e BB+ per gli *asset-backed securities*).

Le ripercussioni della pandemia si sono manifestate anche sul mercato primario delle obbligazioni private. In particolare, nei primi cinque mesi dell'anno, le banche europee hanno registrato una stabilità delle emissioni obbligazionarie nette, mentre in Italia il dato è tornato a mostrare valori negativi, dopo il segnale di ripresa registrato nel 2019 (Fig. 52).

Nei primi cinque mesi dell'anno, le emissioni nette delle società non finanziarie nell'Eurozona sono risultate positive, mentre in Italia il dato continua a mantenersi su livelli negativi dal 2015 (con l'unica eccezione del 2017 quando le emissioni lorde avevano superato in misura considerevole l'ammontare dei titoli rimborsati; Fig. 53).

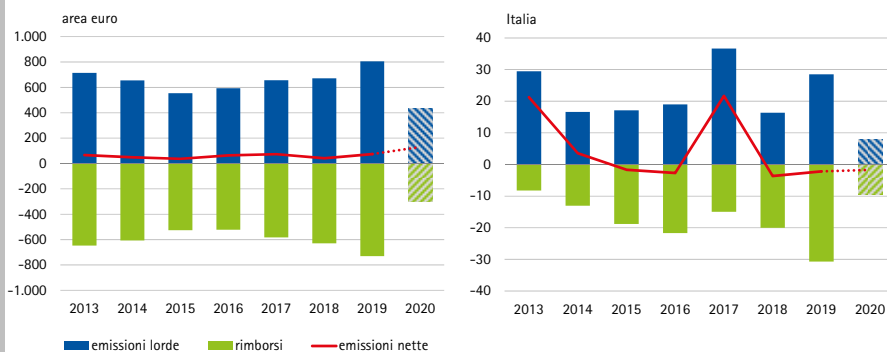
A fronte del deciso rallentamento registrato dalle emissioni obbligazionarie 'ordinarie', dallo scoppio della pandemia sono

Fig. 52 - Emissioni di obbligazioni bancarie nell'area euro e in Italia
(dati annuali; per il 2020 i dati si riferiscono ai primi cinque mesi)



Fonte: BCE.

Fig. 53 - Emissioni di obbligazioni da parte delle società non finanziarie
(dati annuali; per il 2020 i dati si riferiscono ai primi cinque mesi)



Fonte: BCE.

Riquadro 4

Le obbligazioni ‘green’ e ‘social’ negoziate sui mercati di Borsa Italiana¹

Dal mese di marzo 2017, Borsa Italiana redige un elenco di obbligazioni (Lista dei Green e Social Bonds, di seguito Lista) negoziate sui mercati MOT ed ExtraMot (incluso il segmento Pro), destinate al finanziamento di progetti che tengono in considerazione profili ambientali (cosiddetti *green bonds*) e/o sociali (cosiddetti *social bonds*) oppure una combinazione di entrambi (cosiddetti *sustainable bonds* od obbligazioni sostenibili).

Le obbligazioni possono essere ammesse con l'indicazione di *green bonds* e/o *social bonds* laddove un soggetto terzo certifichi la natura ambientale e/o sociale dei progetti finanziati con l'emissione di questi strumenti finanziari. Le emissioni di Stati o di enti sovranazionali sono inserite nella Lista su iniziativa di Borsa Italiana, mentre per le emissioni di soggetti privati l'inserimento avviene su domanda dell'emittente.

Ad aprile 2020, risultano inclusi nella Lista 95 titoli obbligazionari sostenibili, per un ammontare complessivo pari a circa 127,4 miliardi di dollari USA. Rispetto al mercato *fixed income* di Borsa Italiana, la Lista ha un peso ancora marginale sia in termini numerici (95 titoli della Lista contro oltre 2.500 titoli complessivi del mercato obbligazionario) sia per controvalori scambiati (pari allo 0,3% circa del totale).

La maggiore parte delle obbligazioni sono *green* (45, ossia il 47% circa) oppure *sustainable* (44, ossia il 46% circa), mentre solo 6 titoli rientrano nella categoria dei *social bonds* (7%).

I titoli *sustainable* sono emessi prevalentemente da enti sovranazionali (in 41 casi), mentre i *green bonds* hanno una composizione maggiormente differenziata (il 36% sono titoli *corporate*, il 18% è rappresentato da titoli di Stato esteri, il 36% è riferibile a enti sovranazionali, mentre il restante 10% è costituito da 5 obbligazioni emesse da società finanziarie).

I *green bonds corporate* sono emessi principalmente da *utilities* con sede legale in Italia. Tra i *social bonds*, si ricordano due titoli emessi da Cassa Depositi e Prestiti ad aprile 2020 destinati a sostenere le piccole e medie imprese italiane colpite dall'emergenza Covid-19 e fornire supporto agli enti pubblici e alle comunità locali nell'attuazione di misure che possano rafforzare il sistema sanitario locale ('Covid-19 Social Response Bond'). Le emissioni, per un ammontare complessivo pari a un miliardo di euro circa, sono suddivise in due tranches con scadenza, rispettivamente, 2023 e 2027. Tali obbligazioni hanno un lotto minimo pari a 100 mila euro e hanno una struttura *plain vanilla* a tasso fisso con coupon pari rispettivamente a 1,5%, per l'obbligazione a scadenza maggiormente ravvicinata, e 2%. I titoli sono quotati su ExtraMot Pro, MTS Bondvision e Luxembourg Stock Exchange.

¹ A cura di Maria Giovanna Altamura, Monica Gentile, Kristine Ragusa.

umentate invece le emissioni dei cosiddetti *social bonds* e *sustainability bonds*³⁶: alcuni analisti stimano per il primo trimestre 2020 un incremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente pari al 69%, corrispondente a un ammontare complessivo di oltre 25 miliardi di dollari³⁷. Tale fenomeno, in parte legato all'esigenza di raccogliere fondi per la gestione dell'emergenza sanitaria in atto, come accaduto in Italia (Riquadro 4), si inserisce nell'ambito del processo di sviluppo degli investimenti sostenibili già in atto da tempo e che l'esperienza della pandemia potrebbe accelerare aumentando la sensibilità degli investitori al rischio biologico e al rischio climatico³⁸.

7 Vulnerabilità e rischi per le società non finanziarie quotate³⁹

Per valutare la possibile portata della pandemia e del *lockdown* sulle società non finanziarie quotate è utile effettuare una ricognizione delle condizioni reddituali, finanziarie e patrimoniali preesistenti. Le conseguenze economiche del Covid-19 agiscono, direttamente o indirettamente, sulla domanda e quindi sui ricavi, sul fabbisogno di liquidità e sulle condizioni di accesso al finanziamento esterno, ponendo criticità che le imprese più robuste potranno affrontare meglio di quelle più vulnerabili. Le analisi che seguono tracciano un confronto tra le società non finanziarie domestiche quotate e le maggiori controparti europee, identificandone le maggiori debolezze.

Al sopraggiungere dell'epidemia, le imprese non finanziarie quotate europee si presentavano già provate da una flessione del tasso di crescita dei ricavi che nel triennio 2017-2019 è calato dall'8% al 4% per le società dell'area euro e dal 6% al 2% per le imprese italiane quotate sul mercato telematico azionario (MTA). I costi operativi appaiono in flessione soprattutto per le imprese italiane, in linea con il più accentuato rallentamento del fatturato. Sulla base delle stime disponibili alla fine del secondo trimestre 2020, il *consensus* degli analisti prevede una significativa contrazione rispetto al 2019 del tasso di crescita annuale del fatturato, che per le società italiane si porterebbe su valori negativi (-2%; Fig. 54).

36 I *social bonds* sono tipicamente titoli di debito finalizzati a raccogliere fondi per progetti di rilevanza sociale, quali ad esempio il potenziamento del settore sanitario, e si distinguono dai *green bonds*, legati invece al finanziamento di progetti con determinate caratteristiche di sostenibilità ambientale. I *sustainability bond* si propongono invece di finanziare progetti sociali che siano al contempo sostenibili dal punto di vista ambientale.

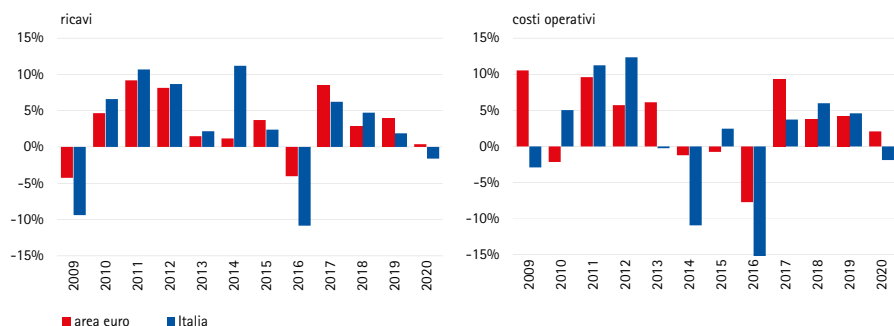
37 Si veda HSBC Global Research (2020), disponibile al sito <https://www.gbm.hsbc.com/insights/global-research/sustainable-bonds-tackle-covid19-impact>.

38 Moodys' stima che nel 2020 le emissioni di *green*, *social* e *sustainability bonds* possano raggiungere complessivamente i 400 miliardi di dollari (a fronte di circa 300 miliardi nel 2019), di 300 miliardi riferibili a *green bonds*, 25 a *social* e 75 a *sustainability bonds* (https://www.moodys.com/research/Moodys-Green-social-and-sustainability-bond-issuance-to-jump-24--PBC_1212910).

39 Le evidenze del paragrafo si riferiscono a un campione di 240 società rappresentate dall'indice EuroStoxx Eurozone ex financials (codice Bloomberg SXXNFE). Tale indice è un sottoinsieme dell'indice EuroStoxx Eurozone (SXXE), che include le maggiori imprese di 11 paesi dell'area euro, e che a sua volta è un sottoinsieme dell'indice EuroStoxx600 Europe (SXXP), che include le 600 maggiori imprese europee. Il campione delle società italiane include le quotate non appartenenti al settore finanziario (circa 190 a metà 2020).

Fig. 54 - Ricavi e costi operativi delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia

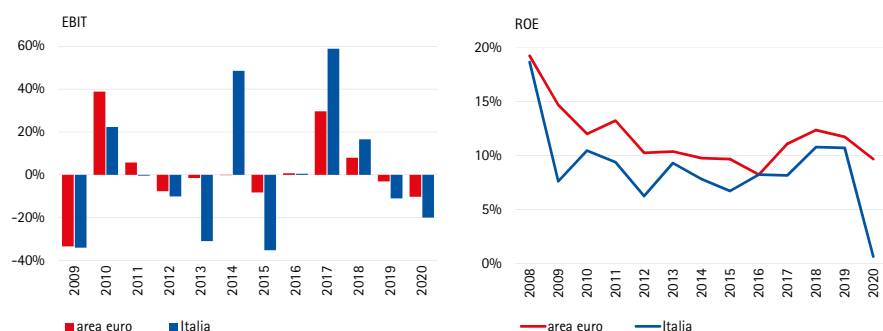
(dati annuali; variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Il dato per il 2020 è stimato.

Fig. 55 - Redditività delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia

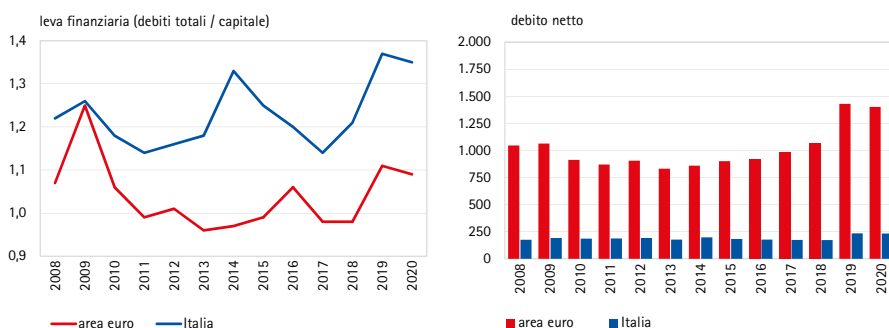
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Il grafico di sinistra riporta le variazioni percentuali dell'EBIT rispetto all'anno precedente. Il grafico di destra è in valori percentuali. Il dato per il 2020 è stimato.

Fig. 56 - Leverage delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia

(dati annuali; valori monetari in miliardi di euro)



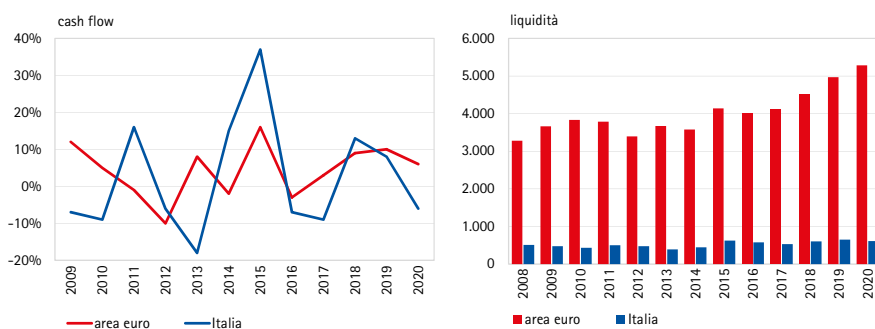
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Il dato per il 2020 è stimato.

Agli inizi di giugno 2020, la debolezza del quadro congiunturale e l'incertezza delle prospettive economiche hanno dato impulso a una revisione al ribasso delle proiezioni della redditività delle imprese quotate europee, per le quali prima della crisi ci si attendeva un'inversione di tendenza rispetto alla bassa crescita registrata nel 2019. In particolare, gli analisti concordano su un più accentuato rallentamento del tasso di crescita del margine operativo (qui rappresentato dall'EBIT), che dovrebbe contrarsi nel 2020 di 10 punti percentuali per le società europee (-3% nel 2019) e 20 punti percentuali per le imprese italiane (-10% nel 2019). In linea con la dinamica dell'EBIT, nel 2020 il *return on equity* (ROE), già in stallo nell'anno precedente, si porterebbe al 10% per le società europee (dal 12% nel 2019) e all'1% per le imprese italiane (11% nel 2019; Fig. 55).

Con riferimento alla struttura finanziaria, dopo una fase di riduzione dell'incidenza dei debiti totali sul capitale alquanto evidente fino al 2018, nell'ultimo biennio la leva finanziaria delle imprese italiane e, in misura inferiore, delle società europee ha mostrato una inversione di tendenza in termini aggregati, che ha verosimilmente riflesso anche il perdurare del basso livello dei tassi d'interesse sui prestiti bancari. Il dato provvisorio atteso per il 2020 appare sostanzialmente in linea con i livelli dell'anno precedente (Fig. 56).

L'evoluzione futura dell'indebitamento delle imprese dipenderà anche da sopravvenute esigenze di liquidità, che le società potrebbero trovarsi ad affrontare per effetto della contrazione dei ricavi, solo parzialmente compensata dalla compressione dei costi variabili (la cui incidenza sui costi totali è variabile tra settori di attività). La dinamica, sia passata sia attesa, della liquidità (consistenze di cassa e attività facilmente liquidabili a fine anno) vede le società italiane più vulnerabili dei *competitors* europei. Mentre questi ultimi, infatti, negli anni precedenti hanno sperimentato una crescita costante della liquidità, che dovrebbe continuare anche nel 2020 sebbene a un tasso inferiore (6% *versus* il 10% nel 2019), per le imprese italiane si stima una diminuzione (-6% a fronte di +8% nel 2019). L'evoluzione della componente della liquidità legata ai flussi di cassa operativi è comunque simile per le imprese italiane ed europee, che dopo aver registrato negli ultimi anni tassi di crescita positivi, dovrebbero sperimentare un calo per l'anno in corso (Fig. 57).

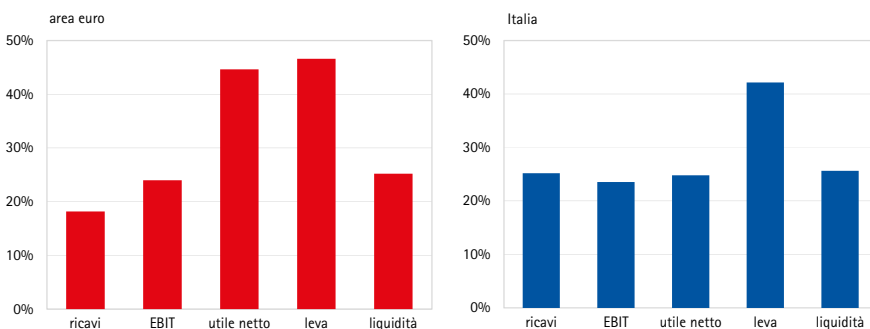
Fig. 57 - Flussi di cassa e liquidità delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia
(dati annuali; variazioni percentuali rispetto all'anno precedente; valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Il dato per il 2020 è stimato.

Un'indicazione sulla vulnerabilità delle imprese si può evincere dal grado di deterioramento delle condizioni reddituali e finanziarie nel corso degli anni. Nel confronto tra i dati a fine 2019 e la media degli ultimi 10 anni, le società europee e quelle italiane appaiono in una posizione nel complesso simile, salvo alcune eccezioni che riflettono le peggiori condizioni di partenza. In particolare, in circa un quarto dei casi, ricavi, EBIT e liquidità a fine 2019 risultano inferiori alla media decennale per entrambi i gruppi di società, mentre le evidenze relative alla redditività e alla leva finanziaria appaiono migliori per le società italiane che nell'ultimo anno hanno visto un peggioramento rispettivamente nel 25% e nel 42% dei casi, a fronte del 45% e del 57% circa rilevato per le imprese europee (Fig. 58).

Fig. 58 - Vulnerabilità delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia a fine 2019
(quota di società che presentano indicatori peggiori della propria media decennale)



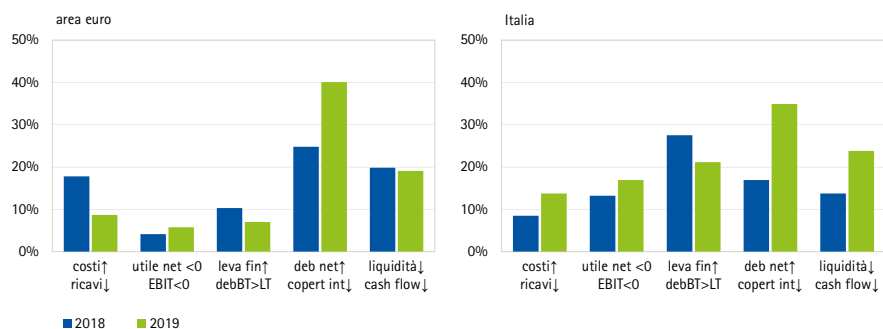
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Se si passa a considerare la quota di società che presentano allo stesso tempo due o più elementi di vulnerabilità, le imprese italiane appaiono in una posizione di svantaggio, connotandosi per una percentuale maggiore di contestuale ricorrenza di elementi di debolezza rispetto a indicatori fondamentali concernenti redditività, struttura finanziaria e liquidità e, soprattutto, in peggioramento rispetto all'anno precedente. Ad esempio, mentre fra il 2018 e il 2019 si è sostanzialmente dimezzata

la quota di società europee che hanno registrato un aumento dei costi operativi accompagnato da una riduzione dei ricavi (dal 18% al 9% circa), il medesimo dato risulta essere invece aumentato per le imprese italiane (dall'8,5% al 14% circa). Per quanto riguarda il deterioramento della liquidità e dei flussi di cassa operativi, inoltre, la percentuale resta all'incirca stabile per le società europee (oscillando attorno al 19%), mentre aumenta per le italiane (dal 14% al 25% circa; Fig. 59).

Fig. 59 – Vulnerabilità congiunte delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia

(dati di fine periodo)

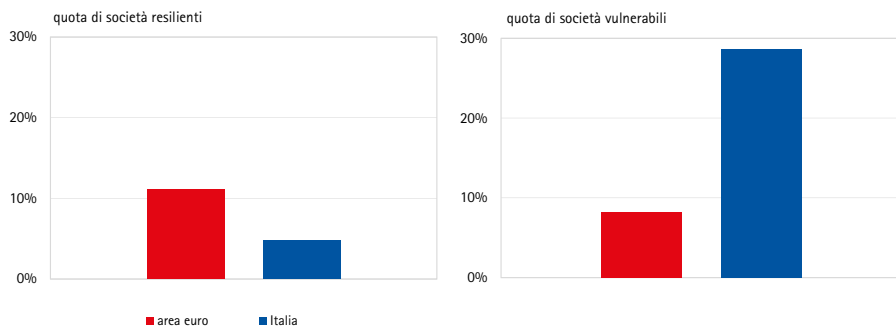


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Al fine di sintetizzare in modo intuitivo le indicazioni che emergono dalle precedenti analisi dei fattori di vulnerabilità, può essere utile fare riferimento a un indicatore di scoring sintetico sviluppato da Bloomberg sulla base della letteratura in

materia (Piotroski, 2000). Partendo da redditività, struttura finanziaria e liquidità, lo score consente di classificare le imprese a seconda del numero di indicatori di robustezza soddisfatti. La percentuale di società europee che soddisfano contestualmente tutti i criteri di robustezza è pari all'11%, più che doppia rispetto alla analoga quota di società domestiche (5%). Viceversa, la percentuale di imprese italiane che presentano contestualmente più elementi di debolezza è pari al 29%, significativamente più elevata rispetto al dato europeo (8%; Fig. 60).

Fig. 60 – Indice sintetico di vulnerabilità delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Le società sono classificate sulla base di uno score calcolato con riferimento a tre fattori: redditività, struttura finanziaria e liquidità. Per la redditività, si considerano la variazione dei ricavi e il segno (positivo/negativo) di EBIT e utile netto; per la struttura finanziaria, si considerano il rapporto fra debito a lungo termine e attivo e il rapporto fra attività e passività correnti (*current ratio*); per la liquidità, si considera la generazione di cash flow operativo. Per costruzione, lo score è superiore a 7 se le imprese soddisfano contestualmente tutti i parametri di robustezza considerati, mentre un valore pari o inferiore a 2 segnala una situazione di vulnerabilità.

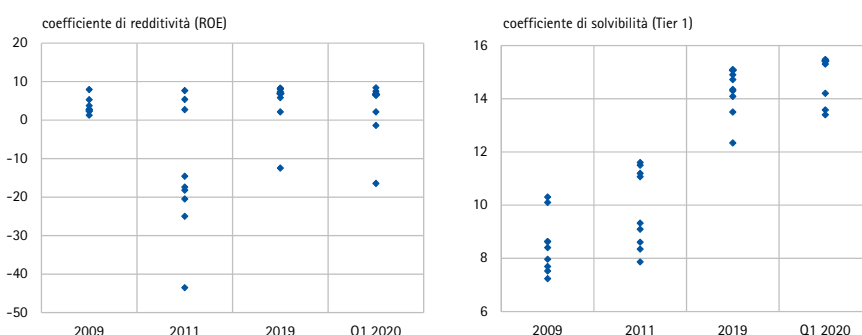
8 Vulnerabilità e rischi per le banche⁴⁰

Nell'ultimo decennio il settore bancario ha subito a livello globale le pesanti conseguenze della crisi finanziaria del 2008. Gli istituti di credito europei, inoltre, hanno dovuto affrontare la successiva crisi del debito sovrano, che ha rappresentato un'ulteriore dura prova, soprattutto per le banche dei paesi con maggiori squilibri nei conti pubblici. Da allora, gli enti creditizi hanno migliorato in modo significativo la qualità degli attivi e hanno effettuato molteplici operazioni di ripatrimonializzazione, anche su impulso del nuovo sistema di vigilanza europeo. Nel complesso, quindi, le banche affrontano la crisi innescata dal Covid-19 da una posizione di maggiore resilienza rispetto a quella precedente le crisi passate. Non mancano, tuttavia, fattori di vulnerabilità che, con il protrarsi della crisi e l'eventuale insufficienza di misure pubbliche di sostegno all'economia, potrebbero agire da ostacolo alla ripresa.

8.1 La redditività e la solidità patrimoniale

Negli anni successivi gli eventi del 2008 e del 2011, le banche italiane hanno innalzato l'ammontare e la qualità del patrimonio rispetto ai livelli pre-crisi, in linea con le tendenze osservate per gli istituti di credito dei maggiori paesi europei. Con riguardo all'adeguatezza patrimoniale, le maggiori banche domestiche hanno registrato un innalzamento dei coefficienti di solvibilità in media di circa due punti percentuali. Secondo le analisi di Banca d'Italia (2020a), a dicembre 2019 il livello medio di *common equity tier 1* delle banche domestiche significative (ossia quelle sottoposte alla vigilanza BCE) si è collocato al 13,9% delle attività ponderate per il rischio, valore quasi doppio rispetto a quello registrato a fine 2007. Sul piano reddituale, tuttavia, non sono sopravvenuti miglioramenti significativi. All'incremento di efficienza connesso ai crescenti sforzi di riduzione dei costi, corrisponde una persistente debolezza dei ricavi derivanti dalla tradizionale attività di intermediazione creditizia (margine di interesse), correlata ai livelli estremamente bassi dei tassi di interesse registrati negli ultimi dieci anni (Fig. 61).

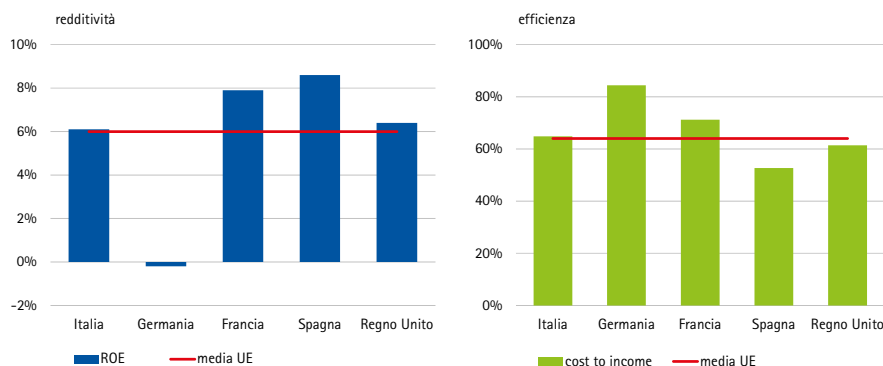
Fig. 61 – Redditività e patrimonializzazione delle maggiori banche italiane



Fonte: elaborazioni su dati riportati nei bilanci consolidati relativi ai primi otto gruppi bancari italiani per totale attivo.

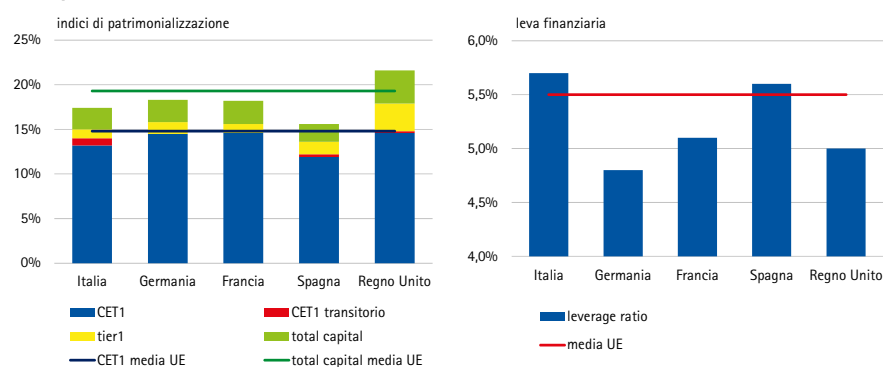
40 Nella presente sezione i dati di fonte BCE si riferiscono all'intero sistema bancario del paese considerato, mentre i dati di fonte EBA si riferiscono a 127 banche di 27 Stati dell'Unione europea e altri Stati dello Spazio Economico Europeo sottoposte all'esercizio EU-wide Transparency Exercise. Il campione è costituito: per l'Italia da 11 banche (rappresentative dell'83% del sistema bancario per totale attivo); per la Germania da 17 banche (48%); per la Francia 10 banche (88%); per la Spagna da 12 banche (91%); per il Regno Unito da 6 banche (55%).

Fig. 62 – Reddittività ed efficienza delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Fig. 63 – Patrimonializzazione e leverage delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Nonostante la debolezza reddituale, a fine 2019 sia il ROE sia il *cost-to-income ratio* (misura di efficienza operativa) dei maggiori gruppi bancari italiani hanno esibito valori in linea con la media europea (Fig. 62).

Al contrario, nonostante i miglioramenti degli ultimi anni, l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane risulta ancora inferiore alla media europea, considerando sia il requisito prudenziale più stringente (ossia il *common equity tier 1 ratio* o *CET1*, che a fine 2019 si colloca al 13,2% delle attività ponderate per il rischio rispetto a una media europea prossima al 15%) sia il coefficiente più ampio (ossia il *total capital ratio*, pari al 17,4% a fronte di una media europea superiore al 19%). La leva finanziaria (ossia il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio) si attesta invece a livelli solo marginalmente superiori alla media europea (Fig. 63).

A marzo 2020 la BCE ha rivolto ai gruppi significativi la raccomandazione di destinare gli utili al rafforzamento dei mezzi propri, astenendosi dalla distribuzione di dividendi, almeno fino al 1° ottobre 2020. Tale misura contribuirà verosimilmente a contenere possibili impatti negativi della crisi sulla solidità patrimoniale degli istituti di credito.

8.2 La qualità dell'attivo

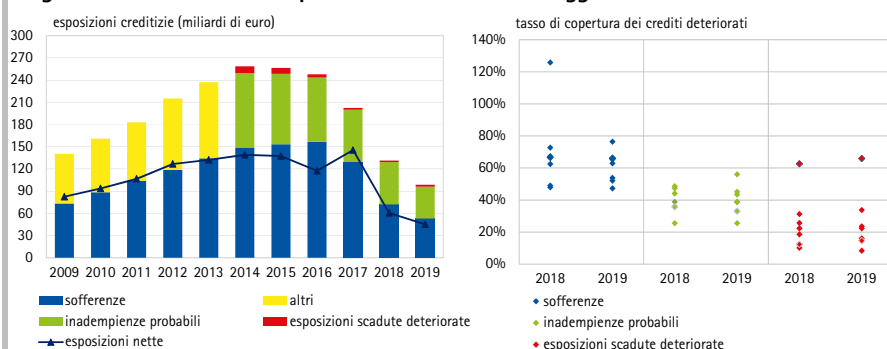
Nel corso degli ultimi anni le banche italiane hanno realizzato una profonda ricomposizione dell'attivo, innalzandone la qualità. Tale risultato è riferibile, anzitutto, alla significativa riduzione dell'ammontare di crediti in portafoglio *non-performing* (NPL), a seguito di politiche di gestione del rischio più stringenti e di numerose operazioni di cessione di parte delle consistenze di crediti problematici accumulate nel tempo. In particolare, per i maggiori gruppi bancari italiani per totale attivo i crediti dubbi rappresentavano, a fine 2019, il 3,2% del totale (al netto delle rettifiche), dato di gran lunga inferiore al picco del 9,8% registrato a fine 2015 (Fig. 64).

Considerato nel suo complesso, tuttavia, nel confronto con gli istituti esteri il sistema bancario italiano continua a caratterizzarsi per una più elevata incidenza dei crediti deteriorati sul totale, pari a fine 2019 al 6,7% (al lordo delle rettifiche) a fronte di una media europea del 2,7%. Viceversa, il tasso di copertura degli NPL risulta pari al 54% circa, significativamente superiore al dato medio europeo prossimo al 45% (Fig. 65).

La qualità degli attivi bancari dipende anche dalla quota di titoli pubblici (in particolare domestici) detenuti in portafoglio, che in occasione della crisi del debito sovrano si era rivelata una fonte di vulnerabilità. A fine 2019 le maggiori banche italiane detenevano titoli pubblici per un ammontare pari a quasi il 14% del totale attivo, a fronte di una media europea pari al 12% circa. I titoli pubblici domestici rappresentavano il 7,4% del totale attivo rispetto alla media europea di poco superiore al 5% (Fig. 66). Gran parte dei titoli di Stato domestici presenti nel portafoglio degli istituti italiani è rilevata in bilancio al costo ammortizzato, ossia sulla base di un criterio di valutazione che consente di mitigare l'impatto sull'attivo delle fluttuazioni dei prezzi sul mercato secondario.

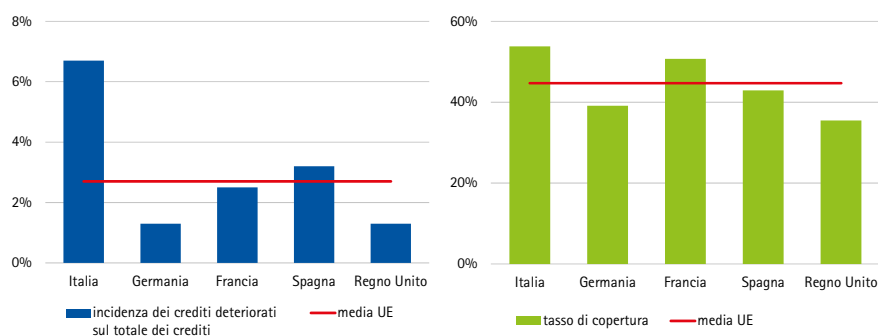
Un altro fattore determinante per la qualità degli attivi degli istituti di credito è riferibile alle attività finanziarie diverse da crediti e titoli di debito sovrano presenti in portafoglio. Nel confronto europeo, le banche italiane

Fig. 64 - Andamento della qualità del credito delle maggiori banche italiane



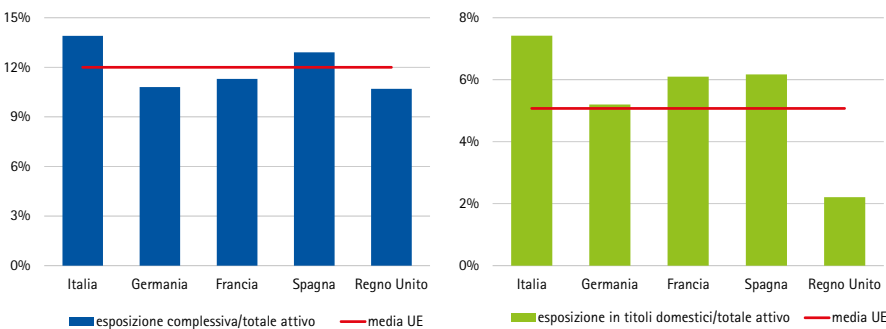
Fonte: elaborazioni su dati contenuti nei bilanci consolidati relativi ai primi otto gruppi bancari italiani per totale attivo. A partire dal 1° trimestre 2015 trova applicazione la nuova nozione di attività deteriorate adottata dalla Banca d'Italia nell'aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare 272 'Matrice dei Conti', in seguito al recepimento delle nuove definizioni di *non-performing exposures* (NPE) introdotte dalle norme tecniche di attuazione relative alle segnalazioni statistiche di vigilanza consolidate, armonizzate e definite dall'Autorità bancaria europea e approvate dalla Commissione europea il 9 gennaio 2015. Conseguentemente, i crediti deteriorati sono stati ripartiti nelle seguenti categorie: sofferenze; inadempimenti probabili; esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate; le nozioni di esposizioni incagliate e di esposizioni ristrutturate sono state ricondotte all'aggregato inadempimenti probabili, ad eccezione degli incagli oggettivi inseriti tra le esposizioni scadute e/o deteriorate.

Fig. 65 - Qualità del credito delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



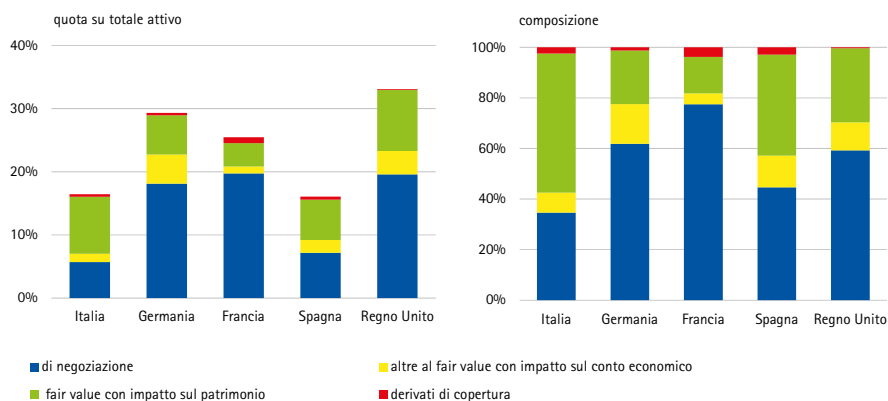
Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Fig. 66 - Titoli pubblici detenuti dalle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



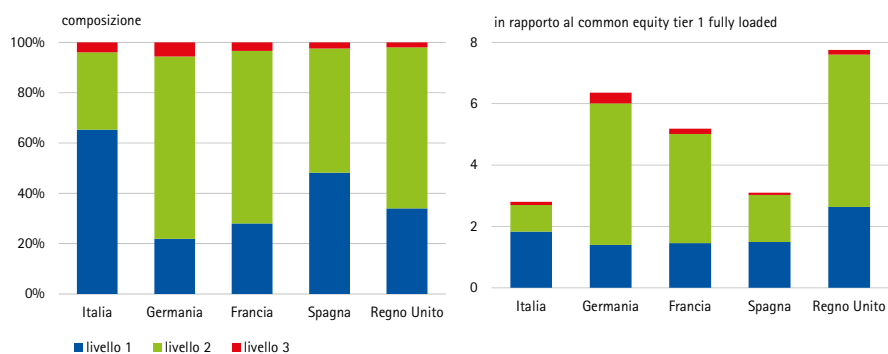
Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Fig. 67 – Attività finanziarie al *fair value* delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Fig. 68 – Gerarchia del *fair value* delle attività finanziarie delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

continuano a caratterizzarsi per una più bassa incidenza sul totale attivo delle attività finanziarie iscritte in bilancio al *fair value* (16% a fronte di valori prossimi o superiori al 30% per le banche tedesche e inglesi e pari al 25% per le banche francesi; Fig. 67). Per oltre il 50% di tali attività, inoltre, le variazioni di *fair value* non determinano un impatto immediato sul conto economico ma vengono iscritte in una riserva di patrimonio, circostanza questa che garantisce una maggiore stabilità reddituale a fronte di oscillazioni dei prezzi di mercato.

Il 65% delle attività finanziarie delle banche italiane è rappresentato da titoli quotati su mercati attivi, ossia titoli liquidi per i quali la determinazione del *fair value* da iscrivere in bilancio si fonda sui prezzi di mercato (*fair value* di livello 1). Per le controparti estere i titoli di livello 1 sono una componente di gran lunga meno rilevante (il dato si attesta al 22% delle attività finanziarie per la

Germania e al 48% per la Spagna), essendo prevalenti le attività finanziarie illiquide non quotate su mercati attivi, per le quali il *fair value* viene determinato tramite metodi caratterizzati da un grado di discrezionalità maggiore di quello riscontrabile per la valutazione delle attività di livello 1 (ossia modelli *mark-to-model*, basati su prezzi quotati in mercati attivi per strumenti simili – titoli *fair value* di livello 2 – ovvero sulla base di input non osservabili sul mercato – *fair value* di livello 3). Per le banche italiane, inoltre, le attività finanziarie sono complessivamente pari a meno di tre volte il CET1, ossia il capitale di migliore qualità, a fronte di valori superiori a cinque, sei e prossimi a otto volte rispettivamente per le banche francesi, tedesche e inglesi (Fig. 68).

Il credito al settore privato

A partire dal 2007, l'Italia ha sperimentato una significativa contrazione del peso del credito bancario alle imprese sull'attivo delle banche, se si eccettuano temporanee inversioni di tendenza che comunque non ne hanno riportato il valore sui

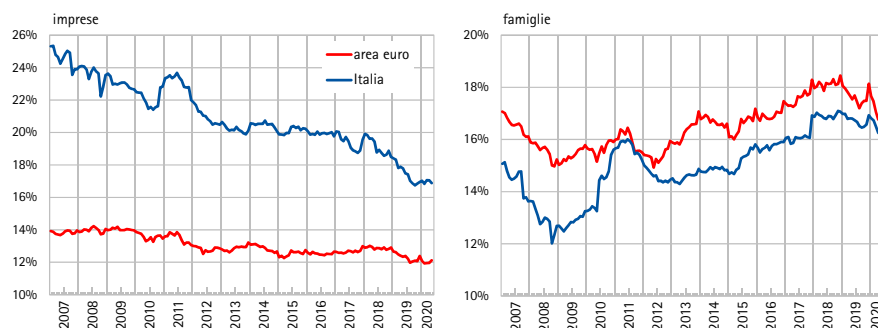
livelli precedenti alla crisi finanziaria globale. A fine 2019, comunque, l'incidenza dei crediti alle imprese sul totale attivo delle banche italiane (pari a circa il 17%) rimane significativamente più elevata del dato medio riferito alle controparti europee (12%). Il divario è invece meno rilevante con riguardo ai crediti alle famiglie (Fig. 69).

Tra le misure di contrasto alla crisi adottate in ambito sia domestico sia internazionale si annoverano i provvedimenti di sostegno all'accesso al credito bancario, tesi a prevenire fenomeni di razionamento che avrebbero effetti recessivi sull'attività economica.

In Italia, tali misure (Riquadro 5) hanno favorito, nel primo semestre dell'anno, un repentino incremento del tasso di crescita dei prestiti alle imprese, interrompendo il trend negativo registrato a partire dal 2012. Analoga tendenza si osserva nell'area euro, dove il credito al settore produttivo era tornato ad aumentare fin dal 2016. Viceversa i ritmi di espansione del credito alle famiglie hanno sperimentato una battuta di arresto, più pronunciata in Italia rispetto all'area euro (Fig. 70).

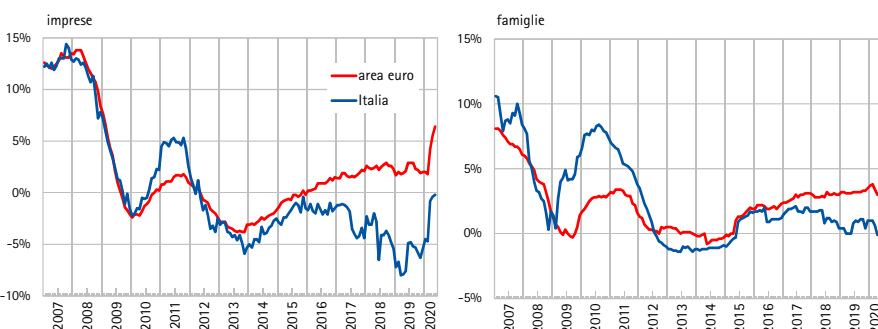
Gli indicatori rilevati nell'ambito dell'Indagine sul credito bancario della BCE mostrano in Italia un deciso miglioramento delle condizioni di accesso ai prestiti da parte delle imprese, sia grandi sia medio-piccole, a fronte di un lieve irrigidimento nell'area euro (Fig. 71).

Fig. 69 - Peso sul totale attivo dei crediti bancari a imprese e famiglie
(dati mensili; gennaio 2007 - maggio 2020; valori in percentuale del totale attivo)



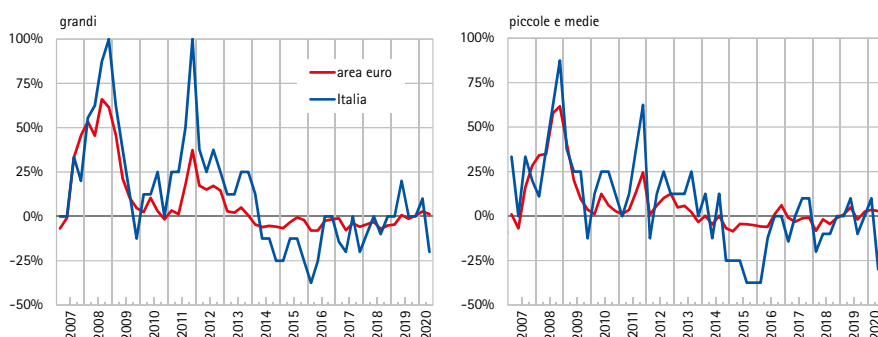
Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Fig. 70 - Tasso di crescita del credito a imprese e famiglie
(dati mensili; gennaio 2007 - maggio 2020)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Fig. 71 - Indicatori di accesso al credito bancario da parte delle imprese nell'area euro e in Italia
(dati trimestrali; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: BCE Bank lending survey. L'indicatore mostra la percentuale di banche che hanno segnalato un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito al netto della quota di banche che hanno segnalato un allentamento. Per l'area euro l'indicatore è calcolato come media ponderata.

Riquadro 5

Le misure a sostegno del credito

Le misure varate dal Governo per sostenere famiglie e imprese a fronte dell'emergenza in atto (di cui al decreto legge 18/2020 del 17 marzo e al decreto legge 23/2020 dell'8 aprile) determineranno un incremento dei finanziamenti al settore privato assistiti da un sistema pubblico di garanzia.

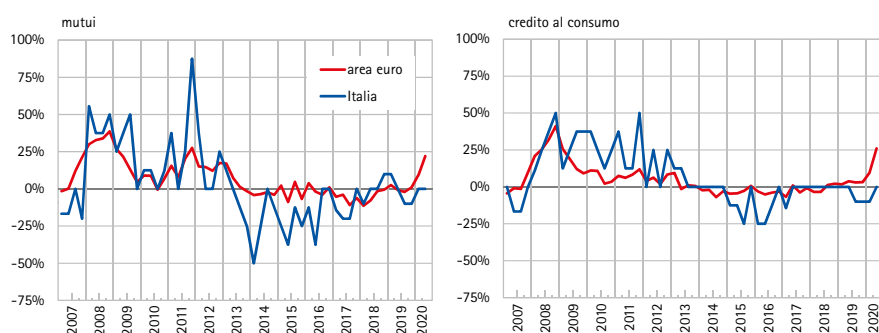
A tali misure inoltre si è affiancata l'attivazione di diverse moratorie su iniziativa privata, ossia la moratoria dell'ABI e quelle di singoli istituti di credito finalizzate a sospendere o allungare le scadenze dei finanziamenti concessi a micro, piccole e medie imprese danneggiate dall'emergenza epidemiologica.

Il Comitato di Basilea e l'EBA hanno precisato inoltre che l'adesione di un debitore alle diverse moratorie avviate in risposta alla crisi (da quelle introdotte dal legislatore a quelle promosse da una parte del sistema bancario) non comporta necessariamente la riclassificazione del credito tra le esposizioni oggetto di concessione o tra i crediti deteriorati e che, a livello contabile, non determina automaticamente un incremento del rischio di credito.

Il Consiglio di vigilanza della BCE ha infine stabilito un allentamento dei requisiti prudenziali relativi a patrimonio e liquidità per le banche sottoposte alla vigilanza diretta al fine di sostenere i finanziamenti bancari al settore privato (si vedano 'ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus', comunicato stampa del 12 marzo 2020, e 'ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus', comunicato stampa del 20 marzo 2020).

Fig. 72 - Indicatori di accesso al credito bancario da parte delle famiglie nell'area euro e in Italia

(dati trimestrali; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



Fonte: BCE Bank lending survey. L'indicatore mostra la percentuale di banche che hanno segnalato un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito al netto della quota di banche che hanno segnalato un allentamento. Per l'area euro l'indicatore è calcolato come media ponderata.

Nel secondo trimestre del 2020 l'accesso al credito ha invece subito un peggioramento per le famiglie, più marcato nell'Eurozona, con riferimento sia ai mutui ipotecari sia al credito al consumo (Fig. 72).

Dal lato della domanda, la richiesta di credito bancario da parte delle imprese dell'area euro è cresciuta notevolmente, in linea con l'incremento delle esigenze di liquidità sperimentato per effetto

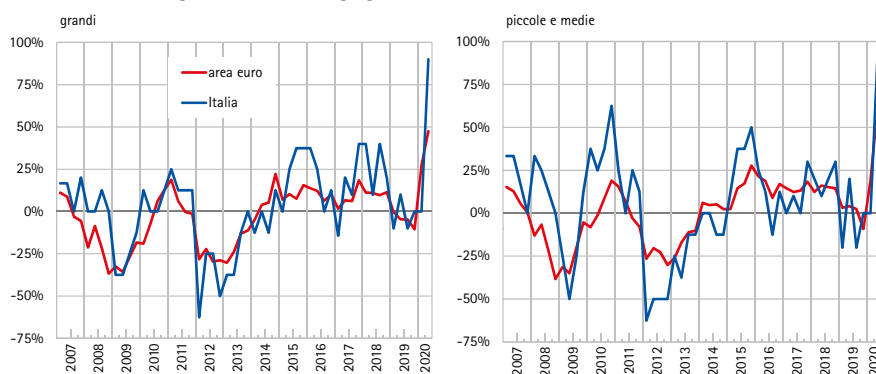
del *lockdown*. Il fenomeno è più marcato nel contesto domestico, dove nel secondo trimestre dell'anno la quota netta di banche che ha segnalato un aumento è risultata pari al 90% a fronte di poco meno del 50% degli istituti europei (Fig. 73).

Al contrario, la domanda di credito bancario da parte delle famiglie ha visto un calo significativo, per la prima volta dal 2014, con riferimento sia ai mutui per l'acquisto di abitazioni sia al credito al consumo (Fig. 74).

8.3 La composizione del passivo

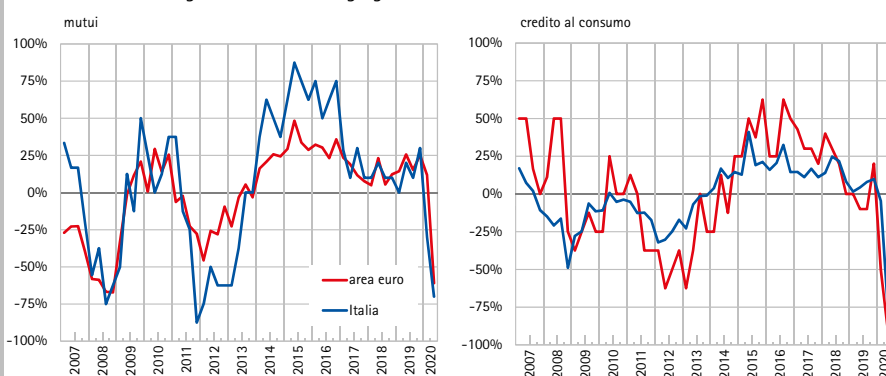
A partire dal 2012 gli istituti di credito europei hanno operato una drastica ricomposizione delle fonti di raccolta, riducendo il peso delle emissioni obbligazionarie e privilegiando la fonte più stabile rappresentata dai depositi. Il processo è risultato più accentuato per le banche italiane, le cui emissioni obbligazionarie a maggio 2020 pesavano sul totale dell'attivo per il 7,5% circa (dal 23% circa a fine 2012) rispetto al 10% riferibile alle banche dell'area euro, mentre i depositi della clientela (ossia quelli ascrivibili esclusivamente a società non finanziarie e famiglie) risultavano pari al 39% dell'attivo (dal 26% a fine 2012) rispetto al 31% registrato dagli istituti dell'area euro (Fig. 75).

Fig. 73 - Domanda di credito bancario da parte delle imprese nell'area euro e in Italia
(dati trimestrali; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



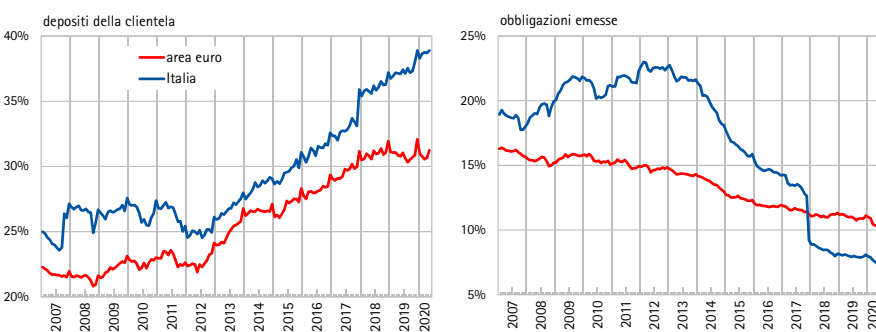
Fonte: BCE Bank lending survey. L'indicatore mostra la percentuale di banche che hanno segnalato un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito al netto della quota di banche che hanno segnalato un allentamento. Per l'area euro l'indicatore è calcolato come media ponderata.

Fig. 74 - Domanda di credito bancario da parte delle famiglie nell'area euro e in Italia
(dati trimestrali; 1° gennaio 2007 - 30 giugno 2020)



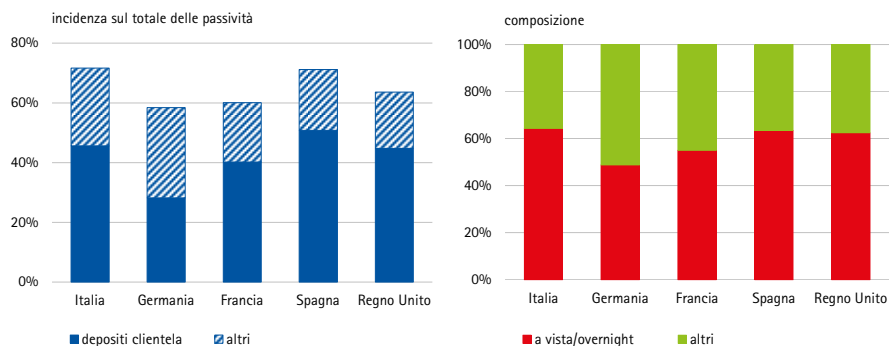
Fonte: BCE Bank lending survey. L'indicatore mostra la percentuale di banche che hanno segnalato un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito al netto della quota di banche che hanno segnalato un allentamento. Per l'area euro l'indicatore è calcolato come media ponderata.

Fig. 75 - Andamento della raccolta bancaria
(dati mensili; gennaio 2007 - maggio 2020; valori in percentuale del totale attivo)



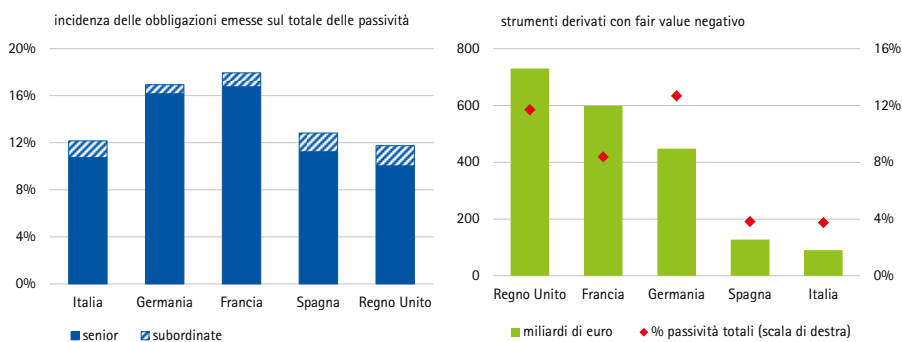
Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Fig. 76 - Depositi delle maggiori banche europee a fine 2019
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Fig. 77 - Obbligazioni emesse e derivati passivi delle maggiori banche europee a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

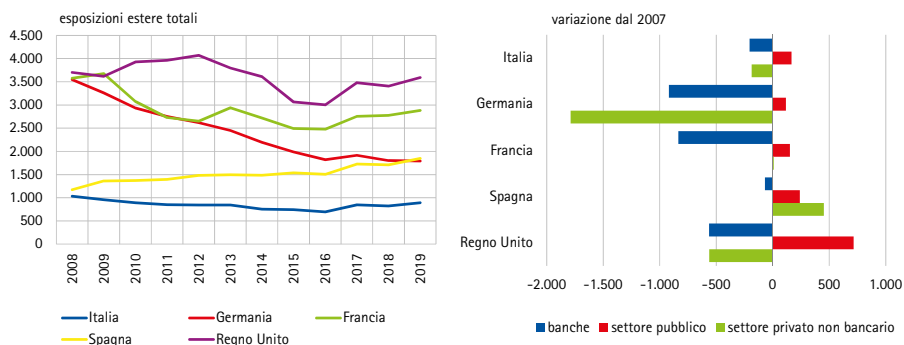
La quota di depositi della clientela sul totale delle passività risulta ancora più elevata per il sotto-insieme delle banche di maggiori dimensioni, attestandosi tra il 40% e il 51% rispettivamente in Francia e in Spagna e al 46% in Italia. Fa eccezione la Germania, per la quale il dato si ferma al 28% (Fig. 76).

Le obbligazioni emesse dalle banche di maggiori dimensioni pesano sul totale delle passività per il 12% (di cui 1% riferibile a titoli subordinati) nel caso italiano e per valori superiori al 16% in Germania e Francia. Un ulteriore tratto distintivo degli istituti italiani è il ricorso notevolmente più contenuto ai derivati passivi, che a fine 2019 rappresentavano solo il 4% del totale delle passività, a fronte di valori prossimi o superiori al 12% per le banche inglesi e tedesche e di poco inferiore all'8% per gli istituti francesi (Fig. 77).

8.4 Le esposizioni estere

Rispetto al 2007 si è ridotto il grado di integrazione finanziaria, come evidenziato dal calo delle esposizioni estere delle banche dei principali paesi europei.

Fig. 78 - Andamento delle esposizioni estere delle banche dei principali paesi europei
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

Questa dinamica risulta particolarmente marcata in Germania, in cui la contrazione ha superato i 1.500 miliardi di euro. Il fenomeno ha riguardato tutti i settori, ad eccezione di quello pubblico, ed è stato particolarmente accentuato per le esposizioni interbancarie (calate anche in Spagna, l'unico tra i paesi considerati che nell'intervallo temporale di riferimento ha visto aumentare le esposizioni estere; Fig. 78).

A fine 2019 le banche italiane erano esposte in misura rilevante verso controparti residenti in Germania, appartenenti in particolare al settore privato non finanziario (con un ammontare di crediti prossimo ai 90 miliardi di euro e un'incidenza sul totale attivo superiore al 2%) e al settore pubblico (circa 40 miliardi di euro, ossia l'1% circa del totale attivo). Significativa risultava anche l'esposizione verso il settore pubblico spagnolo (pari a oltre 50 miliardi di euro, corrispondente all'1,4% del totale attivo; Fig. 79).

Nel 2019 l'esposizione delle banche estere verso l'Italia costituiva circa il 23% delle esposizioni estere complessive, riferibile soprattutto al settore privato non finanziario e al settore pubblico. Tra gli istituti dei maggiori paesi dell'Eurozona, quelli francesi registravano il dato più elevato, seguiti da Germania e Spagna, con un'incidenza dei prestiti concessi a

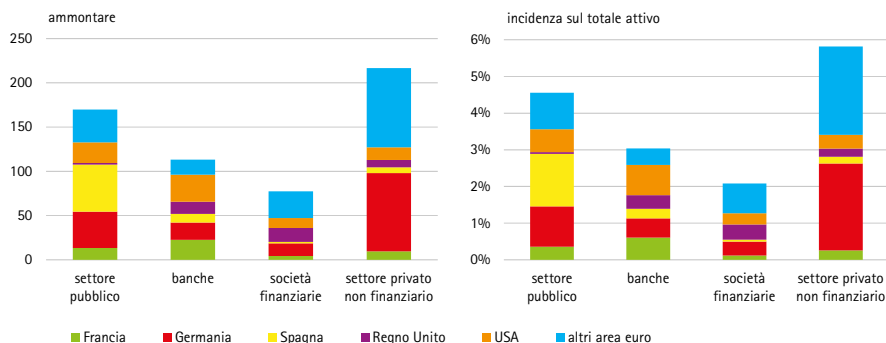
controparti italiane pari al 10% dei crediti complessivi verso l'estero, di cui 8% relativa al settore privato non finanziario (equivalente a circa 200 miliardi di euro) e il restante 2% al settore pubblico (50 miliardi circa; Fig. 80).

8.5 Le vulnerabilità e i rischi

I dati relativi alla adeguatezza patrimoniale, alla qualità dell'attivo e alle passività delle banche italiane descrivono condizioni complessivamente più solide di quelle in cui si trovavano alla vigilia della crisi finanziaria globale o del debito sovrano. Essendo estranee allo shock scatenato dal Covid-19, inoltre, esse potrebbero risultare meglio attrezzate, rispetto al passato, a sostenere una ripresa veloce e robusta.

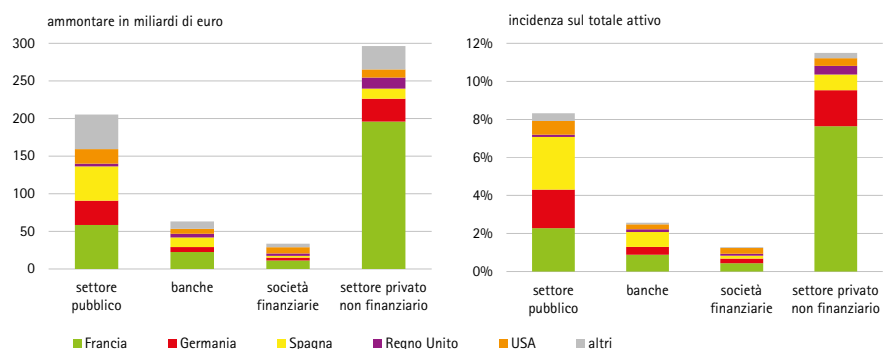
Tali circostanze non escludono tuttavia scenari negativi per il settore bancario qualora la forte contrazione dell'attività economica prevista per il 2020 innescasse diffuse crisi di liquidità e un aumento rilevante del tasso di insolvenza tra le imprese debitorie e crescenti difficoltà delle famiglie a estinguere i propri debiti. Simili sviluppi

Fig. 79 - Esposizioni estere della banche italiane a fine 2019
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali e BCE.

Fig. 80 - Esposizioni delle banche estere verso l'Italia a fine 2019
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

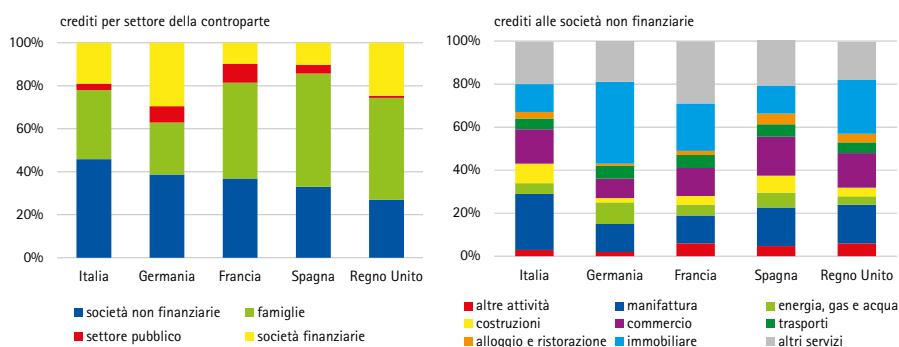
comporterebbero un deterioramento della qualità del credito più o meno accentuato anche in funzione della esposizione ai settori economici più colpiti dalla crisi.

A fine 2019 il 46% circa dei finanziamenti delle maggiori banche italiane avevano come controparti società non finanziarie, a fronte di valori inferiori al 40%

per i maggiori istituti dei principali paesi europei. I finanziamenti bancari domestici riguardavano principalmente il settore manifatturiero (26% del totale dei crediti alle imprese), il commercio all'ingrosso e al dettaglio (16%) e il comparto immobiliare (13%). Nei principali paesi europei, invece, l'esposizione degli istituti bancari al settore manifatturiero si collocava tra il 13% di Germania e Francia e il 18% di Spagna e Regno Unito, mentre quella verso il settore

immobiliare si attestava al 22% e al 25% del totale dei crediti alle imprese rispettivamente per le banche francesi e inglesi e al 38% per quelle tedesche (Fig. 81).

Fig. 81 – Composizione dei crediti delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

Un'altra fonte di vulnerabilità del sistema bancario è riconducibile al possibile aumento del costo del *funding*, innescato da rinnovate tensioni sui mercati finanziari, ossia da movimenti al ribasso delle quotazioni azionarie e dal rialzo dei rendimenti delle obbligazioni. Le condizioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema previste dalle nuove operazioni LTRO (Long Term Refinancing Operations)⁴¹ e PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations)⁴² nonché dalla modifica dei requisiti per l'accesso alle TLTRO3 (Targeted Long Term Refinancing Operations)⁴³ sono tuttavia sufficientemente vantaggiose da compensare le eventuali difficoltà di raccolta sui mercati.

41 Le nuove LTRO, finalizzate a fornire liquidità immediata al settore bancario, hanno un costo pari al tasso medio applicato ai depositi presso la Banca centrale per la durata dell'operazione, tasso che attualmente risulta essere negativo e pari a -0,5%. Le nuove LTRO, con scadenza a giugno 2020, sono condotte con frequenza settimanale e con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Le banche italiane, nell'ambito delle cinque aste iniziali, hanno ottenuto un ammontare complessivo di fondi pari a circa 54 miliardi di euro.

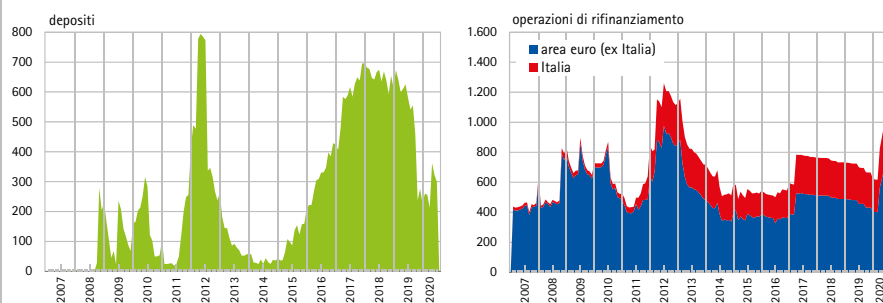
42 Le nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine legate all'emergenza della pandemia (PELTRO) vengono condotte con cadenza mensile a partire da maggio 2020 e prevedono la piena aggiudicazione degli importi e un tasso di 25 punti base inferiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale (attualmente pari a zero).

43 Rispetto alle operazioni precedenti, i requisiti di accesso alle TLTRO3 risultano modificati come segue: l'ammontare complessivo di fondi a cui le controparti possono accedere è stato portato al 50% dello stock di prestiti dal 30% delle precedenti operazioni; contestualmente è stato ridotto il costo delle TLTRO prevedendo uno sconto di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale (attualmente pari a zero); in via temporanea, infine, sono stati resi meno stringenti i criteri di idoneità applicabili alle attività utilizzate dalle banche come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Le banche italiane a marzo 2020 hanno partecipato alla nuova serie di TLTRO3 e al contempo hanno rimborsato anticipatamente i fondi ottenuti con la serie precedente TLTRO2. La liquidità ottenuta dagli istituti italiani nel corso della TLTRO3 è stata sostanzialmente in linea con quella rimborsata per le precedenti operazioni.

A giugno 2020, l'ammontare complessivo del rifinanziamento presso l'Eurosistema da parte delle banche italiane ha raggiunto circa 345 miliardi di euro (Fig. 82). Nel precedente mese di marzo il dato si collocava attorno a 260 miliardi mentre le attività conferite in garanzia dagli istituti italiani presso la BCE e non ancora impegnate erano pari a 72 miliardi; gli ulteriori titoli stanziabili ancora al di fuori del *collateral pool* ammontavano invece a circa 240 miliardi⁴⁴.

La revisione di alcuni dei criteri di idoneità applicati alle attività conferibili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento, effettuata dalla BCE nel mese di aprile, ha portato, secondo le stime della Banca d'Italia (2020b), a un aumento del valore delle attività stanziabili presso l'Eurosistema dalle banche italiane di 35 miliardi di euro (per dettagli sulle ulteriori misure adottate dalla BCE per contrastare l'impatto della crisi da Covid-19 sui mercati si veda il precedente paragrafo 4.1).

Fig. 82 - Depositi e ricorso al rifinanziamento presso la BCE delle banche europee (dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2020; valori in miliardi di euro)



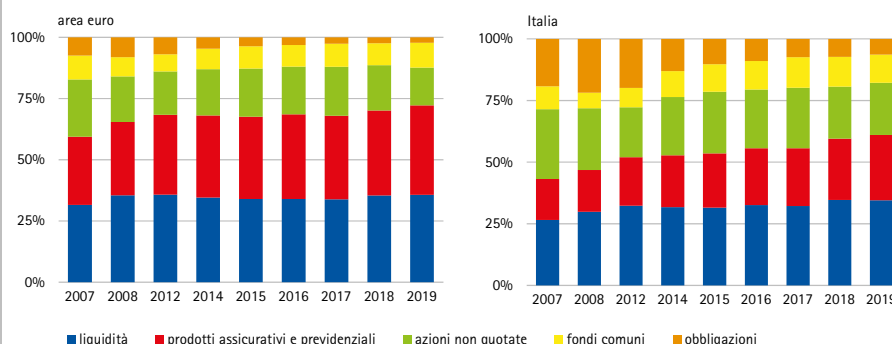
Fonte: Refinitiv Datastream.

9 Le famiglie e l'impatto della crisi sul risparmio gestito

9.1 Le attività finanziarie delle famiglie

Nel periodo 2007-2019 si è assistito a una ricomposizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane, per effetto della quale ha continuato ad assottigliarsi il preesistente divario nelle scelte di portafoglio dei risparmiatori in Italia e nell'Eurozona. In particolare, in ambito domestico è diminuito il peso dei titoli obbligazionari, è aumentata l'incidenza delle attività assicurative e previdenziali ed è gradualmente tornata sul livello registrato nel 2000 la quota di fondi comuni di investimento. Parallelamente, nel periodo considerato, la liquidità si è portata da poco più del 25% a oltre il 33% della ricchezza finanziaria complessiva (Fig. 83).

Fig. 83 - Composizione delle attività finanziarie delle famiglie nell'area euro e in Italia



Fonte: Eurostat.

⁴⁴ La Banca d'Italia acquisisce le garanzie con lo strumento giuridico del pegno. Le garanzie per le operazioni di politica monetaria e per il credito infragiornaliero in TARGET2 sono gestite mediante la tecnica di collateralizzazione denominata *pooling* in base alla quale le garanzie sono consegnate da ciascuna controparte in un apposito conto (il conto *pool*) aperto presso la Banca d'Italia; il valore complessivo delle garanzie è di volta in volta vincolato proporzionalmente ai finanziamenti in essere e la controparte può svincolare qualsiasi garanzia dal *pool* purché il valore delle restanti sia sufficiente a garantire i finanziamenti in essere.

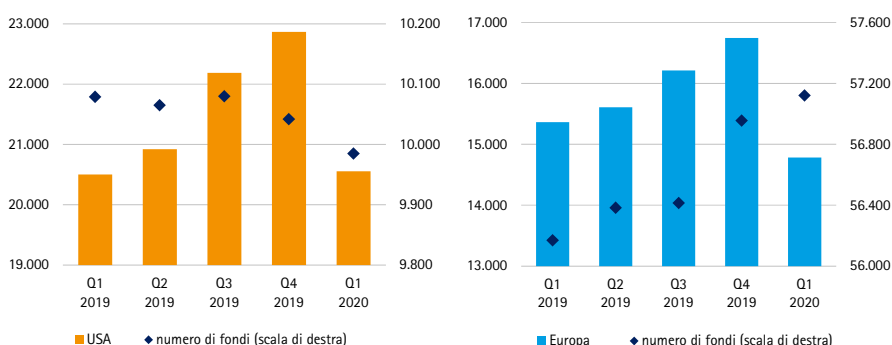
Secondo stime di Banca d'Italia (2020a), nel primo trimestre dell'anno la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane sarebbe calata di oltre 140 miliardi (3,2% del suo valore a fine 2019), per effetto delle turbolenze registrate sui mercati finanziari, mentre nel periodo febbraio-aprile 2020 l'ammontare di depositi sarebbe cresciuto di 34,4 miliardi di euro. La ricchezza finanziaria delle famiglie con redditi più bassi è attesa diminuire nei prossimi mesi dell'anno per soddisfare esigenze di liquidità sopraggiunte in seguito alla riduzione delle entrate.

Al contempo, come si è già ricordato (paragrafo 3.1), le ripercussioni psicologiche e comportamentali della crisi potrebbero determinare un aumento del risparmio precauzionale nonché accentuare la preferenza per la liquidità e il relativo peso nel portafoglio delle famiglie. Tale scenario trova conferma per il caso italiano nelle evidenze di alcune recenti indagini campionarie, come quella di cui al Rapporto CENSIS - Assogestioni (2020).

Secondo il suddetto Rapporto, lo stato emotivo dominante tra le famiglie italiane sembra essere la paura sia per il contagio sia per un eventuale peggioramento della situazione economica familiare, come riferito dal 68% del campione, sebbene nel 71% dei casi il reddito non sia stato intaccato dall'emergenza sanitaria⁴⁵. Circa la metà degli intervistati percepisce una profonda incertezza e vulnerabilità rispetto a eventi imprevisi e quasi il 40% ritiene necessario agire con cautela sul fronte economico-finanziario. Durante il *lockdown* il risparmio è cresciuto per una percentuale di individui oscillante tra il 39% e il 49% (a seconda che fossero o meno risparmiatori abituali). Tra questi, più della metà non investirebbe il risparmio addizionale in titoli di Stato, a fronte dei timori connessi alla sostenibilità finanziaria del debito pubblico, mentre altrettanti si dichiarano interessati a forme di investimento sostenibile e responsabile. Poco più del 34% degli italiani, infine, considera la liquidità come lo strumento principale per la propria protezione, insieme al potenziamento del *welfare* pubblico (34%); seguono i prodotti assicurativi e previdenziali (18,6%).

Fig. 84 – Andamento del patrimonio e numero di fondi comuni di investimento in USA ed Europa

(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA International Statistical Release. I dati non includono i fondi di fondi.

9.2 Il risparmio gestito

Nel primo trimestre dell'anno, il deterioramento delle condizioni economico-finanziarie dei paesi colpiti dalla pandemia ha manifestato i suoi effetti anche nel settore del risparmio gestito. Sia negli USA sia in Europa il patrimonio dei fondi ha subito una contrazione significativa (rispettivamente, -10% e 12% rispetto al dato a fine 2019; Fig. 84).

45 Il dato sale al 72% tra i *millennial* e le donne, supera il 76% tra gli imprenditori fino a sfiorare l'83% tra gli intervistati con i redditi più bassi.

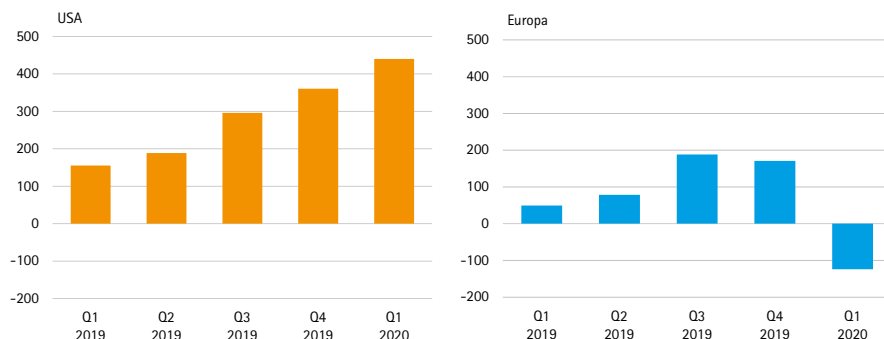
Per i fondi europei, la contrazione del patrimonio ha riflesso non solo un effetto valutazione ma anche una flessione della raccolta, complessivamente superiore a 100 miliardi di euro (Fig. 85).

I deflussi dai fondi hanno interessato in prevalenza i comparti azionario e obbligazionario, mentre il comparto monetario ha continuato a registrare una raccolta netta positiva (Fig. 86).

Nell'ambito delle maggiori economie europee, il patrimonio dei fondi comuni è calato in Italia del 7,6% rispetto alla fine del 2019, a fronte di un calo del 7,2% in Germania, del 7,9% in Francia, del 10,9% in Spagna e del 19,2% nel Regno Unito. Anche la raccolta si è ridotta in tutti i paesi considerati ad eccezione della Germania (Fig. 87).

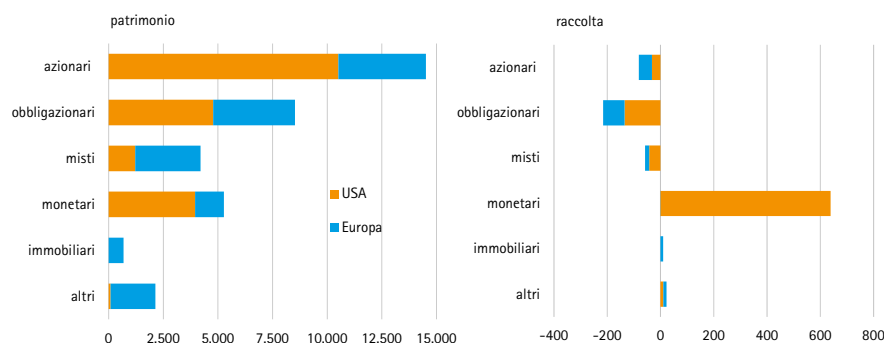
Tali evidenze non risultano confermate con riferimento al sottoinsieme dei fondi UCITS, per i quali si è registrata ovunque una flessione di patrimonio e raccolta. La disaggregazione per comparto di specializzazione dei fondi mostra un andamento eterogeneo di patrimonio e raccolta tra tipologie e, nell'ambito della stessa tipologia, tra paesi. In particolare, con riferimento al comparto azionario i deflussi hanno mostrato un'accelerazione rilevante solo in Germania mentre all'estremo opposto la raccolta è risultata

Fig. 85 - Andamento della raccolta netta dei fondi comuni di investimento in USA ed Europa
(valori monetari in miliardi di euro)



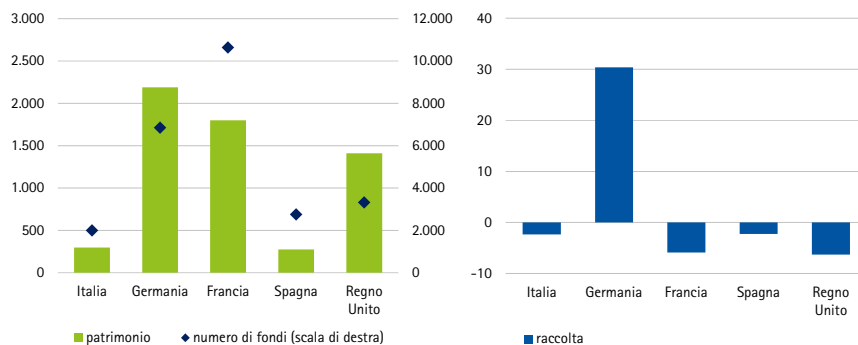
Fonte: EFAMA International Statistical Release. I dati non includono i fondi di fondi.

Fig. 86 - Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni di investimento in USA ed Europa nel primo trimestre del 2020 per tipologia di fondo
(valori monetari in miliardi di euro)



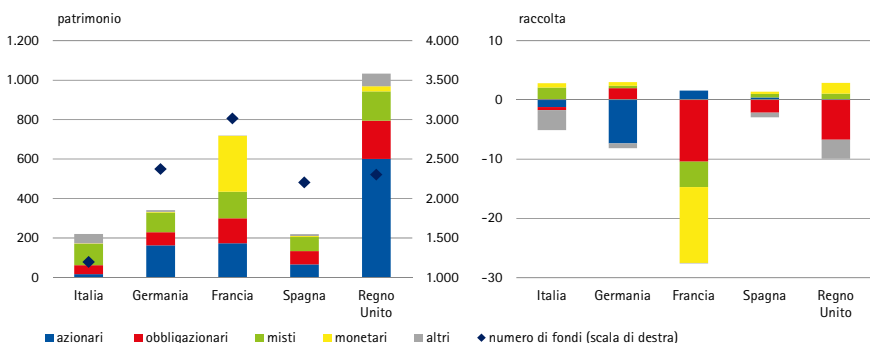
Fonte: EFAMA International Statistical Release. I dati non includono i fondi di fondi.

Fig. 87 - Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni di investimento nei maggiori paesi europei nel primo trimestre del 2020
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA Quarterly Statistical Release.

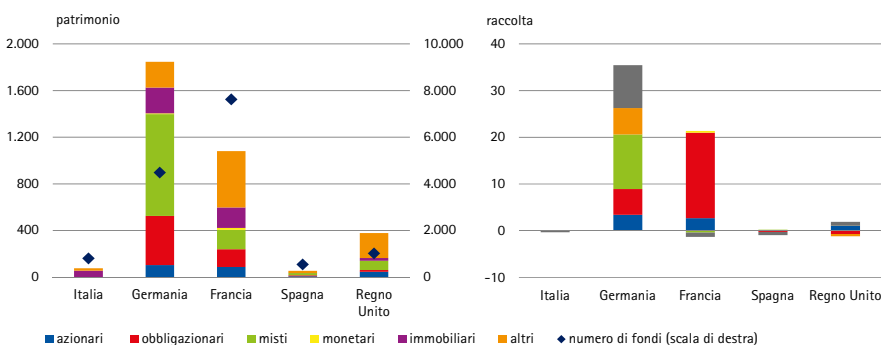
Fig. 88 - Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni UCITS nei maggiori Paesi europei nel primo trimestre del 2020 per tipologia di fondo
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA Quarterly Statistical Release.

debolmente positiva in Francia, che ha invece registrato un'ondata significativa di riscatti per tutte le altre categorie. In Italia, le uniche tipologie che hanno evidenziato una raccolta positiva sono i fondi misti e monetari (Fig. 88). Rispetto alla fine del 2019, il patrimonio complessivo dei fondi UCITS ha visto un ampio calo in tutti i paesi oscillante dal 9,8% dell'Italia al 19,4% del Regno Unito.

Fig. 89 - Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni di investimento alternativi (AIFs) nei maggiori paesi europei nel primo trimestre del 2020 per tipologia di fondo
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA Quarterly Statistical Release.

Le turbolenze sui mercati finanziari non hanno invece colpito i fondi alternativi, che hanno registrato una raccolta positiva nei maggiori paesi europei ad eccezione di Italia e Spagna in cui i fondi alternativi hanno visto deflussi di lieve entità. Nonostante la raccolta positiva, il patrimonio si è ridotto in misura marcata nel Regno Unito (-19,4%) e più contenuta in Germania e Francia (rispettivamente -5,3% e -4,6%; Fig. 89).

10 Conclusioni

La pandemia da Covid-19, che ha travolto la maggior parte del globo a partire dai primi mesi del 2020, ha oramai assunto le proporzioni di un evento epocale e lascia presagire tempi di risoluzione ancora lunghi. Al 30 giugno 2020, diversi paesi che hanno già rimosso la quasi totalità delle restrizioni contemplate dal *lockdown*, incluso il nostro, sono alle prese con focolai di infezione circoscritti, mentre altri stanno ancora vivendo la fase di crescita esponenziale del contagio. In attesa dell'individuazione di un vaccino e di protocolli di cura efficaci, la convivenza con il virus continuerà ad accompagnarsi a ripercussioni economiche e sociali più o meno marcate a seconda della capacità dei paesi colpiti di identificare celermente i contagiati, tracciarne i contatti e procedere all'isolamento dei soggetti positivi. Non mancano al proposito esperienze internazionali virtuose, che fanno leva sull'applicazione della tecnologia per il rapido contenimento di nuovi casi di contagio, che tuttavia presuppongono contesti e regole non immediatamente replicabili in ambito europeo.

Per l'Italia, i rischi per l'attività economica appaiono al ribasso. Lo scoppio della pandemia ha colpito il Paese quando era già in una fase di rallentamento della crescita, che da anni rimane inferiore a quella delle maggiori economie avanzate. Gli squilibri preesistenti nelle finanze pubbliche, inoltre, costituiscono un vincolo alle misure di contrasto alla crisi. A livello europeo, la risposta delle istituzioni è stata sin da subito superiore alle misure adottate per contrastare le crisi del 2008 e del 2011 e, al tempo stesso, eccezionale: basti pensare all'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, che per la prima volta consente a tutti gli Stati membri deviazioni temporanee dagli obiettivi di bilancio di medio termine. La natura della crisi in corso rende la cooperazione in ambito internazionale più che mai indispensabile per garantire misure a sostegno dell'attività economica efficaci e tempestive. Eventuali fallimenti di coordinamento rischiano di pregiudicare la ripresa, che già trova un ostacolo nel progressivo deterioramento delle relazioni internazionali e nella possibilità, sempre più concreta, di una uscita del Regno Unito dall'Unione europea senza accordo.

Per quanto riguarda i mercati finanziari italiani, le condizioni più distese rilevate alla fine di giugno riflettono soprattutto le politiche di contrasto alla crisi adottate a livello domestico e internazionale. Sul mercato azionario, tuttavia, la ripresa dei corsi potrebbe subire una brusca correzione se le condizioni economiche generali dovessero peggiorare o la ripresa dovesse rivelarsi più lenta del previsto. Sul mercato obbligazionario del debito sovrano, tensioni potrebbero emergere a fronte del deterioramento dello stato delle finanze pubbliche e delle accresciute esigenze di finanziamento del debito.

A fronte di prospettive macroeconomiche incerte, i rischi sembrano al ribasso anche per le società non finanziarie quotate italiane, che nel complesso si caratterizzano per una più elevata vulnerabilità rispetto alle imprese europee. Tale vulnerabilità rende più difficile sostenere il maggior livello di debito che le imprese dovranno contrarre per soddisfare le sopraggiunte esigenze di liquidità generate dalla crisi in modo più o meno intenso a seconda del settore di appartenenza. L'eventuale aumento delle insolvenze, tanto più probabile quanto più a lungo dura il ristagno economico, comporterebbe un aumento delle sofferenze per le banche e, verosimilmente, un razionamento del credito che a sua volta rafforzerebbe la recessione⁴⁶. Una nota positiva viene dal fatto che negli ultimi anni le banche italiane hanno recuperato solidità patrimoniale e migliorato la qualità degli attivi.

Sviluppi siffatti della crisi alimenterebbero, in un circolo vizioso, le aspettative di una contrazione a catena di reddito, domanda e occupazione. In questo contesto, rimangono cruciali sia le misure tese a mitigare il rischio di insolvenza dei debitori sia eventuali ulteriori interventi pubblici a sostegno di una rapida ripresa.

Oltre a incidere pesantemente sulla crescita economica dei paesi coinvolti, la pandemia sta innescando ovvero contribuendo ad accelerare processi potenzialmente idonei a modificare radicalmente il contesto socio-economico di riferimento.

46 Secondo stime della Banca d'Italia (2020b), la riduzione del Pil di un punto percentuale comporta un aumento dei crediti deteriorati verso le imprese pari allo 0,2% del totale dei prestiti *in bonis*.

Un primo processo attiene alla cosiddetta de-globalizzazione. L'incertezza sugli sviluppi dell'emergenza sanitaria e, quindi, sul possibile riproporsi di interruzioni delle catene globali di approvvigionamento costituisce un impulso alla 'regionalizzazione' delle attività produttive, già avviata dopo la crisi del 2008 (Irwin, 2020). La crisi innescata dal Covid-19, inoltre, è attesa comportare una contrazione degli investimenti diretti all'estero stimabile, nel periodo 2020-2021, tra il 30% e il 40% (UNCTAD, 2020), con effetti negativi permanenti che a livello globale colpirebbero economie avanzate ed emergenti. Al contempo, crescono le aspettative di politiche protezionistiche sempre più estese, a fronte delle rinnovate tensioni geopolitiche innescate dalla pandemia e del rafforzamento delle motivazioni, quali sicurezza nazionale e tutela della salute pubblica, che avevano già giustificato negli anni più recenti una progressiva chiusura al commercio internazionale (Javorcik, 2020)⁴⁷. Ciò potrebbe determinare una ricomposizione delle relazioni commerciali globali, con effetti sui paesi fornitori di materie prime (quali le economie emergenti) o comunque dipendenti dalle esportazioni (come il nostro) che non sono al momento di agevole previsione.

Un secondo processo riguarda l'accelerazione del FinTech, un fenomeno che negli ultimi anni ha rivoluzionato il comparto dei servizi di pagamento e sta gradualmente sviluppandosi nel comparto dei servizi finanziari. Il *lockdown* prima e la propensione a mantenere volontariamente forme di distanziamento sociale poi potrebbero favorire una rapida evoluzione del fenomeno sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda. Banche e operatori dei mercati finanziari in grado di rimodulare e adeguare i propri modelli di business in modo efficiente e tempestivo alle nuove tendenze potrebbero diventare i propulsori di profonde innovazioni dell'offerta di prodotti e servizi bancari e finanziari. Al tempo stesso, si potrebbe registrare una più rapida accettazione della tecnologia da parte degli utenti e una propensione crescente all'utilizzo di canali e piattaforme digitali. L'eventuale accelerazione della digitalizzazione dei servizi finanziari, pur essendo foriera di potenziali vantaggi per tutti i partecipanti dei mercati finanziari, potrebbe aumentare il rischio di esclusione finanziaria di alcune categorie di utenti e rendere attuali profili di attenzione, ai fini della tutela degli investitori e della stabilità dei mercati finanziari, che fino allo scoppio della crisi si era ritenuto prematuro affrontare. Tra questi, ad esempio, si ricordano il potenziamento della connettività e l'innalzamento delle competenze digitali e finanziarie degli italiani, che gli ultimi dati disponibili mostrano essere al di sotto della media dei paesi europei (CONSOB, 2019), nonché il rafforzamento dei presidi della *privacy* e della sicurezza cibernetica.

Un terzo fondamentale processo che la pandemia potrebbe accelerare riguarda la transizione alla cosiddetta *green economy* e, parallelamente, lo sviluppo della finanza per la crescita sostenibile. I cosiddetti investimenti sostenibili e responsabili mostrano tassi di sviluppo importanti da alcuni anni, anche se rimangono ancora un comparto marginale. Secondo il FMI (2019), a livello globale il patrimonio

47 Caracciolo et al. (2020) evidenziano che la pandemia potrebbe alterare anche i modelli di produzione delle multinazionali, determinando un parziale allontanamento dall'approccio *just-in-time* a favore del tradizionale modello di valorizzazione delle scorte.

dei fondi di investimento ESG (ossia dei fondi che tengono in considerazione i fattori *Environment, Social and Governance*) ha superato 850 miliardi di dollari, pari a meno del 2% dell'AUM (*Asset Under Management*) globale; a questi si aggiungono prodotti obbligazionari sostenibili per oltre 170 miliardi di dollari. Ferriani e Natoli (2020) evidenziano un incremento della raccolta dei fondi ESG soprattutto a partire da fine febbraio 2020, anche a fronte della maggiore tenuta dei relativi rendimenti. In ambito europeo, come noto, a partire dal lancio del Piano d'azione per la finanza sostenibile nel 2018 si sono susseguiti vari interventi che trovano nel nuovo European Green Deal, annunciato nel dicembre 2019, e nella consultazione sulla rinnovata finanza sostenibile (in corso al 30 giugno 2020) tappe importanti di un percorso complesso e articolato. Nel dibattito accademico, inoltre, emergono le prime proposte per orientare le misure di contrasto alla crisi Covid-19 a sostegno di una ripresa 'verde', in grado di dare slancio agli obiettivi di decarbonizzazione e di sviluppo dell'economia circolare definiti nel Green Deal e nel Nuovo Piano d'azione per l'economia circolare della Commissione europea⁴⁸.

Nel complesso la crisi Covid-19 restituisce a regolatori e autorità di vigilanza (dei mercati finanziari e non solo) una realtà profondamente cambiata e destinata a subire ulteriori evoluzioni. È dunque importante potenziare la capacità di cogliere con tempestività gli sviluppi in atto e i relativi effetti sul sistema economico-finanziario. A tal fine, è ineludibile rafforzare l'approccio *data driven* alla regolazione e alla vigilanza, già adottato in risposta alla crisi finanziaria del 2008, anche ampliandone il perimetro di applicazione e utilizzando strumenti propri della *data science* e della *data analytics*.

48 In particolare, Schoenmaker (2020) suggerisce, tra le altre cose, di condizionare le misure a sostegno delle imprese, che in ambito europeo non si configureranno temporaneamente come aiuti di Stato, al raggiungimento di obiettivi in termini di neutralità climatica (riduzione delle emissioni nette di CO₂ almeno del 50% entro il 2030 e del 100% entro il 2050) e di sviluppo di processi produttivi circolari. Esempi precedenti si possono individuare nel programma di aiuti per il settore automobilistico attuato dal Presidente Obama durante la crisi del 2008, che ebbe il pregio di accelerare lo sviluppo delle macchine elettriche. Le stesse condizioni potrebbero essere introdotte nell'ambito dell'erogazione del credito bancario, partendo dal presupposto che i prenditori di fondi attenti all'ambiente siano meno rischiosi.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2020a), Bollettino Economico n. 2/2020, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2020-2/index.html>
- Banca d'Italia (2020b), Financial Stability Report n. 1/2020, https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2020-04-30_financial-stability-report-no-1-2020/
- Banca d'Italia (2020c), Indagine straordinaria sulle famiglie italiane, <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/principali-risultati-dell-indagine-straordinaria-sulle-famiglie-italiane-nel-2020/>
- Banca d'Italia (2020d), Bollettino Economico n. 3/2020, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2020-3/index.html>
- Baldwin, R. (2020), The Greater Trade Collapse of 2020: Learnings from the 2008-09 Great Trade Collapse', <https://voxeu.org/article/greater-trade-collapse-2020>
- Bank of International Settlement (BIS, 2020), Quarterly Review, June https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2006.pdf
- Baker I., N. Bloom, S. Davis e S. Terry (2020), Covid-induced economic uncertainty, <https://www.nber.org/papers/w26983.pdf>
- Caracciolo, G., F. Cingano, V. Ercolani, G. Ferrero, F. Hassan, A. Papetti e P. Tommasino (2020), Covid-19 and Economic Analysis: A Review of the Debate, issue n. 2, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/Covid-literature-newsletter-n2.pdf?language_id=1
- Caracciolo, G., F. Cingano, V. Ercolani, G. Ferrero, F. Hassan, A. Papetti, M. Savini e P. Tommasino (2020), Covid-19 and Economic Analysis: A Review of the Debate, issue n. 3, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/Covid-literature-newsletter_n3.pdf
- Censis (2020), Il valore della diversità nelle scelte d'investimento prima e dopo il Covid-19, Rapporto realizzato in collaborazione con Assogestioni
- CER (2020), Rubrica del mercato petrolifero n. 5, luglio
- Cerved (2020), L'impatto del Covid-19 sui settori e sul territorio, <https://know.cerved.com/imprese-mercati/gli-impatti-del-covid-19-sui-ricavi-delle-imprese-italiane/>
- Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (2020), Emergenza Covid-19: gli italiani tra fragilità e resilienza finanziaria, <http://www.quellocheconta.gov.it/export/sites/sitesopef/modules/img/news/news095/Rapporto-Comitato-Doxa-v.13.pdf>
- Commissione europea (2020a), Spring Forecasts, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/spring-2020-economic-forecast-deep-and-uneven-recession-uncertain-recovery_en
- Commissione europea (2020b), Summer forecasts, July, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1269
- CONSOB (2017), Risk outlook, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/ro13>

- CONSOB (2019), Report on financial investments of Italian households, <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rf2019.pdf/b3a1763b-a869-4aca-8930-9ae370a0aa90>
- Conteduca, F.P., M. Mancini, L. Rossi e F. Tonelli (2020), Fighting Covid-19: Measuring the Restrictiveness of Government Policies, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/Nota_Lockdown_circolazione.pdf?language_id=1
- Cova, P. e G. Ferrero (2015), Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0270/QEF_270.pdf
- Darby, J., Ireland, J., Campbell, L. e Wren-Lewis, S. (1998), COMPACT: a rational expectations, intertemporal model of the United Kingdom economy, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 16(1), pp. 1-52
- Diebold, F. X., Yilmaz, K. (2009), Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets, *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 119(534), pages 158-171
- Diebold, F. X., Yilmaz, K. (2012), Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers, *International Journal of Forecasting*, Elsevier, vol. 28(1), pages 57-66
- Diebold, F. X., Yilmaz, K. (2014), On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms, *Journal of Econometrics*, Vol. 182, No. 1, pp. 119-134
- ECB (2020), The euro area bank lending survey, 2020 Q2, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html
- Ercolani, V. e F. Natoli (2020), Market Volatility and the Length of the Covid-19 Recession, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/ErcolaniNatoli_02052020.pdf
- EFAMA (2020), International Quarterly Statistics, <https://www.efama.org/statistics/SitePages/International%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>
- EFAMA (2020), European Quarterly Statistics, <https://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>
- EBA (2020), EU-wide Transparency Exercise, giugno 2020, <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise>
- Faiella, I. e F. Natoli (2020), The Covid-19 Crisis and the Future of the Green Economy Transition, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/2020.06.17-FaiellaNatoli_BdI_Covid_notes.pdf
- Farboodi, M., G. Jarosch, e R. Shimer (2020), Internal and External Effects of Social Distancing in a Pandemic, https://www.nber.org/papers/w27059?utm_campaign=ntwh&utm_medium=email&utm_source=ntwg2
- Fornaro, L. e M. Wolf (2020), Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy, Barcelona GSE Working Paper Series, Working Paper n° 1168
- Fondo monetario internazionale (FMI, 2020a), World Economic Outlook, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- Fondo monetario internazionale (FMI, 2020b), World Economic Outlook Update. A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>
- Fondo monetario internazionale (FMI, 2020c), Fiscal Monitor, aprile 2020, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>
- Fondo monetario internazionale (2020d), Global Financial Stability Report Update, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>
- Greenstone, M. and N., Vishan, (2020), Does Social Distancing Matter?, University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2020-26. <https://ssrn.com/abstract=3561244>

- Gros, D. (2019), Who holds Italian government debt? A Primer, Policy Insights n. 11, CEPS, https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2019/06/PI2019_11_Italian-public-debt-holdings.pdf
- Hofmann, B., Shim, I., Shin, H.S. (2020): Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic, BIS Bulletin n°5
- Irwin, D. A. (2020), The pandemic adds momentum to the deglobalization trend, Peterson Institute for International Economics, April 23, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/pandemic-adds-momentum-deglobalization-trend>
- Istat (2020a), Le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021, <https://www.istat.it/it/files/2020/06/Prospettive-economia-italiana-Giugno-2020.pdf>
- Istat (2020b), Rapporto annuale, <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2020/Rapportoannuale2020.pdf>
- Javorcik, B. (2020b), Global supply chains will not be the same in the post-COVID-19 world, in Baldwin and Evenett eds. COVID-19 and Trade Policy: Why Turning Inward Won't Work, VoxEu.org
- Ludvigson S., S. Ma e S. Ng. (2020), COVID19 and the macroeconomic effects of costly disasters, NBER Working Papers 26987, <https://retirementincomejournal.com/wp-content/uploads/2020/05/NBER-Costly-Disasters-and-Covid19-5-20.pdf>
- OECD (2020a), Interim Economic Assessment. Coronavirus: The World Economy at Risk, <https://www.oecd.org/berlin/publikationen/Interim-Economic-Assessment-2-March-2020.pdf>
- OECD (2020b), Economic Outlook, June, <http://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>
- OCSE (2020c), Composite leading indicator (CLI), doi: 10.1787/4a174487-en
- Pierre-Olivier Gourinchas, P.O. (2020), Flattening the Pandemic and Recession Curves, <https://drive.google.com/file/d/1mwMDiPQK88x27JznMkWzEQpUVm8Vb4WI/view>
- Piotroski, J. D. (2000), Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers, Journal of Accounting Research, <https://pdfs.semanticscholar.org/9dc9/b030da18ab28d1e1a1bbf7e33fb5911f189e.pdf>
- Rotman, D. (2020), Stop Covid or save the economy? We can do both, MIT Tech Review, <https://www.technologyreview.com/2020/04/08/998785/stop-covid-or-save-the-economy-we-can-do-both/>
- Schoenmaker, D. (2020), A green recovery, Bruegel, April 6
- Saraceno, F. (2020), There is no Trade-off. Saving Lives is Good for the Economy, March 29, <https://fsaraceno.wordpress.com/2020/03/29/there-is-no-trade-off-saving-lives-is-good-for-the-economy/>
- S&P Global Ratings (2020), Economic Research. Eurozone Economy: The Balancing Act to Recovery, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200625-economic-research-eurozone-economy-the-balancing-act-to-recovery-11544141>
- UNCTAD (2020), Impact of the COVID-19 Pandemic on Global FDI and GVC, Investment Trends Monitor, https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2020d3_en.pdf
- UNDP (2020), Covid-19 and human development: Assessing the crisis, envisioning the recovery, http://hdr.undp.org/sites/default/files/covid-19_and_human_development_0.pdf

Indicatore di interconnessione fra i mercati azionari

Si descrive di seguito la procedura adottata per la stima dell'indicatore di contagio fra i corsi azionari rappresentato alla Fig. 45 (si veda anche il Quaderno di Finanza CONSOB n° 72). In particolare, è stato condotto un test di cointegrazione fra indici azionari relativi a coppie di paesi applicando una procedura *rolling* in modo da individuare se al crescere della turbolenza sui mercati finanziari aumentino anche i legami fra i mercati.

Da un punto di vista econometrico, viene computato il numero di relazioni di cointegrazione applicando un *vector error-correction model* (VECM; Johansen, 1988), ossia un VECM(k):

$$\Delta X_t = \eta_X + \sum_{i=1}^k \lambda_{X,i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_{X,i} \Delta Y_{t-i} + \alpha_1 \beta' \begin{bmatrix} X_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \varepsilon_{X,t}$$

$$\Delta Y_t = \xi_Y + \sum_{i=1}^k \lambda_{Y,i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_{Y,i} \Delta X_{t-i} + \alpha_2 \beta' \begin{bmatrix} X_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \varepsilon_{Y,t}$$

laddove ΔX_t e ΔY_t sono variazioni giornaliere dei rendimenti azionari riferiti ai mercati X e Y. In particolare, la matrice di cointegrazione può essere espressa come $\Pi = \alpha\beta'$, con $\alpha' = [\alpha_1, \alpha_2]$, e $[\varepsilon_X, \varepsilon_Y]$ è un vettore di *white noise*. Il vettore dei coefficienti β contiene i parametri del *trend* comune stocastico, mentre α_1 e α_2 misurano la velocità di convergenza. In particolare, $\beta' \begin{bmatrix} X_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix}$ rappresenta il *trend* comune stocastico a cui lentamente convergono i prezzi azionari dei due mercati presi in considerazione.

Il test di cointegrazione di Johansen si basa principalmente sull'assunzione che il rango di Π è uguale al numero delle relazioni di cointegrazione. Se la matrice Π ha rango r ci sono r relazioni di cointegrazione. Quando $r=0$, non ci sono, invece, relazioni di lungo periodo tra i mercati a livello internazionale e l'equazione (1) si ridurrebbe a un modello VAR(k).

Per individuare possibili periodi di contagio si applica dinamicamente il test di cointegrazione di Johansen (1988) tra tutte le possibili coppie di mercati con una finestra *rolling* di 1,000 giorni, calcolando a ogni passo t della procedura il seguente indicatore delle connessioni fra mercati azionari:

$$\frac{\text{Numero delle relazioni di lungo periodo}_t}{\text{Massimo numero delle relazioni di lungo periodo fra mercati azionari}} * 100.$$

Indicatore di *spillover* di volatilità

Gli indicatori di *volatility spillover* riportati alla Fig. 44 sono stati calcolati applicando la metodologia di Diebold e Yilmaz (2012, 2014) e misurano i contributi alla volatilità complessiva di sistema di ogni singolo mercato al netto di fattori idiosincrici; sulla base di tale metodologia è possibile sia individuare eventuali fenomeni di trasmissione di shock sia identificare la direzione del contagio (*net spillover*).

In particolare, Diebold e Yilmaz (2012, 2014) applicano la metodologia *generalized impulse response* di Koop, Pesaran e Porter (1996) e Pesaran e Shin (1998) ottenendo tre differenti misure di interconnessione:

- i) *pairwise spillovers*, che quantifica il legame specifico tra due entità o due mercati;
- ii) *system-wide spillovers*, che indica il grado complessivo di interconnessione del sistema finanziario analizzato indipendentemente dalla direzione del contagio e dalle relazioni fra singoli mercati;
- iii) *directional spillovers*, che consente di analizzare la modalità con la quale gli shock di volatilità sono trasmessi da un mercato a un altro.

L'approccio metodologico utilizzato si basa sulla stima di un Vector Autoregression Model applicato alle deviazioni standard dei rendimenti di indici azionari, derivanti dalla stima di modelli ARMA(1,1)-Garch(1,1) univariati. Successivamente si applica la decomposizione della varianza dell'errore di previsione per stabilire quanta parte della volatilità complessiva di sistema viene spiegata da ciascun indice azionario indipendente dalla turbolenza idiosincrica dei mercati azionari di riferimento.

Formalizzando da un punto di vista matematico, il modello VAR(p) è dato da:

$$x_t = \sum_{i=1}^p \Phi_i x_{t-i} + \varepsilon_t$$

laddove x_t è un vettore di volatilità di indici azionari.

Dopo aver stimato il VAR(p) si applica la decomposizione della varianza dell'errore di previsione per identificare il contributo di ciascun mercato alla volatilità degli altri mercati. Dato un orizzonte generico di previsione H, il contributo del mercato j alla volatilità del mercato i è data da:

$$\theta_{i,j}^g(H) = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \Sigma e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \Sigma A_h' e_i)}$$

laddove Σ è la matrice di covarianza del vettore degli errori di previsione, σ_{jj} è la deviazione standard dell'errore di previsione riferito al mercato j, mentre e_i è un vettore di zeri con un solo 1 in posizione i.

Le misure di interconnessione possono essere conseguentemente calcolate come segue:

$$C^H = \frac{\sum_{i,j=1, i \neq j}^N \theta_{i,j}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \theta_{i,j}^g(H)} \quad [system-wide spillovers] \quad C_{i \leftarrow \cdot}^H = \frac{\sum_{j=1, j \neq i}^N \theta_{i,j}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \theta_{i,j}^g(H)} \quad [pairwise spillovers] \quad C_{\cdot \leftarrow i}^H = \frac{\sum_{j=1, j \neq i}^N \theta_{j,i}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \theta_{j,i}^g(H)} \quad [directional spillovers]$$

Il *net spillover* misura la differenza netta fra il contributo del mercato i alla volatilità del sistema e il contributo alla volatilità del mercato i proveniente dal sistema finanziario: $C^H = C_{\cdot \leftarrow i}^H - C_{i \leftarrow \cdot}^H$.