

Cattedra

---

RELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico

*A tutte le persone che mi stimano;*

*Alla passione e alla fatica, alle delusioni ma  
anche ai successi di questi anni e a quelli che  
verranno;*

*A mamma e papà, che hanno reso tutto  
questo possibile con grandi sacrifici.*

## Sommario

<b><u>INTRODUZIONE</u></b> .....	3
<b><u>CAPITOLO I</u></b> .....	5
<u>1.1 La Sars e le prime epidemie del XXI secolo</u> .....	5
<u>1.2 L'emergenza Covid</u> .....	7
<u>1.3 Andamento economia globale</u> .....	9
<u>1.4 La cosiddetta “Pandeconomia”</u> .....	20
<u>1.4.1 Conseguenze economico-politiche</u> .....	20
<u>1.4.2 Orientamento delle politiche economiche</u> .....	23
<u>1.4.3 Considerazioni sull’economia nel medio periodo dopo l’epidemia</u> .....	24
<b><u>CAPITOLO II</u></b> .....	27
<u>2.1 Andamento del credito Bancario</u> .....	27
<u>2.2 La reazione delle banche centrali allo scoppio della pandemia</u> .....	29
<u>2.3 Analisi in merito alla resilienza del sistema bancario</u> .....	31
<b><u>CAPITOLO III</u></b> .....	37
<u>3.1 Covid -19 e mercati azionari</u> .....	37
<u>3.1.1 Andamento azionario bancario</u> .....	40
<u>3.2 Covid-19 e mercati obbligazionari</u> .....	51
<u>3.3 Prime evidenze e discussione dei risultati</u> .....	54
<b><u>CONCLUSIONI</u></b> .....	59
<b><u>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</u></b> .....	61

## INTRODUZIONE

Dal momento in cui l'OMS ha annunciato ufficialmente la diffusione di un nuovo virus in Cina, successivamente denominato nCov-2019, l'attenzione dei governi nazionali ed internazionali si è focalizzata totalmente su tale emergenza sanitaria ed economica. L'epidemia che ha causato ad oggi circa 900 mila morti e 28 milioni di contagiati non ha ancora un protocollo di cura ufficiale anche se quelli sperimentali già in uso stanno dando risposte positive in termini di riduzione delle terapie intensive. La crisi connessa alla diffusione della pandemia di Covid-19 rappresenta un evento epocale destinato a generare forti ripercussioni economiche e sociali, allo stato attuale difficilmente stimabili. I dati relativi a contagi e decessi sono ancora in crescita in varie aree del mondo. Il carattere umanitario dell'epidemia resta di gran lunga l'aspetto più urgente da gestire, ma purtroppo non l'unico. Sin da subito, infatti, gli analisti economici e gli imprenditori hanno manifestato importanti preoccupazioni, inizialmente legate esclusivamente ad un eventuale rallentamento della Cina ed agli effetti che avrebbe potuto provocare sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale e, di conseguenza, di altre economie aperte come l'Italia. Le iniziali preoccupazioni hanno lasciato il posto alla triste realtà delle vittime dell'epidemia e degli effetti devastanti sull'economia, anche a seguito delle drastiche misure di contenimento della diffusione del virus che hanno previsto la chiusura o la limitazione per numerose attività economiche.

Sebbene tali misure, consentano di contenere il contagio, il distanziamento sociale determina infatti pesanti ripercussioni sull'attività economica e finanziaria del Paese che se ne avvale.

La pandemia di Covid-19 ha modificato profondamente le prospettive dell'economia per l'anno in corso e per gli anni a venire rispetto a quanto ci si poteva attendere sulla base dell'andamento del 2019. Lo scorso anno, infatti, aveva visto una riduzione della crescita dell'economia globale, riflesso del rallentamento del commercio internazionale, della debolezza di alcuni settori industriali e della frenata dell'accumulazione dovuta all'incertezza diffusa tra le imprese. Nell'area dell'euro il Consiglio direttivo della Banca centrale europea aveva allentato le condizioni monetarie per contrastare il deterioramento delle prospettive di crescita e l'indebolimento dell'inflazione e alla fine dell'anno si intravedevano segni di stabilizzazione nell'economia internazionale.

Dopo il diffondersi dell'epidemia, il quadro per il 2020 è oggi profondamente cambiato e secondo gli scenari formulati dal Fondo monetario internazionale, il prodotto mondiale registrerà una forte diminuzione, anziché una modesta crescita. Per l'economia italiana, rimasta pressoché stazionaria nel 2019, pur mostrando cospicui progressi nella competitività internazionale, nei livelli di indebitamento delle imprese e nelle condizioni del sistema bancario, si prevede la più forte contrazione dalla seconda guerra mondiale. Gli effetti delle misure di contenimento dell'epidemia sono stati significativi sulle condizioni economiche e finanziarie delle famiglie e delle imprese. La rapidità del recupero dell'economia dipenderà dai tempi dell'emergenza sanitaria e dalla continuità della risposta delle politiche economiche, che è stata finora in tutti i paesi di portata eccezionale.

Tutti gli scenari indicano che le conseguenze della pandemia sull'economia mondiale saranno comunque rilevanti e si estenderanno oltre il breve periodo.

Rispetto alle precedenti crisi di natura endogena al sistema economico-finanziario, risulta complesso prevedere gli sviluppi 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.

Con questo elaborato, ci si pone pertanto l'obiettivo di fare il punto sull'impatto delle conseguenze economiche della pandemia da Covid-19 nel primo semestre 2020 sull'economia globale, sul sistema bancario e sui mercati finanziari, così da comprendere in quale misura i governi e le banche centrali siano intervenuti e con quale risultato, esaminandone l'evoluzione nel contesto sia domestico sia internazionale.

Il lavoro si sviluppa sostanzialmente su tre capitoli. Il primo analizza le prime epidemie del XXI secolo e come la recente pandemia di Covid-19 se ne differenzi anche dal punto di vista dell'impatto sulla economia globale, sui nuovi stili di vita (si parla di Shut-in economy). Il secondo capitolo analizza le misure poste in essere dalle autorità politiche e monetarie per far fronte all'impatto economico e finanziario dell'economia, analizzando la risposta del sistema bancario in questa delicata fase. Nell'ultimo capitolo si analizzano invece gli impatti della pandemia sul sistema bancario e sui principali mercati finanziari.

La sezione conclusiva ripercorre l'evoluzione della crisi pandemica, descrive i canali di trasmissione all'economia reale e gli orientamenti delle politiche adottate e propone alcune prime considerazioni sulle possibili implicazioni di medio periodo.

## CAPITOLO I

### LE EPIDEMIE/PANDEMIE E L'IMPATTO SULL'ECONOMIA

#### 1.1 La Sars e le prime epidemie del XXI secolo

Nel 2002 nella regione del Guangdong nella Cina meridionale si diffonde in molte persone una nuova infezione. Questa si caratterizza per una forma di broncopolmonite grave, con insufficienza respiratoria e la mortalità è molto elevata. Dopo poco tempo si capisce che si tratta di una nuova epidemia determinata dalla comparsa di un nuovo virus. Viene quindi denominato SARS-Coronavirus (SARS-Cov). Non si tratta in realtà del primo caso in cui in Cina si verificano casi mortali legati alla diffusione di sindromi virali. Negli anni immediatamente successivi anche in altre regioni del pianeta si verificheranno infezioni per molti aspetti simili. Ad esempio, nell'aprile del 2012 i medici individuano una nuova sindrome che attacca il sistema respiratorio. Viene denominata Sindrome Respiratoria Medio-Orientale, definita MERS. Anche questa infezione è causata da un coronavirus, MERS-Cov (Middle East Respiratory Syndrome). I ricercatori quindi rivolgono i loro sforzi, anche al di fuori delle aree direttamente colpite per comprendere quale sia l'origine di queste epidemie e come mai si tratti sempre di forme differenti di coronavirus. La Sars, la prima colpevole di una epidemia del genere è ora molto conosciuta. Si sa che si tratta di una sindrome respiratoria acuta e grave (Severe Acute Respiratory Syndrome), che si caratterizza principalmente per una polmonite atipica e descritta, per la prima volta, nella seconda metà del 2002. Come detto, compare all'inizio nella regione meridionale della Cina del Guangdong per poi diffondersi molto rapidamente all'inizio del 2003 in altri paesi del Medio Oriente per poi arrivare fino in Canada. La diffusione di questo nuovo virus al di fuori dei confini della Cina è legata a un particolare episodio che si è stati in grado di ricostruire a posteriori. Si tratta di un episodio avvenuto in un hotel di Hong Kong dove diverse persone che vi alloggiavano vennero infettate da una persona proveniente dalla Cina. Successivamente queste persone lasciarono Hong Kong durante la fase di incubazione della malattia andando a sviluppare focolai secondari in altre parti del globo. Ad esempio due coniugi provenienti dal Canada, quando tornarono in patria diffusero il virus nello stato nordamericano. Ci furono limitati focolai anche in Europa ma soltanto un caso in Italia; si trattava di un paziente infettato in Vietnam, che aveva viaggiato fino in Italia nel periodo di incubazione del virus, questi venne ricoverato d'urgenza a Milano, al ritorno. Questo ceppo virale, il secondo ceppo europeo, venne isolato all'Istituto Scientifico San Raffaele a Milano e fu denominato SARS-Cov, stipite hSR1<sup>1</sup>. Tuttavia, tutte queste epidemie progredirono inizialmente in Cina e solo lì, in quella fase si rese necessario prendere severe misure restrittive e di sanità pubblica per limitare la diffusione di questo sconosciuto virus in modo da eliminare il rischio che si sviluppasse una vera e propria pandemia. La pandemia in quel caso venne anche evitata in quanto lo stesso virus presentava

---

<sup>1</sup> Fouchier RA, Kuiken T, Schutten M, et al, [Aetiology: Koch's postulates fulfilled for SARS virus](#), in *Nature*, vol. 423, n. 6937, 2003

in realtà una infettività medio-bassa. Questo aspetto quindi consentì di limitare molto la diffusione dell'infezione. Infatti vennero infettati esclusivamente quei soggetti che avevano avuto contatti molto stretti con individui colpiti dal virus. Le infezioni in molti casi si limitarono agli stessi operatori sanitari. I ricercatori si domandarono, all'epoca, quale fosse l'esatta origine del virus. Le domande a tale proposito erano molte: si era di fronte a un virus preesistente, che si era diffuso attraverso nuove vie di trasmissione? Era un nuovo virus, che si era generato grazie a mutazioni casuali, in grado di infettare l'uomo e con un potenziale patogeno di rilievo? Si trattava di un virus di origine animale che, a un certo punto aveva fatto il salto di specie, ossia era diventato in grado di infettare anche l'uomo? Gli studi in breve dimostrarono che si era in presenza di un coronavirus a RNA, quindi con un'organizzazione simile a quella di altri virus del genere coronavirus-famiglia Coronaviridae. Con questi virus, questo condivide la stessa modalità replicativa e la stessa suscettibilità a sostanze chimico-fisiche. Però non apparteneva a nessuno dei tre gruppi all'epoca conosciuti di coronavirus, da cui si differenziava sia da un punto di vista genetico che biologico. Il nuovo virus ad esempio presentava un più ampio spettro d'ospite (ossia era in grado di infettare più specie), era resistente a diversi farmaci come l'interferon- $\alpha$ , non infettava solo le vie respiratorie, ma anche altri organi (ad esempio i reni). Restava ancora da capire se si trattava di un coronavirus animale mutato. Questa tesi risultava rafforzata dalla evidenza che tra il coronavirus animale e quello umano, le differenze del genoma erano molto contenute, si limitavano infatti a una piccola mutazione di una sequenza della proteina ORF. Questo portò a ritenere, essendo questa malattia diffusa tra animali come lo zibetto, utilizzati a scopo alimentare in alcune regioni della Cina, che il virus umano derivasse da quello animale. Molti di questi animali sono venduti nei mercati, vengono macellati all'istante e subito consumati. Tra l'altro i primi ad essersi infettati furono, proprio, gli addetti alla macellazione ed alla ristorazione. Spesso, anche personale addetto a queste operazioni, pur essendo asintomatico, aveva gli anticorpi sierici anti-Sars-Cov. Altri studi di epidemiologia suggerirono che gli animali suddetti, che avevano causato l'infezione umana, avevano a loro volta ricevuto lo stesso virus da un particolare tipo di pipistrello, ospite naturale di un virus molto simile a quello ritrovato nell'uomo. Si era quindi in presenza di un "salto di specie", che rappresenta un fenomeno raro per la gran parte dei virus, ma frequente per i virus appartenenti al genere coronavirus. Negli anni successivi venne individuato un nuovo coronavirus respiratorio, questa volta nei suini, PR-Cov.

Un altro virus la cui diffusione ha destato allarme negli ultimi anni è quello della cosiddetta influenza aviaria. In realtà il virus venne individuato per la prima volta nel lontano 1923, ma la sua diffusione all'epoca non sembrava destare particolare preoccupazione. Solo con l'aumento dei casi nei primi anni del 2000 si iniziò a raccogliere dati epidemiologici (novembre 2003). Dall'inizio della raccolta dei dati, 63 Paesi o territori in Asia, Africa ed Europa hanno segnalato all'Organizzazione mondiale per la sanità animale infezioni da virus influenzale A/H5N1 in pollame e uccelli selvatici. Nel 2009, 9 Paesi hanno segnalato focolai in pollame o sono stati considerati enzootici: Bangladesh, Cambogia, Cina (Tibet e Xinjiang), Egitto, India, Indonesia, Laos, Nepal e Vietnam. Nel 2010 il virus era presente nei territori di 12 Paesi (Bangladesh, Bhutan, Cambogia,

Egitto, India, Indonesia, Israele, Laos, Myanmar, Nepal, Romaniaa e Vietnam). Nel 2010, sono stati segnalati casi negli uccelli selvatici dalle autorità di polizia sanitaria in Bulgaria, Cina (Tibet e Hong Kong), Mongolia e Russia (Repubblica di Tuva). In molti altri Paesi, in particolare dell’Africa sub-sahariana, si sospetta la trasmissione del virus A/H5N1 soprattutto tra gli animali da cortile, ma le carenze del sistema di controllo epidemiologico non consentono una documentazione scientifica di queste rilevazioni. A partire dal 2003, i casi di infezione da virus dell’influenza A/H5N1 sono stati documentati occasionalmente anche in altri mammiferi selvatici (come felini e furetti) o domestici (cani e gatti). Non è stata descritta una trasmissione secondaria per gli esseri umani a seguito di contatti con animali diversi dal pollame o da uccelli selvatici. Dall’inizio della rilevazione sono stati segnalati globalmente 500 casi umani di A/H5N1, con 296 decessi (tasso di letalità – CFR - del 59%) notificati all’Oms in 15 Paesi. Si tratta di casi evidentemente molto limitati a livello complessivo, ma è alta l’attenzione dei virologi rispetto alle potenzialità di questo virus<sup>2</sup>.

Spesso, in riferimento all’impatto economico del Covid-19 si cerca un parallelo con questi precedenti e in particolare con la SARS. Il passato può offrire spunti interessanti, ma il paragone mette in luce numerose differenze. Innanzitutto diversa la dimensione dell’economia cinese, che nel 2003 aveva un peso decisamente inferiore a quello attuale. La SARS determinò una contrazione del PIL della Cina di quasi l’1% (circa 100 miliardi di RMB). Nel 2003, tuttavia, la Cina rappresentava solo il 4% del PIL globale. Oggi l’economia cinese è sette volte più grande, rappresenta più del 16% del PIL globale e svolge un ruolo di importanza fondamentale in molte supply chain globali. Tra l’altro l’impatto della SARS sull’economia cinese fu di breve durata in gran parte limitato al secondo trimestre del 2003. Il tasso di crescita del PIL scese circa di due punti percentuali in quel trimestre, per poi rimbalzare durante il resto dell’anno. Il settore dei servizi, che fu quello maggiormente colpito, perse circa tre punti percentuali.

Alcune industrie, come ad esempio l’edilizia, sono state colpite duramente, mentre le attività primarie, come quelle agricole, registrarono solo un modesto impatto. Alcuni dei settori più colpiti si ripresero velocemente, come quello alimentare e dei trasporti<sup>3</sup>.

## ***1.2 L'emergenza Covid***

La storia di questa epidemia inizia tra ottobre e novembre del 2019 il nuovo coronavirus Sars-CoV-2 aveva iniziato a diffondersi, in Cina, in particolare a Wuhan, la città più popolata della parte orientale, importante centro commerciale. All’inizio, però, si pensava a un nuovo virus: inizia ad essere registrato è un certo numero di polmoniti anomale, dalle cause non riferibili ad altri patogeni<sup>4</sup>. L’infezione da Covid-19, ha assunto in poche settimane le proporzioni di una pandemia destinata a generare a livello globale significative

---

<sup>2</sup> Cfr. Ministero della Salute - Piano Nazionale di preparazione e risposta ad una pandemia influenzale – gennaio 2006

<sup>3</sup> Cfr. *Ilsole24ore* – Quale sarà l’impatto del coronavirus sull’economia mondiale ? Le stime e gli scenari formulate ad adesso – 22/3/2020

<sup>4</sup>Cfr. Adnkronos- Coronavirus, ricostruita la storia della pandemia – 9/4/2020



ripercussioni economiche e sociali. 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 robusto. Il Covid-19 si è rivelato sin da subito estremamente contagioso, anche da parte di soggetti asintomatici; inoltre, poiché gli esseri 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. 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.

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 mortalità più elevato (come nel caso di SARS e MERS-CoV)<sup>3</sup>.

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 sociale.

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 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.

L'intensificarsi delle misure per il contenimento della pandemia ne ha lasciato intravedere fin da subito le pesanti ripercussioni anche sul piano economico e sociale. 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.

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 imprese, 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.

### ***1.3 Andamento economia globale***

La pandemia COVID-19 si è diffusa con una velocità sorprendente in ogni parte del mondo contagiando milioni di persone (Figura 1.1.A). Il bilancio della salute e delle persone è elevato e continua a crescere, con centinaia di migliaia di morti e molte altre sofferenze a causa delle prospettive ridotte e dei mezzi di sussistenza interrotti. La pandemia rappresenta il più grande shock economico a cui l'economia mondiale abbia assistito negli ultimi decenni, causando un collasso dell'attività globale (Figure 1.1.B e 1.1.C).

Varie misure di mitigazione, come blocchi, chiusura di scuole e attività non essenziali e restrizioni di viaggio, sono state imposte dalla maggior parte dei paesi per limitare la diffusione del COVID-19 e alleviare la pressione sui sistemi sanitari. La pandemia e le misure di mitigazione associate hanno ridotto drasticamente i consumi e gli investimenti, oltre a limitare l'offerta e la produzione di manodopera.

Le ricadute transfrontaliere hanno sconvolto i mercati finanziari e delle materie prime, il commercio globale, le catene di approvvigionamento, i viaggi e il turismo.

I mercati finanziari sono stati estremamente volatili, riflettendo un'incertezza eccezionalmente elevata e il peggioramento delle prospettive. La fuga verso la sicurezza ha portato a un forte inasprimento delle condizioni finanziarie globali e degli altri paesi in via di sviluppo. I mercati azionari di tutto il mondo sono crollati, gli

spread sulle categorie di debito più rischiose si sono notevolmente ampliati ed i paesi emergenti hanno registrato grandi deflussi di capitali in gran parte tra marzo ed aprile. I prezzi delle materie prime sono diminuiti drasticamente a causa del calo della domanda globale, con il petrolio particolarmente colpito (Figura 1.1.D).

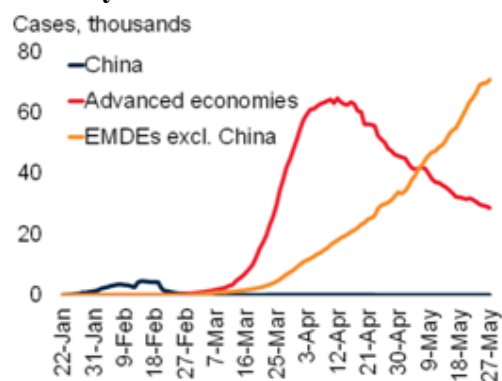
Molti paesi hanno fornito sostegno macroeconomico su larga scala per alleviare il colpo economico, che ha contribuito a una recente stabilizzazione dei mercati finanziari. Le banche centrali nelle economie avanzate hanno tagliato i tassi ufficiali e adottato altre misure di vasta portata per fornire liquidità e mantenere la fiducia degli investitori. Negli altri paesi minori, le banche centrali hanno anche allentato la politica monetaria (Figura 1.1.E). Il sostegno alla politica fiscale che è stato annunciato supera già di gran lunga quello promulgato durante la crisi finanziaria globale del 2008-2009.

Nel complesso, si prevede quest'anno che la pandemia farà precipitare la maggior parte dei paesi in recessione, con la produzione pro capite che si contrae nel più grande numero di paesi dal 1870 (Figura 1.1.F).

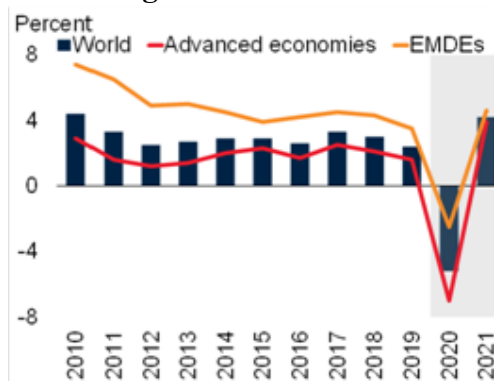
Le economie avanzate dovrebbero ridursi del 7 per cento nel 2020, a causa delle misure diffuse di allontanamento sociale, dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e del crollo della domanda esterna. Supponendo che tale situazione rimanga sotto controllo e l'attività riprenda nel corso di quest'anno, la Cina dovrebbe comunque rallentare all'1% nel 2020, la crescita di gran lunga più bassa che ha registrato in più di quattro decenni.<sup>5</sup>

**FIGURA 1.1**

**A. Daily new COVID-19 cases**



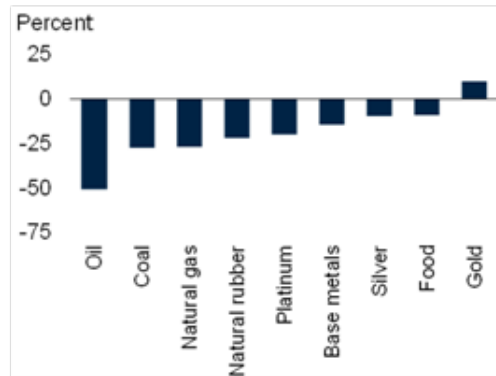
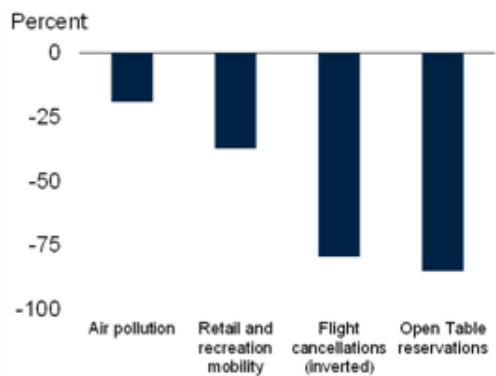
**B. Global growth**



<sup>5</sup> Cfr. World Bank Group - Global Economic Prospects - June 2020

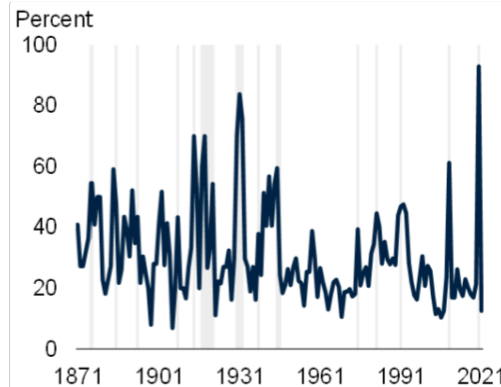
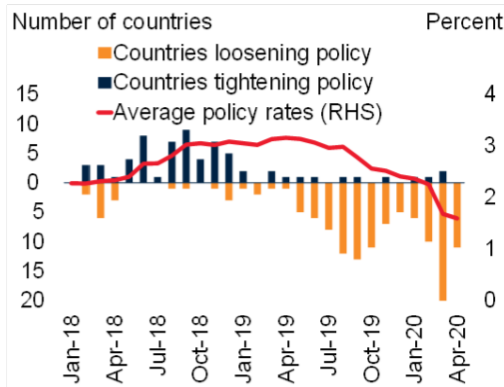
### C. Change in global activity indicators in 2020

### D. Commodity price changes since January 2020



### E. Global policy rates

### F. Share of economies in recession, 1871-2021



Source: Air Quality Open Data Platform; Airportia; Bank for International Settlements; Bloomberg; European Central Bank; Google COVID-19 Community Mobility Reports; Johns Hopkins University; J.P. Morgan; OpenTable; University of Oxford; World Bank.

Note: EMDEs = emerging market and developing economies.

A. Figure shows 7-day moving averages. Last observation is May 27, 2020.

B. Shaded areas indicate forecasts. Data for 2019 are estimates. Aggregate growth rates calculated using GDP weights at 2010 prices and market exchange rates.

C. Air pollution is the change in NO<sub>2</sub> emissions over January 1 to May 28 in 2019 and 2020. Retail and recreation mobility is the percent change for May 21, 2020 from baseline, which is the median value for the corresponding day of the week during the 5-week period January 3-February 6, 2020, based on data from Google. Flight cancellations shows the cancellations relative to total planned flights based on comparing currently operating flights in 2020 with flights that were operating 52 weeks ago in 2019 as of May 27, 2020. Open Table reservations shows the change in seated diners at restaurants on the OpenTable network on May 27 in 2019 and 2020. For more information on flight cancellations data, go to <https://www.airportia.com/coronavirus/>.

D. Figure shows the change in the monthly average of commodity prices between January 2020 and the last observation, which is May 2020. Price changes for “Base metals” and “Food” show World Bank Pink Sheet indexes. Oil price is unweighted average of Brent, WTI and Dubai prices.

E. Average policy rates are weighted using 2018 U.S. dollar GDP. Sample includes 13 advanced economies and the Euro Area and 21 EMDEs. Bars show the number of central banks lowering or raising their policy rate in a given month. Last observation included is April 2020.

F. Share of economies in recession, defined as an annual contraction in per capita GDP.

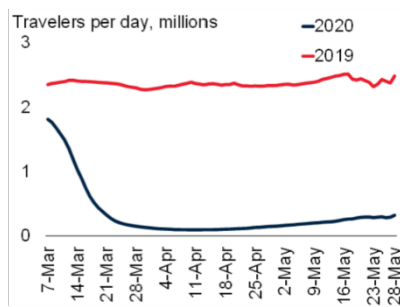
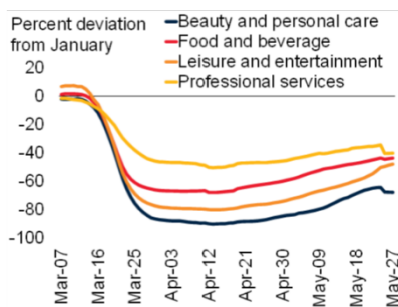
## STATI UNITI

L'epidemia domestica di COVID-19 e le relative misure di controllo della pandemia su larga scala hanno interrotto l'attività in maniera massiccia. Gli indicatori del settore dei servizi ad alta frequenza segnalano un collasso senza precedenti, soprattutto per i servizi e i viaggi (Figure 1.2.A e 1.2.B). Rispetto alla crisi finanziaria globale, le richieste di disoccupazione settimanali sono aumentate molto più rapidamente, mentre la produzione industriale e le vendite al dettaglio sono diminuite molto più bruscamente (Figura 1.2.C). Nel frattempo, il crollo dei prezzi del petrolio ha depresso gli investimenti nel settore petrolifero statunitense ad alto indebitamento (Figura 1.2.D). La Federal Reserve ha tagliato i tassi quasi a zero e ha annunciato misure di vasta portata per stabilizzare il sistema finanziario. Questi ultimi includono acquisti illimitati di debito pubblico statunitense e obbligazioni garantite da ipoteca, nonché acquisti su larga scala di obbligazioni societarie e di titoli emessi da livelli di governo inferiori. Il governo degli Stati Uniti ha anche fornito un sostegno fiscale che si avvicina a \$ 3 trilioni di dollari, inclusi oltre \$ 1 trilione di prestiti alle imprese e ai governi statali e locali. Sono allo studio ulteriori misure, come un altro ciclo di trasferimenti diretti alle famiglie.

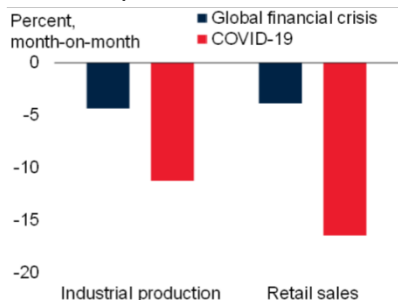
Si prevede che il PIL degli Stati Uniti si contrarrà del 6,1 per cento nel 2020 - 7,9 punti percentuali al di sotto delle previsioni precedenti, riflettendo le gravi conseguenze della pandemia nella prima metà dell'anno e una presunta graduale ripresa nella seconda metà (Figura 1.2 E). Successivamente si prevede che rimbalzi al 4% nel 2021, poiché il sostegno alle politiche su larga scala guadagna trazione, in un presunto recupero della fiducia dei consumatori e degli investitori.

**FIGURA 1.2**

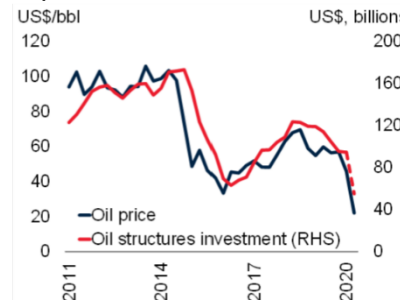
### A. Reduction in hours worked B. TSA passenger traffic



### C. Industrial production and retail



### D. U.S. oil prices and oil structures sales investment



Source: Bloomberg; Haver Analytics; Homebase; Federal Reserve Bank of St. Louis; Transportation Security Administration; World Bank.

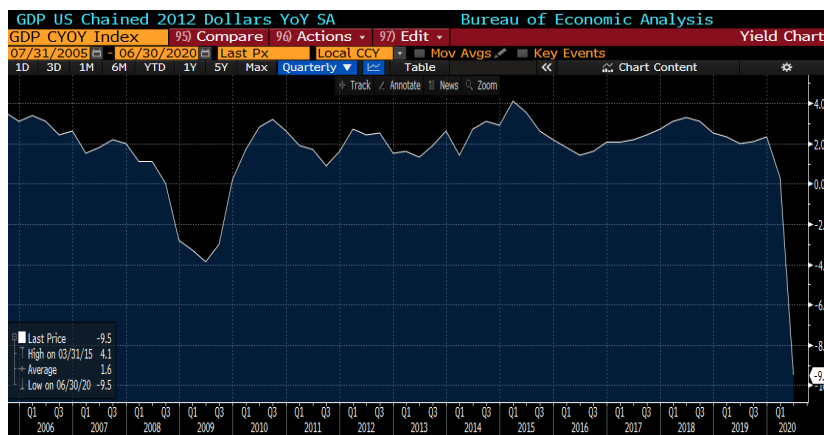
A. Figure shows 7-day moving average. Sample covers 60,000 small businesses and 1 million hourly employees in the U.S. The data compare the hours worked for the observed day against the median hours worked for the same day of the week during the period January 4, 2020 to January 31, 2020 in order to compare the level of activity to pre-COVID-19 levels. Last observation is May 27, 2020. For more information on the data, go to <https://joinhomebase.com/data/covid-19/>.

B. TSA = Transportation Security Administration. Figure shows 7-day moving average. Last observation is May 28, 2020.

C. Figure shows April 2020 for COVID-19 and the largest one-month decline over the period 2007-09 for the global financial crisis, which is September 2008 and November 2008 for industrial production and retail sales, respectively.

D. Figure shows quarterly data. Oil price is the quarterly average of the West Texas Intermediate benchmark. Oil structures investment reflects the real private fixed investment in mining exploration, shafts, and wells structures. Last observation for investment is 2020Q1 with forecast for 2020Q2 based on a regression of oil structures investment on oil price. Last observation for oil price is 2020Q2, which is based on data through May 28, 2020.

## E. Andamento PIL USA



Elaborazione dati fonte Bloomberg

## AREA EURO

Le diffuse epidemie di virus in tutta l'area dell'euro hanno spinto i governi a imporre varie misure di mitigazione come blocchi a livello nazionale, chiusure scolastiche estese e restrizioni ai confini (Figura 1.3.A). Questi hanno perturbato in modo significativo l'attività economica interna (Figura 1.3.B). Molti membri dell'area dell'euro dipendono fortemente dal turismo, un settore praticamente chiuso dalle politiche governative e particolarmente incline a una ripresa lenta (Figura 1.3.C; Mann 2020). A differenza degli Stati Uniti, l'aumento della disoccupazione è stato finora modesto, in gran parte a causa dell'uso diffuso di politiche del lavoro a tempo ridotto (Figura 1.3.D).

In risposta, la Banca centrale europea ha offerto prestiti a basso tasso di interesse alle banche, incrementato in modo significativo gli acquisti di asset e dissipato i timori di insolvenze dei paesi membri eliminando le restrizioni distributive sul suo programma di acquisto di obbligazioni. I governi membri hanno implementato significativi pacchetti di sostegno fiscale. Ad esempio, la Germania ha fornito uno stimolo pari al 4,5% del PIL, circa il doppio del sostegno fornito nel 2009, oltre a una dotazione di oltre il 20% del PIL in garanzie sui

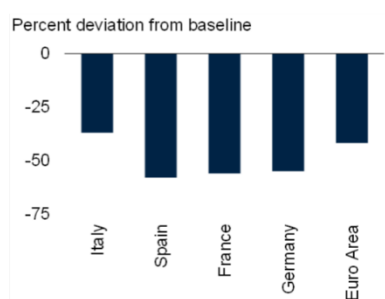
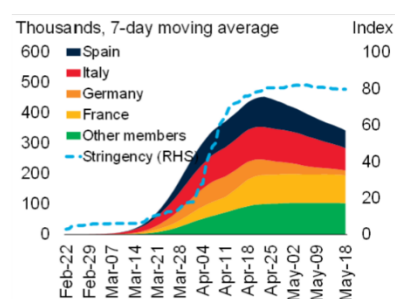
prestiti per il settore aziendale. L'Italia, sebbene vincolata dagli elevati livelli di debito esistenti, ha annunciato uno stimolo fiscale superiore al 4% del PIL. I grandi paesi membri stanno anche portando avanti un importante piano di ripresa per l'Unione europea, comprese le sovvenzioni per le economie più colpite dalla crisi.

La produzione dell'area dell'euro dovrebbe contrarsi del 9,1 per cento nel 2020 - 10,1 punti percentuali al di sotto delle proiezioni precedenti - con tutti i principali paesi membri che stanno vivendo una recessione prima che inizi una graduale ripresa verso la fine dell'anno (Figura 1.3.E).

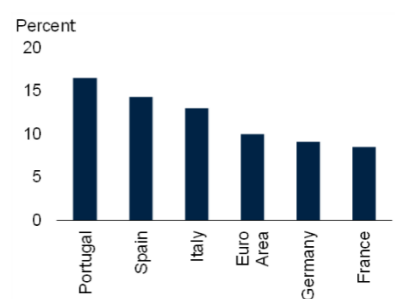
Si prevede che la crescita rimbalzerà al 4,5% nel 2021, riflettendo il calo della resistenza legata alla pandemia e gli eventuali effetti di una politica fiscale e monetaria accomodante.

### FIGURA 1.3

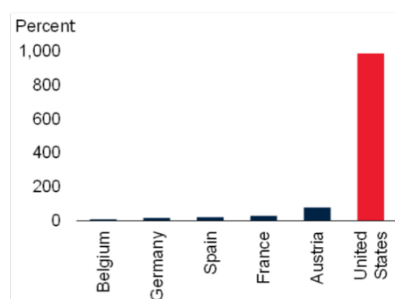
A. Cumulative confirmed COVID-19 cases and mitigation measures and recreation across Euro Area member countries  
 B. Google mobility trends for retail



C. Share of tourism in GDP in 2019

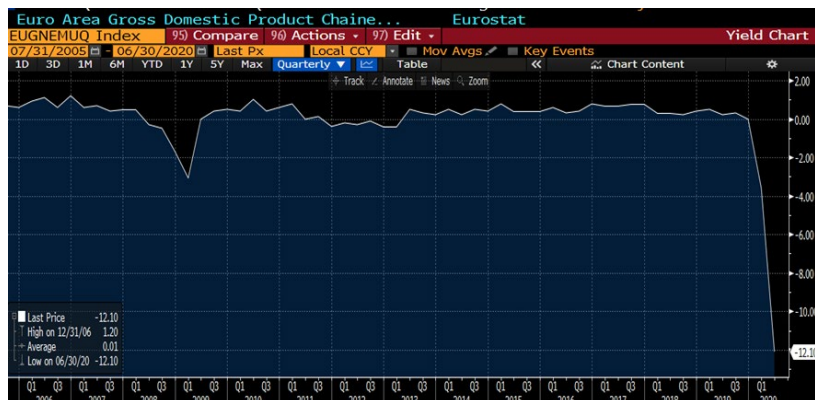


D. Change in continuous employment insurance claims



Source: Google COVID-19 Community Mobility Reports; Haver Analytics; Johns Hopkins University; University of Oxford; World Bank; World Travel and Tourism Council

## E. Andamento PIL Eurozona



Elaborazione dati fonte Bloomberg

## GIAPPONE

In Giappone, le misure preventive sono state in grado di rallentare la diffusione del virus, ma hanno innescato un calo dell'attività economica, amplificando le ricadute negative acute attraverso i canali commerciali e finanziari. Il rinvio delle Olimpiadi estive di Tokyo 2020 ha aggravato gli effetti economici negativi della pandemia. Per aiutare a sostenere la crescita, la Banca del Giappone ha aumentato i suoi acquisti di titoli e obbligazioni societarie, ampliando le dimensioni del suo bilancio di oltre il 10% del PIL da gennaio. Il governo ha anche annunciato pacchetti di sostegno fiscale per un valore cumulativo di circa il 40 per cento del PIL, oltre a riproporli fondi dello stimolo di dicembre 2019 – ad attenuare l'impatto interno dell'epidemia.

La produzione dovrebbe ridursi del 6,1% nel 2020, 8 punti percentuali in meno rispetto alle precedenti aspettative. Risultati più deboli del previsto all'inizio dell'anno, così come i gravi effetti della pandemia, contribuiscono al declassamento.

La crescita dovrebbe recuperare al 2,5% in 2021, aiutato dal sostegno fiscale e monetario.

## CINA

La produzione ha subito una forte contrazione nel primo trimestre, con consumi privati e non finanziari servizi particolarmente colpiti dalla pandemia e un lungo periodo di restrizioni per arginarlo.

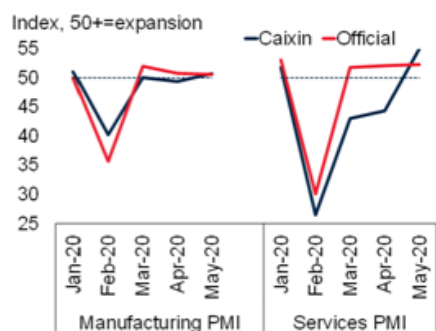
Le esportazioni sono crollate, più delle importazioni, come risultato di chiusure temporanee di stabilimenti. L'attività è stata normalizzandosi gradualmente nel secondo trimestre in seguito all'allentamento dei blocchi (Figure 1.4.A - 1.4.C). Tuttavia, le aziende continuano a far fronte a carenze di finanziamenti e domanda esterna depressa (Figura 1.4.D). Le autorità hanno implementato politiche monetarie e fiscali per attutire l'impatto economico dell'epidemia. Questi hanno incluso la fornitura di iniezioni di liquidità significative, sgravi fiscali, spesa sanitaria e assistenziale di emergenza per un valore di circa il 2,8% del PIL e l'autorizzazione di ulteriori emissioni di obbligazioni governative centrali e locali speciali equivalenti a circa



il 2,6% del PIL (Banca mondiale 2020a). Riflettendo le principali interruzioni causate dalla pandemia, si prevede che la crescita decelererà bruscamente, dal 6,1% nel 2019 all'1% nel 2020. Si tratta di 4,9 punti percentuali al di sotto delle proiezioni precedenti e il tasso di crescita più basso in oltre quattro decenni (Figura 1.4.E). La crescita dovrebbe riprendersi nel 2021, raggiungendo il 6,9%, riflettendo in parte una prevista ripresa della domanda globale.

**FIGUR 1.4**

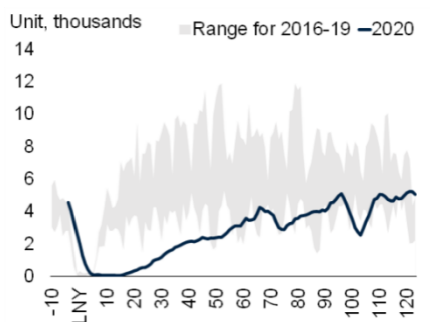
**A. Purchasing Managers' Index**



**B. Congestion delay index, 100-city average**



**C. Commercial real estate sales in 30**



**D. Industrial profits and revenue large- and medium-sized cities**



Source: Baidu; China National Bureau of Statistics; Haver Analytics; Wind; World Bank.  
Note: LNY = Lunar New Year.

A. Official and Caixin Purchasing Managers' Index (PMI). PMI readings above (below) 50 indicate expansion (contraction) in economic activity. Last observation is May 2020.

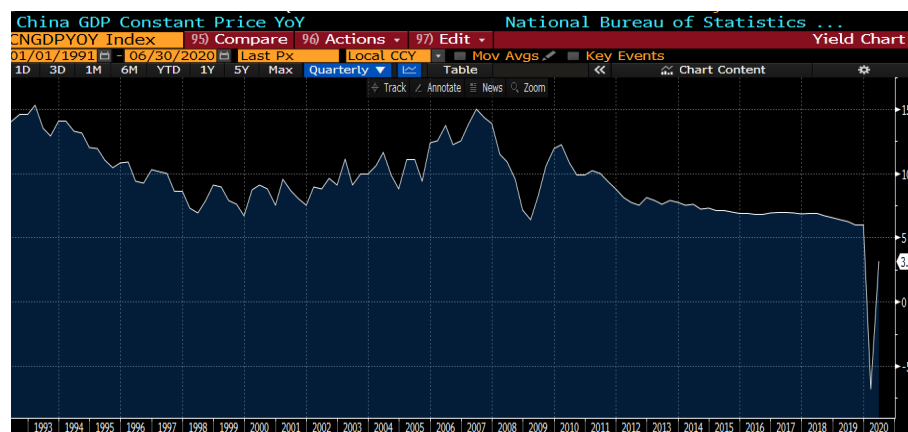
B. Baidu's traffic congestion data is derived from Baidu's real-time traffic information map application. The traffic congestion delay index evaluates the degree of urban congestion, specifically the ratio of the average actuarial travel time to free travel time of urban residents. The congestion index ranges from 1 to 4, where 1 indicates smoothness, 2 indicates slow movement, 3 indicates congestion, and 4 indicates severe congestion. Number on the x-axis indicate days before and after Chinese Lunar New Year. 7 day moving average. Last observation is May 27, 2020.

C. Commercial real estate refers to commercial residential buildings (excluding affordable housing), office buildings, and buildings for commercial businesses. Hangzhou, Nanchang, Wuhan, Harbin, Kunming, Yangzhou, Anqing, Nanning, Lanzhou, Jiangyin, and Foshan provide commercial buildings' sales data (including residential, office and commercial building sales data). Beijing, Shanghai, Guangzhou, Shenzhen, Nanjing, Qingdao, Suzhou, Xiamen, Dalian, Wuxi, Fuzhou, Dongguan, Huizhou, Baotou, Changchun, Yueyang, Shaoguan, Chengdu, Changsha, Shijiazhuang, Tianjin provide only partial sales data on commercial residential buildings. Numbers on the x-axis indicate days before and after Chinese Lunar New Year. Figure shows 7-day moving average. Last observation is May 27, 2020.

D. Figure shows seasonally adjusted profits for all industrial enterprises. Data for January and February are not published by the statistical source due to the Chinese New Year. Haver Analytics calculates figures for January and February by allocating the published February year-to-date figures

to January and February using the number of working days as weights. Last observation is April 2020.

## E. Andamento PIL Cina



Fonte: Elaborazione dati fonte Bloomberg

La diffusione della pandemia ha inoltre sostanzialmente bloccato i viaggi internazionali e interrotto le catene del valore globali, determinando una forte contrazione del commercio globale. Una fuga verso la sicurezza ha innescato forti cali nei mercati azionari globali, deflussi di capitali senza precedenti dai paesi in via di sviluppo, aumento degli spread del rischio di credito e deprezzamenti per molte valute. Il calo della domanda ha portato a un forte calo della maggior parte dei prezzi delle materie prime, con un crollo particolarmente sostanziale dei prezzi del petrolio.

Indicatori recenti evidenziano che il commercio globale sta diminuendo di più nel 2020 rispetto al periodo della crisi finanziaria globale, in parte a causa delle interruzioni che la pandemia COVID-19 ha causato ai viaggi internazionali e alle catene del valore globali. Il commercio è tipicamente più volatile della produzione e tende a diminuire particolarmente in tempi di crisi. Gli investimenti, che sono più ciclici e ad alta intensità di scambi rispetto ad altre categorie di spesa, sono diminuiti in tutto il mondo poiché le aziende devono affrontare problemi di finanziamento e ritardare l'espansione. Le imprese esportatrici tendono ad essere particolarmente attive nei mercati del credito e sono maggiormente influenzate negativamente quando il costo del credito aumenta. Le perturbazioni nei mercati del credito hanno svolto un ruolo importante nella contrazione del commercio globale durante la crisi finanziaria globale e la conseguente debolezza del rimbalzo.

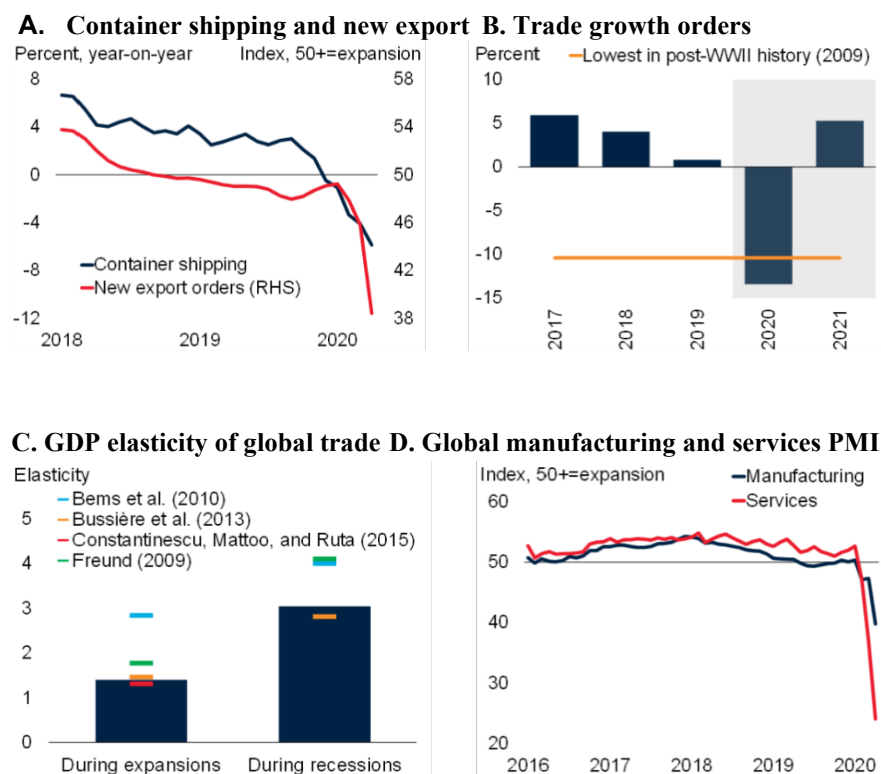
Il calo dell'attività si è concentrato nei settori dei servizi tipicamente stabili (Figura 1.5.D). Le restrizioni di viaggio e le preoccupazioni per COVID-19 hanno portato a un crollo precipitoso del turismo, un settore che negli ultimi anni ha rappresentato circa il 6,5% delle esportazioni globali di beni e servizi, con forti cali nelle economie con i focolai più gravi (Figura 1.5.E).

Con la diffusione della pandemia, i rigidi controlli alle frontiere e i ritardi nella produzione hanno pesato sul commercio. Le misure per rallentare l'epidemia hanno limitato o ritardato la fornitura di input critici, in

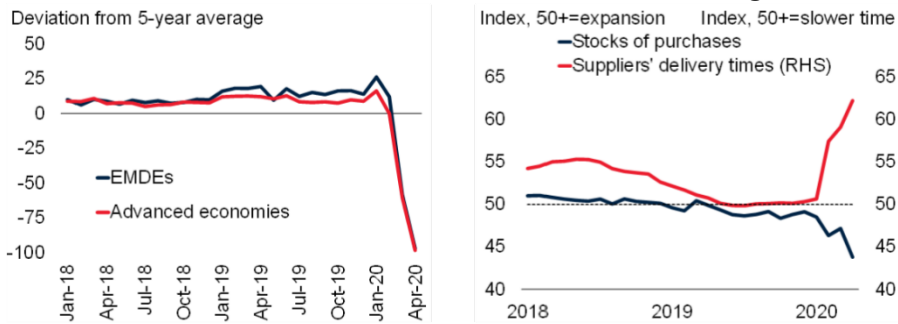
particolare nei settori automobilistico ed elettronico. Il crollo del traffico aereo ha provocato un forte aumento dei costi del trasporto aereo, mettendo a dura prova le industrie che fanno affidamento sulla consegna just-in-time di beni intermedi di provenienza estera. I tempi di consegna dei fornitori si sono notevolmente allungati e le scorte si sono esaurite (Figura 1.5.F).

Si prevede che il forte calo dell'attività nella prima metà di quest'anno contribuirà a una contrazione del commercio globale di circa il 13,4% nel 2020. Si ipotizza che una graduale ripresa inizierà durante la seconda metà dell'anno con la revoca dei controlli, a livelli più tipici e i produttori ricostruiscono le scorte. Questa ripresa dovrebbe essere storicamente debole, tuttavia, riflettendo il carattere eccezionale della crisi attuale, nonché il tempo necessario per ripristinare la fiducia, per sostituire le aziende in bancarotta e per creare ambienti di lavoro e di intrattenimento protetti dai virus. In particolare, i servizi non beneficiano tanto quanto la produzione quando le scorte vengono riassortite e quando gli acquisti di beni durevoli riprendono dopo un periodo di differimento. I viaggi aerei internazionali possono impiegare molto tempo per tornare ai livelli degli ultimi anni, poiché le imprese e i turisti effettuano rivalutazioni fondamentali del compromesso tra viaggi all'estero e rischi di infezione, le compagnie aeree riducono il carico dei passeggeri per aumentare la spaziosità e i governi mantengono una maggiore rigidità controlli alle frontiere.

**FIGURA 1.5**



**E. Monthly tourist arrivals as a share of average** **F. Subcomponents of the global manufacturing PMI since 2015**



Source: Haver Analytics; Institute of Shipping Economics and Logistics; World Bank.

Note: PMI = Purchasing Managers' Index.

A.D. PMI readings above (below) 50 indicate expansion (contraction) in economic activity.

A. Figure shows 3-month moving averages. New export orders are for manufacturing and measured by PMI. Last observation is April 2020.

B. Shaded area indicates forecasts. Trade is the average of import and export volumes.

C. Bars show the coefficient of a simple regression of global trade on GDP from 2011-2019 "during expansions" and using 2009, 1991, 1982, and 1975 "during recessions". Recession is defined as a contraction in real per capita GDP. These roughly correspond with more sophisticated estimates such as Bems, Johnson, and Yi (2010); Bussière et al. (2013); Constantinescu, Mattoo and Ruta (2015); and Freund (2009).

D. Manufacturing and services are measured by PMI. Last observation is April 2020.

E. Figure shows the deviation from the unweighted country average for each month since 2015.

Sample includes 29 EMDEs and 22 advanced economies. Last observation is April 2020.

F. Figure shows the global stocks of purchases and the suppliers' delivery times PMI. For the stocks of purchases, PMI readings above (below) 50 indicate expansion (contraction) in economic activity; the suppliers' delivery times PMI readings above (below) 50 indicate slower (faster) deliveries. This is reversed from how this subcomponent is normally presented, to reflect that the slowdown in deliveries is a consequence of production disruptions rather than a sign that the economy is working near full capacity. Last observation is April 2020.

Per quanto riguarda l'Italia il PIL ha registrato una flessione del 4,7 per cento nel primo trimestre<sup>6</sup>. Le indicazioni finora sembrano suggerire una contrazione dell'attività economica ancora più intensa nel secondo trimestre con un impatto particolarmente accentuato nel comparto dei servizi. Ci si attende un recupero di molteplici fattori, rispetto ai quali è molto difficile formulare previsioni: la durata e l'estensione del contagio, l'evoluzione dell'economia globale, gli effetti sulla fiducia e sulle decisioni di spesa dei cittadini e di investimento delle imprese, eventuali ripercussioni finanziarie; queste saranno dipendenti dall'efficacia delle politiche economiche finora introdotte. Gli osservatori concordano che in queste condizioni diventa molto complesso formulare previsioni macroeconomiche.

In uno scenario centrale è possibile ipotizzare che l'allentamento delle misure di contenimento (allentamento avviato a maggio) prosegua in modo graduale e con esso l'attenuazione delle ripercussioni economiche, e che gli effetti della pandemia possano rimanere complessivamente sotto controllo nei prossimi trimestri sia in Italia che a livello internazionale, permettendo l'uscita dalla fase pesantemente recessiva in tempi ragionevolmente rapidi. Sempre nello scenario centrale si ipotizza che la quota di attività produttive interessate da provvedimenti di sospensione, che era pari a circa un terzo del valore aggiunto in aprile, scenda intorno al 10 per cento in maggio e diminuisca ulteriormente a giugno, e che a ciò segua un recupero dell'attività

<sup>6</sup> Cfr. BANKITALIA - L'IMPATTO DELLA PANDEMIA DI COVID-19 SULL'ECONOMIA ITALIANA - 15 maggio 2020

relativamente rapido nella seconda metà dell'anno. Si tratta comunque di previsioni che hanno in sé un grosso elemento di incertezza essendo evidentemente difficile ipotizzare l'effettivo sviluppo della pandemia nel prossimo futuro.

#### ***1.4 La cosiddetta “Pandeconomia”***

La pandemia ha trasformato il mercato locale e internazionale in modo diverso rispetto al passato. Se si fa un confronto con le pandemie passate come quelle causate dalla peste, i mercati locali si riducevano visibilmente mentre crollava il rapporto con l'esterno e quindi l'import/l'export della regione o città colpita, che non veniva più rifornita dall'esterno. Senza il mercato locale la società si disfaceva, perché gli scambi fondati sulla reciprocità erano dipendenti sulle relazioni sociali.

In poco tempo venivano a mancare il cibo, le medicine e tutti beni di consumo tanto che la carestia era una conseguenza inevitabile. Oggi grazie al progresso tecnologico, il Covid -19 non ha prodotto gli stessi effetti nei paesi industrializzati. Quelle che sono state colpite invece sono le relazioni sociali, già staccate dallo scambio di beni e servizi, con un rapporto sempre più anonimo tra consumatori e merci, senza mediazione sociale. Si può affermare che la pandemia abbia accelerato il cosiddetto “capitalismo delle piattaforme” ossia sempre meno visibile e confrontabile, fatto di piattaforme digitali che diventano le custodi e le padrone dei nostri dati sensibili e delle nostre scelte di consumo.<sup>7</sup>

##### **1.4.1 Conseguenze economico-politiche**

La pandemia da Coronavirus ha messo in fibrillazione l'economia del mondo in misura diversa dal passato tanto che ha determinato una serie di risposte di politica economica e sanitaria. In primis la velocità di diffusione e di sincronia, dovuta principalmente ai mezzi di comunicazione, alla globalizzazione del mercato capitalistico e alla grande mobilità delle persone oltre che alle merci. Una prima conseguenza di fondamentale importanza è il crollo della globalizzazione dei mercati dal quale si può dedurre come lo spazio del mercato comune europeo diventa ormai essenziale e strategico e che la UE debba fare un salto di qualità nella sua integrazione economica e sociale. Un secondo effetto riguarda sicuramente il ruolo dello Stato che può con i suoi organi e le sue istituzioni adattarsi e muoversi in modo efficace in ogni campo di lavoro tanto che punto emerge l'opportunità di costruire una economia nuova fondata su un allargamento del mercato locale, una minore dipendenza dall'export e un ruolo di pianificazione e di risposta da parte dello Stato.

Si può notare quindi che si sta mettendo in discussione una serie di fattori fondamentali come: la riduzione dei processi di globalizzazione che porta come conseguenza una ripresa di ruolo e valore del mercato interno, il

---

<sup>7</sup> Cfr Tonino Perna - Pandeconomia: Le alternative possibili - giugno 2020

rafforzamento del potere dello Stato che si rafforza e delle istituzioni che sono obbligate a trasformarsi e infine l'accelerazione dei processi sociali e politici.

Il coronavirus ha avuto un profondo effetto sugli scambi internazionali, rappresentandone in un certo senso l'anno zero: una fase completamente nuova, in cui le tendenze e le tensioni recenti appaiono lontane dinanzi ai cambiamenti strutturali nei flussi che stanno avvenendo o che potranno avvenire nel prossimo futuro. La ristrutturazione delle catene del valore, i fenomeni di re-shoring, in particolare per le produzioni considerate strategiche, e la regionalizzazione delle catene produttive fungeranno da grandi acceleratori verso un cambiamento profondo delle rotte e dei flussi commerciali mondiali.

Nel 2019, le tensioni sino-americane minacciavano di provocare un forte rallentamento nei volumi degli scambi globali e una diversione del commercio in favore di attori esterni alla disputa, come Unione europea, Sud-Est asiatico, Messico e Canada. L'accordo tra Washington e Pechino, a metà gennaio, sembrava aver posto le basi per migliorare le prospettive nei mesi a venire, ma il coronavirus è arrivato come un cigno nero a sconvolgere ogni previsione. Basta un dato per comprendere la portata di quanto sta accadendo: il WTO stima che nel corso dell'anno i flussi di scambio potranno contrarsi sino al 32%, e tali stime sono state prodotte quando ancora i Paesi emergenti non erano stati pienamente investiti dall'ondata epidemica. I più colpiti sarebbero Nord America e Asia, con una contrazione rispettivamente del -41% e del -36%; a seguire Europa (-33%) e America centrale e meridionale (-31%). L'arresto dell'economia ha compresso marcatamente l'interscambio estero di beni della Cina, acuendo, per effetto della centralità di questo paese nelle catene globali del valore, la flessione degli scambi commerciali mondiali. Le ricadute derivanti dall'interruzione delle forniture sono state rilevanti per le imprese italiane, che importano quasi il 6 per cento dei loro beni intermedi dalla Cina.

La drastica riduzione della mobilità internazionale ha colpito direttamente i servizi di trasporto e i flussi turistici, interrompendo l'espansione della componente che negli ultimi anni, aveva sospinto la dinamica del commercio globale. Sulla base dei dati dell'organizzazione intergovernativa che coordina il traffico aereo a livello europeo (Eurocontrol), in aprile e nella prima metà di maggio il traffico aereo complessivo si è contratto di oltre il 90 per cento rispetto allo scorso anno. La maggior parte delle manifestazioni fieristiche programmate per la primavera sono state annullate o rinviate alla seconda metà dell'anno, in Italia come nel resto dell'Europa, con effetti negativi potenzialmente duraturi sui legami internazionali tra imprese. Il collasso del turismo ha effetti molto rilevanti per l'economia italiana: secondo le stime del World Travel and Tourism Council, per il 2017 – considerando anche gli effetti indiretti – al settore turistico è imputabile il 13,2 per cento del PIL; il 14,6 in Spagna, il 9,5 in Francia e l'8,6 in Germania (cfr. Bankitalia - Bollettino economico, 2, 2020). Poiché il turismo straniero pesa per circa un terzo del totale, in Italia gli effetti recessivi rimarranno considerevoli finché la mobilità internazionale continuerà a essere frenata da disposizioni normative o dalla percezione di un maggiore rischio di contagio nei viaggi internazionali.

L'attuazione delle misure di contenimento del contagio ha amplificato la caduta dell'attività nei settori giudicati "non essenziali" e di conseguenza sospesi in molti paesi; la possibilità di ricorrere a modalità di smart

working nei settori lavorativi ha permesso di contenere la perdita di valore aggiunto. Le chiusure hanno avuto un impatto molto eterogeneo tra settori: alcuni, come l'agricoltura e i servizi finanziari e assicurativi, ne hanno risentito in misura limitata; altri, in particolare i servizi di ristorazione, ospitalità e intrattenimento, hanno visto il proprio fatturato quasi completamente azzerato.

Sin dai primi segnali di crisi, le aziende hanno programmato una significativa revisione al ribasso della spesa per investimenti, che potrebbe tradursi in un sensibile calo nel prossimo futuro. Il ridimensionamento sembra essere maggiore nell'edilizia e nei servizi non commerciali. Il fabbisogno di liquidità delle imprese è considerevolmente aumentato soprattutto per la gestione del circolante, inficiato dalla perdita di fatturato. Le misure introdotte dal Governo sono mirate a evitare che le carenze di liquidità si trasformino rapidamente in crisi di insolvenza.

Le ricadute della crisi sull'occupazione sono state rilevanti in tutti i paesi. In Italia il fermo delle attività non essenziali ha riguardato circa un terzo degli occupati. Il blocco dei licenziamenti ed il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), esteso eccezionalmente a tutte le imprese, dovrebbe consentire di salvaguardare le posizioni permanenti riducendo le ore lavorate pro capite. La flessione della domanda di lavoro ha riguardato tutti i gruppi professionali; ne hanno risentito meno le professioni intellettuali e impiegatizie, che più di frequente possono essere svolte a distanza. La diffusione del contagio avrebbe verosimilmente portato a una forte riduzione dell'input di lavoro anche in assenza della sospensione delle attività, qualora molti lavoratori si fossero ammalati o assentati dal luogo di lavoro per evitare il contagio oppure per accudire familiari ammalati.

Per le famiglie, la pandemia determina, in generale, effetti di natura reale e finanziaria. Da un lato, i nuclei familiari risentono della caduta dell'occupazione e dei redditi da lavoro; dall'altro, subiscono l'erosione della loro ricchezza finanziaria dovuta al calo dei prezzi azionari e obbligazionari. Gli effetti sulla spesa per consumi possono essere considerevoli, anche prescindendo dalle limitazioni agli acquisti connesse con le misure di contenimento. Il reddito disponibile è sceso in misura più marcata tra le famiglie a basso reddito, tra le quali è più elevata la quota di occupati in settori oggetto dei provvedimenti di sospensione e limitazione dell'attività produttiva o in mansioni non effettuabili a distanza. L'impatto sulla disuguaglianza nella distribuzione dei redditi dovrebbe essere parzialmente mitigato dagli ammortizzatori sociali, estesi anche a categorie tradizionalmente escluse.

La scarsa disponibilità di attività finanziarie liquide tra i nuclei familiari con redditi più bassi può far sì che lo shock sul reddito possa tradursi in un sensibile aumento del numero di famiglie che non riescono a mantenere standard di vita accettabili. Sulla base dell'ultima indagine armonizzata europea sui bilanci delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), riferita al 2016, è possibile effettuare un confronto internazionale della quota di persone, nelle diverse classi di reddito, in grado di vivere alla soglia convenzionale di povertà attingendo solamente alle attività finanziarie liquide disponibili. In Italia, tra le famiglie in cui la persona di riferimento ha meno di 65 anni e il cui reddito ricade nel primo quinto della distribuzione dei redditi disponibili equivalenti, circa l'80 per cento non ha risparmi liquidi sufficienti per

rimanere al di sopra della soglia di povertà per più di nove settimane. La quota corrispondente è maggiore in Spagna (85 per cento circa), simile in Germania e inferiore in Francia (75 per cento circa). Nei tre quinti centrali della distribuzione dei redditi, tale quota in Italia è invece inferiore a quella degli altri paesi (35 per cento a fronte di valori superiori al 40).

La crisi innescata dalla pandemia ha ripercussioni negative soprattutto per le generazioni più giovani. Come nelle recenti recessioni, la riduzione delle assunzioni e il mancato rinnovo dei contratti temporanei ha riguardato particolarmente chi è entrato da poco nel mercato del lavoro. Per sopperire alla chiusura delle scuole e delle università si è fatto ricorso a modalità di didattica a distanza. L'utilizzo di tali modalità non è stato tuttavia omogeneo nel Paese e ha sollevato seri problemi di equità nell'accesso all'istruzione, poiché ne sono esclusi gli studenti che vivono in famiglie che non dispongono degli ambienti e di tecnologie adeguate a seguire le lezioni a distanza.

Un fattore di amplificazione degli effetti economici dell'epidemia può derivare da un riaccendersi delle tensioni finanziarie. Queste si sono rapidamente inasprite, raggiungendo l'apice intorno alla metà di marzo, con la diffusione dell'epidemia in Europa e negli Stati Uniti. Sono caduti i principali indici di borsa mondiali ed è salita repentinamente l'avversione al rischio degli investitori; la volatilità attesa ha raggiunto un picco simile a quello registrato nella fase più intensa della crisi finanziaria globale (cfr. il capitolo 14: I mercati monetari e finanziari). Le aspettative di un rapido peggioramento dei saldi di finanza pubblica e di un forte aumento delle emissioni di titoli di Stato nella maggior parte dei paesi hanno indotto gli investitori a richiedere premi più elevati per il rischio sovrano. Le tensioni sono state contenute dagli interventi delle banche centrali e dagli annunci di provvedimenti di politica economica, ma le condizioni su molti mercati rimangono fragili.

#### **1.4.2 Orientamento delle politiche economiche**

La risposta delle politiche economiche non ha potuto fare leva sulle tradizionali misure di sostegno alla domanda di consumo e di investimento; il disegno degli interventi ha dovuto tenere conto delle circostanze eccezionali in cui si sono trovati a operare i settori produttivi.

In tutti i paesi le politiche di bilancio e monetarie hanno rapidamente reagito in senso espansivo e con misure di dimensione eccezionale. La diversa entità degli interventi nei vari paesi ha rispecchiato le differenze nelle condizioni economiche e finanziarie di partenza, nella profondità della crisi e nei margini di manovra disponibili. In generale le misure hanno ovunque mirato a rafforzare i sistemi sanitari, sostenere i redditi delle famiglie e la liquidità delle imprese e garantire condizioni ordinate sui mercati monetari e finanziari. Anche in Italia e al livello dell'Unione europea la politica economica si è articolata lungo queste direttrici, con interventi di ampia portata.

L'intensità dell'epidemia ha richiesto risorse aggiuntive e aggiustamenti organizzativi nei sistemi sanitari anche nei paesi più ricchi, dove questi sono avanzati e ben finanziati, pur differendo nell'ammontare di risorse



impegnate e nei modelli organizzativi. Ad esempio, in Germania e Francia la spesa complessiva per la sanità è intorno all'11 per cento del PIL. La spesa in Italia è più contenuta (poco meno del 9 per cento) e sostanzialmente in linea con la media dell'area dell'euro e dei paesi dell'OCSE; i risultati in termini di indicatori di salute della popolazione sono tra i migliori fra i paesi avanzati. Benché la spesa riconducibile alle Amministrazioni pubbliche sia la componente principale in quasi tutti i paesi, questa è leggermente più rilevante in Italia e nel Regno Unito (dove la sanità si articola intorno a un sistema sanitario nazionale) rispetto alla Francia e alla Germania. La spesa totale è solo uno dei fattori da tenere in considerazione per valutare l'efficienza e l'efficacia nell'erogazione dei servizi sanitari; oltre che dalle modalità di finanziamento (ricorso al gettito fiscale, meccanismi assicurativi obbligatori o volontari, spesa diretta dei pazienti), molto dipende dall'assetto istituzionale (grado di decentramento, ruolo del settore privato, ecc.) e organizzativo (grado di autonomia nell'allocazione delle risorse, volume e tipologia di servizi da garantire in condizioni normali e di emergenza).

### **1.4.3 Considerazioni sull'economia nel medio periodo dopo l'epidemia**

I tempi e i modi con cui verranno superati gli effetti economici della pandemia di Covid-19 sono molto difficili da prevedere soprattutto per l'incertezza sui tempi necessari per l'introduzione di un vaccino o di cure efficaci e sulla loro disponibilità per l'intera comunità mondiale. Alcune tendenze che si sono manifestate nei primi mesi del 2020 – ossia il possibile rallentamento dell'integrazione economica internazionale, la più rapida digitalizzazione dell'economia, le diverse dinamiche settoriali – potrebbero avere ripercussioni di più lungo periodo, condizionando le politiche economiche future.<sup>8</sup>

L'esperienza recente potrebbe frenare il processo di integrazione economica e finanziaria mondiale, accelerando una tendenza in parte già in atto negli ultimi anni. La pandemia ha evidenziato la fragilità dell'attuale assetto delle filiere produttive globali governate da modelli organizzativi di pianificazione just-in-time. Una valutazione più prudente dei rischi derivanti da una così stretta interdipendenza tra economie potrebbe innescare processi di maggiore integrazione verticale e di accorciamento delle catene globali del valore, a costo di perdere alcuni benefici della specializzazione produttiva e della diversificazione delle reti dei fornitori.

L'intervento dello Stato potrebbe ampliarsi anche in settori fino a tempi recenti ritenuti non strategici, attraverso partecipazioni dirette, uso di poteri speciali e controlli stringenti sugli investimenti esteri, limitando in parte la libertà di impresa e di movimento di merci e capitali. Considerazioni di sicurezza nazionale, quali la dipendenza dalle importazioni per l'approvvigionamento di beni di prima necessità o ritenuti strategici (ad es. alimentari, energia, medicinali, tecnologia), potrebbero accentuare la tendenza alla reintroduzione di barriere commerciali. Le restrizioni agli spostamenti delle persone, oggi giustificate dalla necessità di

---

<sup>8</sup> Relazione annuale 2019 – Banca d'Italia

contenere i rischi di contagio, potrebbero generare un cambiamento nei comportamenti individuali o un irrigidimento delle politiche di controllo dell'immigrazione. Queste dinamiche verrebbero mitigate da un rinnovato impegno alla cooperazione internazionale.

In uno scenario di debolezza degli scambi commerciali tra diverse aree, l'appartenenza all'Unione europea e all'area dell'euro rimarranno centrali per sostenere la crescita facendo leva in misura maggiore rispetto al passato sulla domanda interna e sul rafforzamento del potenziale di crescita dei paesi membri. Data la forte integrazione tra le varie economie, il coordinamento delle politiche potrebbe aiutare il ritorno alla crescita economica nei paesi dell'Unione.

In tutti i paesi il ricorso alle tecnologie digitali è stato fondamentale per attenuare gli effetti depressivi causati dalla necessità di prevenire il contagio. Sono state massimamente sfruttate le modalità di smart working, con effetti potenzialmente duraturi sull'organizzazione del lavoro, soprattutto per le mansioni impiegatizie e quelle intellettuali.

Il cambiamento nelle modalità di consumo associato alla necessità del distanziamento sociale, che si protrarrà ben oltre i vincoli imposti dalle misure di sospensione delle attività, potrebbe favorire i canali di acquisto online rispetto alla distribuzione tradizionale. La prevedibile rapida espansione del commercio elettronico potrebbe anche facilitare lo sviluppo di nuovi operatori con modelli di business innovativi. L'uso crescente delle interazioni a distanza potrebbe inoltre accelerare i processi di ristrutturazione in corso degli intermediari finanziari e sostenere la crescita delle piattaforme online per la distribuzione di servizi finanziari; potrebbe ridisegnare il rapporto con i cittadini per i servizi offerti dalle Amministrazioni pubbliche, nonché portare a un ribilanciamento tra attività in presenza e a distanza nelle scuole e nelle università.

Questi sviluppi, se opportunamente regolati, possono avere effetti positivi in termini di conciliazione tra i tempi di lavoro e le esigenze familiari, di ampliamento delle possibilità di consumo, di facilità di accesso ai servizi, ma possono anche accentuare fenomeni, già in corso prima della pandemia, di concentrazione del potere di mercato nelle mani di pochi grandi operatori, con notevoli implicazioni allocative, distributive e connessi effetti sull'occupazione. Le conseguenze di queste tendenze si estenderebbero anche, ad esempio, all'organizzazione della rete dei trasporti, al mercato immobiliare e a fenomeni di lungo periodo, come i cambiamenti legati al riscaldamento globale e alla gestione del territorio e dell'ambiente, creando opportunità per orientare la struttura dei sistemi economici verso traiettorie più sostenibili.

Il settore più colpito nella fase attuale è quello del turismo, in particolare internazionale e la sua ripartenza sarà molto graduale, considerando la difficoltà di rimuovere i vincoli alla mobilità e il tempo necessario per recuperare la fiducia dei consumatori. Nei prossimi mesi l'Italia potrebbe sperimentare un sottoutilizzo della propria capacità produttiva; nel più lungo periodo potrà contare sulla ricchezza del proprio patrimonio artistico e ambientale, ma dovrà saper offrire garanzie di sicurezza sanitaria se parte dei flussi si dovessero reindirizzare dai paesi percepiti come più rischiosi a quelli percepiti come più sicuri. Anche il settore del commercio, già interessato da processi di ristrutturazione, potrebbe risentire del cambiamento nei modelli distributivi, come già indicato. Alcuni settori manifatturieri potrebbero subire una riduzione significativa della domanda,

potenzialmente persistente: ad esempio la cantieristica navale, per l'andamento del settore crocieristico, e il settore aeronautico, per la contrazione del traffico aereo. Il comparto automobilistico, impegnato nella transizione verso la propulsione elettrica, potrebbe vedere ridotta la capacità di finanziare i progetti di investimento già programmati. Dall'andamento del ciclo degli investimenti dipenderanno le ripercussioni sul settore della meccanica, centrale nell'economia italiana.

Questi aggiustamenti strutturali richiederanno una significativa riallocazione delle forze di lavoro. Gli addetti del commercio, dei servizi di alloggio e ristorazione, dei trasporti e dei servizi alla persona, fortemente colpiti dalla crisi, sono per oltre il 40 per cento occupati in imprese con meno di dieci addetti e circa un terzo è costituito da lavoratori autonomi. L'attuale emergenza ha evidenziato limiti della rete di protezione sociale cui si è risposto con misure straordinarie. Nel medio periodo, sarà importante valutare se gli strumenti esistenti saranno in grado di salvaguardare i livelli minimi di reddito delle persone interessate dai processi di riallocazione, inclusi i lavoratori autonomi, garantendo le necessarie coperture finanziarie. Sarà inoltre importante assicurare che la forza lavoro acquisisca quelle competenze professionali la cui domanda diventerà più robusta, e che le politiche pubbliche favoriscano l'accumulazione di un adeguato capitale umano e processi di formazione continua.

## CAPITOLO II BANCHE E PANDEMIA

### *2.1 Andamento del credito Bancario*

L'attività bancaria per definizione è un'attività economica intrinsecamente rischiosa. Un tipico rischio a cui una qualunque banca è esposta è quello che è determinato dalla possibilità che il debitore non adempia a i suoi obblighi contrattuali nei confronti della banca stessa. Questa situazione è particolare per quanto riguarda il rapporto tra le banche e le imprese che si basa sull'assegnazione, da parte delle seconde, di un giudizio di solvibilità che usualmente viene indicato col termine di merito creditizio e che sta a indicare la maggiore o minore capacità supposta di un soggetto di adempiere alle obbligazioni assunte a seguito di un qualunque contratto di finanziamento si lega quindi alla capacità del prenditore dei fondi di restituire secondo le modalità previste dal contratto il capitale e gli interessi relativi al prestito erogato. Nel caso di un'impresa questa capacità deriva essenzialmente dalla capacità dell'impresa stessa di genere, attraverso la sua attività economica, adeguati flussi di cassa da utilizzare anche per onorare gli impegni assunti con la banca finanziatrice. Sul merito creditizio e il rischio di credito sopportato dalla banca vanno però ad incidere, a volte in modo determinante, eventi che non sono direttamente ricollegabili alla gestione dell'impresa prenditrice dei fondi e spesso queste situazioni sono regolate mediante l'inserimento di particolari clausole nei contratti di finanziamento, si tratta dei cosiddetti *covenants*, che determinano come il rapporto contrattuale banca – impresa debba comportarsi all'avverarsi di certi eventi non dipendenti dalla gestione dell'azienda. Un caso è proprio quello legato alla recente emergenza derivanti dalla pandemia del Covid-19 e dei relativi provvedimenti d'urgenza adottati dalle Autorità, che hanno inevitabilmente determinato un notevole impatto nella gestione di molte aziende e di conseguenza hanno inciso sui rapporti tra queste e il mondo bancario. Il Governo italiano è intervenuto svariate volte a seguito della diffusione del coronavirus per limitare il contagio, disponendo sull'intero territorio nazionale la sospensione, in una prima fase, delle attività commerciali al dettaglio (ad eccezione della vendita di beni di prima necessità), quelle dei servizi di ristorazione e quelle inerenti ai servizi alla persona; sospensione poi estesa a tutte le attività produttive e commerciali, ad eccezione di quelle specificate all'interno dell'allegato 1 al Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 22 marzo 2020, consentendo in ogni caso alle attività sospese di proseguire qualora organizzate in modalità a distanza o lavoro agile. Una sospensione poi prorogata fino al 13 aprile e poi, di nuovo, fino al 3 maggio dello stesso anno. Come abbiamo visto nel precedente capitolo, la reiterata sospensione di numerose attività economiche e le pesanti limitazioni imposte ad altri hanno determinato pesanti ricadute sull'intera economia nazionale e in particolare su interi settori pesantemente esposti in finanziamenti da parte del canale bancario. In uno schema classico la banca, per la concessione di un finanziamento a una attività economica, richiede all'azienda la predisposizione di un *business plan* che le permetta di generare *cash flow* sufficienti a garantire

il rimborso del capitale erogato e degli interessi, secondo i termini stabiliti dal contratto. Il *Business plan* si basa sulla stima del probabile andamento prospettico della gestione aziendale sulla base quindi di un certo scenario di riferimento. La diffusione del COVID-19 e la conseguente imposizione del divieto di un normale svolgimento dell'attività di impresa per un periodo decisamente prolungato non erano ovviamente eventi previsti al momento della redazione del *business plan* e dell'erogazione del finanziamento; in ogni caso tali eventi hanno inciso sulla possibilità di molte imprese di adempiere con regolarità agli impegni assunti con le banche per ripagare i finanziamenti da queste concessi. A tale proposito, come si accennava prima, è invalsa nelle banche la prassi di inserire dei *covenants* all'interno di tali contratti, ossia clausole che, per garantire il corretto andamento economico dell'impresa e, di conseguenza, la capacità di rimborso del finanziamento di questa, da un lato, pongono a carico dell'azienda prenditrice un complesso di obblighi di comportamento, o di restrizioni, i quali vanno a incidere sulla gestione dell'impresa e, d'altro lato, riconoscono alla banca diritti e poteri nei confronti del soggetto prenditore. *Covenants* che, in caso di violazione, premettono alla banca l'attivazione di un meccanismo sanzionatorio che può arrivare alla richiesta di rimborso immediato di tutte le somme ancora dovute. In questa fase quindi non si esclude un netto peggioramento dei rapporti tra banca e impresa. Il Governo ha tentato di intervenire con una serie di misure per sostenere la liquidità in particolare delle piccole e medie imprese ponendosi anche per alcune fattispecie come garante dei prestiti precedentemente erogati (vedi nota per una descrizione dei principali interventi in materia di sostegno finanziario alle imprese)<sup>9</sup>.

Cionondimeno una situazione di caduta dell'economia così repentina determina normalmente due effetti, laddove il primo ha diretta influenza sul secondo:

- un aumento dei crediti deteriorati (incagli, sofferenze, etc);
- una restrizione del credito concesso dalle banche.

Un effetto a cascata di questo tipo si è già verificato nel nostro paese, a seguito della grave crisi economico – finanziaria durante il periodo 2009 – 2012, tanto che in quella occasione si è parlato di un vero e proprio fenomeno di “credit crunch”. La situazione attuale è di difficile comparazione per due ordini di motivi: la caduta dell'economia è stata ancora più repentina; non è possibile determinare con certezza la durata del fenomeno essendo legata alla diffusione di una pandemia ancora oggetto di studio da parte della scienza. I dati relativi all'andamento del credito bancario sono ovviamente ancora del tutto parziali e fanno riferimento al primo trimestre dell'anno in corso (quindi solo parzialmente affettato dalla emergenza), ma già emergono segnali di preoccupazione. I primi mesi dell'anno in corso sono stati infatti caratterizzati da una lunga serie di profit warning che hanno preso la forma di rettifiche bancarie. Già da aprile i primi dati in questo senso sono stati quelli rilasciati dai primi sei istituti di credito americani che hanno registrato sofferenze in aumento, per

---

<sup>9</sup> Cfr. Camera dei deputati – Servizio studi – Misure fiscali e finanziarie – 18/9/2020

un totale combinato di rettifiche (loans loss provisions, LLS) pari a 23,4 miliardi di euro (25,4 miliardi di dollari), pari a un incremento del 350% sull'anno precedente. A seguire Unicredit che prima della pubblicazione della trimestrale, ha annunciato 900 milioni di euro di rettifiche nei primi tre mesi del 2020 a causa della congiuntura legata al coronavirus<sup>10</sup>. Subito dopo si sono manifestate le rettifiche per Covid 19 di Intesa Sanpaolo con 300 milioni, Banco BPM (70 milioni), Monte dei Paschi (193), UBI Banca (50), BPER Banca (50). Per il sistema bancario italiano quindi si stimano rettifiche da Covid-19 per circa 1,5 miliardi.

## 2.2 La reazione delle banche centrali allo scoppio della pandemia

Gli effetti osservati sui mercati finanziari e le prospettive di una forte recessione hanno indotto le Autorità monetarie e di Supervisione bancaria ad azioni molto decise, il cui effetto dovrà essere supportato da azioni di politica fiscale altrettanto straordinarie.

Nelle prime settimane di emersione della pandemia la BCE intervenuta per ben due volte per iniettare fiducia nei mercati e per favorire l'integrità dei mercati finanziari, promuovendo condizioni finanziarie meno stressate e ha messo in campo una serie di misure di politica monetaria non convenzionale al fine di mitigare gli effetti dell'emergenza.

Il 12 marzo 2020, ha mantenuto inalterati i tassi di riferimento nell'Area Euro e ha definito quanto segue:

- Un programma di aste a lungo termine (LTRO) per garantire liquidità a tasso fisso, applicando un tasso di interesse pari a quello medio sulle deposit facilities. I Titoli di Stato rientrano negli asset che possono essere dati in garanzia per accedere a LTRO;
- Condizioni più favorevoli per TLTRO tra giugno 2020 e giugno 2021. Il tasso di finanziamento sarà inferiore di 25bps rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali. Il tasso può ridursi fino a -75bps. Di fatto, le banche vengono remunerate per ricevere liquidità da BCE e investirla nell'economia reale. Inoltre, l'ammontare massimo che le banche potranno ottenere in prestito è incrementato al 50% del rispettivo stock di prestiti eleggibili al 28 febbraio 2019;
- Piano di acquisto di attività nette (APP) per 120 miliardi di Euro da finalizzare entro fine anno. Questo programma prevede l'acquisto diretto da parte di BCE di titoli di tipo corporate, debito pubblico, asset-backed securities, third covered bond.

Inoltre il 18 marzo 2020 la BCE ha introdotto il *Pandemic Emergency Purchase Programme (Pepp)*. Il nuovo programma emergenziale di Quantitative Easing, che è stato inizialmente fissato a 750 miliardi ed è molto più flessibile rispetto agli altri programmi. Infatti, la BCE ha sospeso il tetto del 33% per i titoli di Stato e del 50% per i sovranazionali che finora ha vincolato gli acquisti del Pepp sugli asset pubblici. Le altre novità introdotte dalla BCE sono l'accettazione dei titoli "junk", includendo così anche i titoli di stato greci e l'aumento degli

---

<sup>10</sup> Cfr. [Ilsole24ore](#) – I nodi post Covid:.. SOS liquidità e aumento crediti precari – 18 maggio 2020

acquisti dei “commercial papers”, ossia i titoli emessi dal settore non finanziario<sup>11</sup> e l’ampliamento della portata degli schemi di crediti aggiuntivi (ACC - Additional Credit Claims) includendo i crediti relativi al finanziamento del settore societario

Nello stesso periodo è intervenuta con misure straordinarie anche la FED. Fra questi acquisti illimitati di Treasury e altri titoli, in buona sostanza un quantitativo easing illimitato, ma anche innovative misure per fornire alle imprese un accesso massiccio alla liquidità, fornendo fino a 300 miliardi di nuove fondi a datori di lavoro, consumatori e imprese. Tra le misure spiccano gli acquisti commercial paper, cioè del debito a breve, delle obbligazioni corporate e dei fondi Etf. Le tre nuove misure secondo le stime della stessa Fed dovrebbero fornire 300 miliardi di aiuti, con il Tesoro che garantirà fino a 30 miliardi di perdite<sup>12</sup>. La Fed ha lanciato il programma Primary Market Corporate Credit Facility (Pmccf) con cui potrà acquistare bond privati prima direttamente da emittenti di alta qualità e la Secondary Market Corporate Credit Facility (Smccf) che potrà intervenire sul mercato secondario, compresi acquisti su selezionati Etf che in portafoglio includano obbligazioni corporate di alta qualità. I due programmi dureranno almeno fino al 30 settembre del 2020. La FED ha anche rafforzato i precedenti piani di acquisto di commercial paper attraverso la già varata Commercial Paper Funding Facility (Cpff).

Le misure espansive non convenzionali (1), così come la loro trasmissione, che risulta essere più forte in presenza di elevati livelli iniziali di indebitamento, operano prevalentemente attraverso la redistribuzione di reddito a favore dei debitori determinando, quindi, un calo dei tassi sui nuovi mutui e sul costo del finanziamento.

Tali operazioni potrebbero colpire il sistema bancario e BCE (2), al fine di evitare che si realizzino assorbimenti patrimoniali con impatto negativo sugli impieghi bancari, ha realizzato misure che prevedono:

- Flessibilità per operare al di sotto del livello di capitale (P2G), del buffer di conservazione del capitale (CCB) e del liquidity coverage ratio (LCR);
- Favorevole orientamento verso un allentamento della riserva di capitale anticiclica (CCyB) da parte delle Autorità nazionali. A tal proposito è da segnalare che alcuni paesi come l’Italia (CCyB pari a 0%) hanno minore spazio di manovra di altri (es. il Regno Unito ha azzerato CCyB a marzo 2020);
- il rinvio degli stress test previsti per il 2020 per la riduzione dello *stock* dei crediti deteriorati, con *endorsement* favorevole dell’EBA;
- Flessibilità nell’utilizzo parziale di strumenti di capitale che non si qualificano come Common Equity Tier 1 per soddisfare i requisiti di Pillar II (solo P2R) e colmare le necessità di capitale, per le sole Banche Significative<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Cfr. ECB - Comunicato stampa del 4 giugno 2020

<sup>12</sup> Cfr. Ilsole24ore – Fed: Qe illimitato contro devastazioni economiche e finanziarie – 23 marzo 2020

<sup>13</sup> Cfr. KPMG - COVID 19 –Gli impatti sul settore bancario

- beneficiare di un elevato grado di flessibilità riguardo al trattamento dei Non Performing Loans (NPLs) sia in termini di classificazione ad UtP che in termini di provisioning a conto economico.

### 2.3 Analisi in merito alla resilienza del sistema bancario

Per favorire il superamento della fase emergenziale le Autorità monetarie, il Governo e le banche italiane hanno introdotto una moratoria sui finanziamenti per fornire, temporaneamente, assistenza alle piccole e medie imprese garantendo la sospensione del pagamento della quota capitale delle rate dei finanziamenti a medio lungo termine fino a un anno. Per assicurare un rapido utilizzo delle misure a supporto della liquidità, in data 29 marzo 2020, Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, la Banca d'Italia, l'Associazione Bancaria Italiana e il Mediocredito Centrale hanno costituito una Task Force per assicurare un efficiente utilizzo delle misure di supporto alla liquidità adottate dal Governo con il D.L. n°18/2020. Sulla base dell'analisi degli indicatori di riferimento Banca d'Italia ha stabilito deciso di mantenere il coefficiente anticiclico di capitale (CCyB) allo zero per cento per il secondo trimestre del 2020 perché, già nel quarto trimestre del 2019, l'andamento a lungo termine della relazione tra credito bancario e PIL (*credit-to-GDP gap*) era stato in territorio negativo<sup>14</sup>. Tale provvedimento mira a creare ulteriori riserve che dovrebbero permettere di mantenere l'offerta di credito e di mitigare il rallentamento del ciclo finanziario per poter garantire un aumento della capacità di tenuta del settore bancario nel momento in cui si riterrà che il rischio sistemico sia in aumento. Per massimizzare il sostegno all'economia reale il MVU (*Meccanismo di Vigilanza Unico*) attraverso la BCE, per le banche significative e, attraverso la Banca d'Italia per le banche meno significative, ha vietato la distribuzione di dividendi<sup>15</sup>.

La BCE raccomanda che, fino al 1° ottobre 2020:

- non vengano pagati dividendi,
- gli enti creditizi non assumano alcun impegno irrevocabile per il pagamento dei dividendi per gli esercizi finanziari 2019 e 2020,
- gli enti creditizi si astengano dal riacquisto di azioni volte al fine di remunerare gli azionisti.

---

<sup>14</sup>Cfr. Banca d'Italia – The Countercyclical Capital Buffer (CCyB) rate for the first quarter of 2020 has been set at zero per cent -20/12/2019

<sup>15</sup> Cfr. Corriere - Coronavirus, le banche dicono addio ai dividendi dopo la richiesta della Bce-30 marzo 2020



Tali provvedimenti sono volti a garantire un adeguato livello di resilienza del sistema bancario e a tale proposito le banche debbono predisporre un adeguato livello di copertura patrimoniale delle proprie attività dotandosi di sistemi di controllo interno in modo da ottimizzare la rischiosità degli impieghi e, conseguentemente minimizzare il costo opportunità determinato dalla esigenza di accantonare capitale crescente a fronte di impieghi dell'elevato grado di rischio. Quindi le banche dovranno impostare coefficienti patrimoniali ottimali sulla base dei cambiamenti delle condizioni macroeconomiche, modificando principalmente i loro RWA (*Risk Weighted Assets*), coefficienti influenzanti l'entità del patrimonio e che dovranno detenere per soddisfare i requisiti di adeguatezza patrimoniale richiesti dal Comitato di Basilea. La non distribuzione di dividendi dovrebbe quindi favorire la costituzione di riserve prudenziali che consentano una maggiore solidità patrimoniale (e di conseguenza la capacità di erogare credito) anche durante l'emergenza pandemica.

Il tema della resilienza del sistema bancario sta quindi assumendo un ruolo centrale. A tal proposito negli Stati Uniti la Federal Reserve ha recentemente condotto una analisi sulla resilienza delle banche in tre diversi scenari (con ripresa a 'V' - quella in cui a una rapida caduta segue un 'altrettanto rapida risalita, e una a 'U', caratterizzata da una ripresa più lenta e una peggiore con una doppia recessione)<sup>16</sup>.

Recentemente anche la Commissione europea ha adottato misure per aumentare la resilienza del sistema bancario. Si tratta di misure che attenuano temporaneamente le norme bancarie per massimizzare la capacità delle banche di erogare credito e quindi aiutare le famiglie e le imprese a superare la crisi Covid-19<sup>17</sup>. Il pacchetto bancario adottato prevede modifiche legislative mirate ed eccezionali al regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR 2). Queste modifiche dovrebbero consentire agli enti creditizi di svolgere appieno il loro ruolo nella gestione dello shock economico causato dalla pandemia di Covid-19 promuovendo flussi di credito. Nello specifico i provvedimenti riguardano:

- modifiche del capitale minimo che le banche sono tenute a detenere per i crediti deteriorati in virtù dei livelli minimi di accantonamento prudenziale. In particolare, il trattamento preferenziale dei crediti deteriorati garantiti da agenzie ufficiali per il credito all'esportazione sarà esteso ad altri garanti del settore pubblico nel quadro delle misure volte ad attenuare l'impatto economico della pandemia di Covid-19
- la proroga di due anni delle disposizioni transitorie connesse all'attuazione del principio contabile internazionale IFRS 9. Ciò permetterà alle banche di attenuare il potenziale impatto negativo di un prevedibile aumento degli accantonamenti per perdite attese su crediti
- la reintroduzione temporanea di un filtro prudenziale temporaneo per le esposizioni verso obbligazioni sovrane che attenuerà l'impatto dell'attuale volatilità dei mercati finanziari sul debito pubblico

---

<sup>16</sup> Cfr. Teleborsa (2020) Coronavirus-fed-stress-test-su-banche-in-tre-diversi-scenari-

<sup>17</sup> Cfr. Consilium.europa.(2020) Covid-19-council-(adopts-exceptional-rules-to-facilitate-bank-lending-in-the-eu/

- ulteriore flessibilità per le autorità di vigilanza allo scopo di attenuare gli effetti negativi dell'estrema volatilità dei mercati osservata durante la pandemia di Covid-19, in particolare escludendo lo scostamento, registrato nel 2020 e 2021, dei modelli interni per il rischio di mercato delle banche
- modifiche mirate del calcolo del coefficiente di leva finanziaria (ossia il rapporto tra il capitale della banca e le sue esposizioni) e una proroga di un anno, cioè fino a gennaio 2023, nell'applicazione del requisito di riserva del coefficiente di leva finanziaria
- disposizioni transitorie per le esposizioni verso le amministrazioni centrali e le banche centrali denominate nella valuta nazionale di un altro Stato membro, al fine di sostenere le opzioni di finanziamento negli Stati membri non appartenenti alla zona euro per attenuare le conseguenze della pandemia di Covid-19
- l'introduzione anticipata di alcune misure di alleggerimento dei requisiti patrimoniali per le banche nel quadro del CRR 2, in particolare per quanto riguarda il trattamento preferenziale di determinati prestiti garantiti da pensioni o stipendi e i prestiti alle PMI e alle infrastrutture, in modo da incoraggiare il flusso di credito a favore di pensionati, dipendenti, imprese e investimenti in infrastrutture.

Il Governo italiano, con il Decreto 'Cura Italia', ha intrapreso delle misure volte a evitare la trasmissione della crisi economica alla solidità delle banche ed alla loro capacità di fare credito.

In particolare, con il decreto-legge 17 marzo 2020 n.18 'Misure di potenziamento del Servizio Sanitario Nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19' (Decreto 'Cura Italia'). Il Governo è intervenuto con misure di sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario in favore di PMI, imprese in generale, lavoratori autonomi e liberi professionisti. Tutte le PMI, localizzate sul territorio nazionale, per un periodo di nove mesi dall'entrata in vigore dello stesso, possono beneficiare, delle seguenti deroghe alla disciplina ordinaria del Fondo centrale di garanzia ex legge 662/96:

- la garanzia è concessa a titolo gratuito;
- viene innalzato l'importo massimo garantito a 5 milioni di Euro per singolo debitore;
- per gli interventi di garanzia diretta la percentuale massima di copertura viene fissata nell'80% dell'ammontare di ciascuna operazione di finanziamento fino ad un importo massimo per singola impresa pari a 1.500.000 Euro;
- per gli interventi di riassicurazione la percentuale massima di copertura viene fissata nel 90% dell'importo garantito dal Confidi o da altro fondo di garanzia;
- l'ammissibilità alla garanzia di operazioni di rinegoziazione del debito, fino ad oggi circoscritta al solo ambito delle garanzie di portafoglio, a condizione che il soggetto finanziatore conceda nuova finanza per almeno 10% del debito residuo;

- la possibilità di cumulare la garanzia del Fondo con altre forme di garanzia, anche ipotecarie, acquisite dal finanziatore per operazioni di investimento immobiliare nel settore turistico alberghiero e delle attività immobiliari di importo superiore a 500.000 Euro e con durata minima di dieci anni;

L'art. 54 del Decreto 'Cura Italia' ha esteso inoltre l'ambito di applicazione del fondo di solidarietà mutui 'prima casa' (c.d. Fondo Gasparrini) a lavoratori autonomi e liberi professionisti che autocertifichino, ai sensi degli articoli 46 e 47 D.P.R. 445/2000, di aver registrato, in un trimestre successivo al 21 febbraio 2020 ovvero nel minor lasso di tempo intercorrente tra la data della domanda e la predetta data, un calo del proprio fatturato, superiore al 33% del fatturato dell'ultimo trimestre 2019 in conseguenza della chiusura o della restrizione della propria attività operata in attuazione delle disposizioni adottate dall'autorità competente per l'emergenza Coronavirus.

L'articolo 55, introduce misure in favore della cessione di crediti deteriorati vantati nei confronti di debitori inadempienti entro il 31 dicembre 2020, con la possibilità di trasformare in crediti d'imposta le Deferred Tax Asset (DTA) derivanti dalle perdite fiscali e l'eccedenza ACE non utilizzate.

L'art. 56, 'Misure di sostegno finanziario alle imprese', introduce una moratoria straordinaria per aiutare le imprese a superare la fase più critica della caduta produttiva connessa con il COVID-19.

In generale quindi si osserva un massiccio intervento a fronte della nuova crisi finanziaria scoppiata per effetto della pandemia, i cui interventi da parte delle autorità si possono sintetizzare nel prospetto sinottico di seguito evidenziato.

#### INTERVENTI A FRONTE DELL'EMERGENZA

EBA	BCE	Interventi nazionali
Comunicazioni EBA del 12/03 e del 25/03	Comunicazioni BCE del 12/03, del 19/03 e del 20/03	Moratoria ABI (06/03) Decreto 'Cura Italia' (18/03) Comunicazione Bankit (20/03)
<p>Misure volte a far sì che le banche si concentrino sull'operatività:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rinvio dello stress test</li> <li>• Conclusione, nel 2020, di un transparency exercise</li> </ul> <p>Misure volte a favorire la flessibilità:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Invito all'utilizzo dei buffer di liquidità</li> <li>• Invito alle autorità competenti a favorire la flessibilità in questa fase</li> </ul> <p>Chiarimenti sulle classificazione dei crediti che beneficiano di moratorie o altri supporti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Esclusione di automatismi nella ridescrizione contabile e prudenziale</li> </ul>	<p>Revisione delle scadenze di risposta a 'findings regulatory' e 'decision' di 6 mesi</p> <p>Misure in ambito prudenziale con effetti su:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Buffer di capitale</li> <li>• Copertura del P2R</li> <li>• Effetti su IFRS9</li> </ul> <p>Misure di politica monetaria:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Operazioni di rifinanziamento</li> <li>• Quantitative Easing</li> <li>• Tassi di interesse</li> </ul>	<p>Moratoria ABI 2020</p> <p>Estensione e agevolazione dell'accesso alle coperture assicurative statali sulle esposizioni che beneficiano di moratorie per famiglie e PMI</p> <p>Possibilità di allungamento/congelamento delle scadenze delle rate dei prestiti verso PVI e dei mutui di privati e famiglie</p> <p>Rinvio scadenze regolamentari da parte di Banca d'Italia (ad es. ICAAP/ILAAP Recovery Plan, Piano NPL, Relazione AML)</p> <p>Misure adottate da Banca d'Italia per consentire di operare al di sotto di alcuni limiti prudenziali (ad es. CCB)</p>

Elaborazione KPMG

Pertanto, come si denota da quanto esposto, rispetto alla crisi finanziaria del 2008, si riscontrano nuovi elementi strutturali che caratterizzano un settore bancario più solido e resiliente, oltre che un presidio regolamentare fortemente radicato nell'intera economia.

L'espandersi del COVID-19 incontra un settore bancario che, in virtù di un lungo e radicale processo di ristrutturazione, ha ristabilito con successo dei solidi fondamentali dopo la lunga crisi iniziata nel 2008.

Con riferimento al solo contesto europeo, è possibile annoverare numerose misure regolamentari volte al presidio dell'industria bancaria:

- l'introduzione di un meccanismo di supervisione bancaria unificato (Single Supervision Mechanism) che ha costituito il primo tentativo di armonizzare le pratiche bancarie al fine di promuovere la sicurezza, la solidità e l'integrazione del sistema bancario europeo;
- l'introduzione del Capital Requirement Regulation (CRR) con il Regolamento UE n. 575/2013 e i relativi requisiti patrimoniali, più severi rispetto alla disciplina pregressa (CCB, Countercyclical buffer, P2R, P2G);
- la significativa stretta regolamentare in materia di crediti deteriorati promossa a partire dal 2014 e veicolata con la pubblicazione, da parte della BCE, delle Guidance sulla gestione degli NPE nel 2017, con l'Addendum del 2018 e con il recente Calendar Provisioning. Lo sforzo congiunto ha portato, in questo ambito, ad un netto miglioramento della qualità degli attivi bancari;
- l'emanazione da parte del Parlamento Europeo delle direttive MIFID e MIFID2 volte rispettivamente alla creazione di un integrato e competitivo mercato finanziario e all'aumento della trasparenza nel mercato in una logica di tutela degli investitori;
- l'adozione da parte delle banche europee di filtri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella definizione delle policy di rischio del credito.

Nel 2019 è continuato il rafforzamento dei bilanci bancari. La riduzione dei crediti deteriorati è proseguita a ritmi sostenuti; le operazioni di cessione vi hanno contribuito in misura rilevante. Il tasso di deterioramento dei prestiti è rimasto su livelli storicamente molto contenuti. I prestiti alle imprese sono scesi a causa della bassa domanda di finanziamenti connessa con l'indebolimento della congiuntura; la crescita dei finanziamenti alle famiglie è stata in linea con quella osservata nel triennio 2016-18. Gli intermediari hanno lievemente diminuito gli investimenti in titoli pubblici italiani, una quota rilevante dei quali è allocata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato. La raccolta complessiva è aumentata beneficiando della crescita sostenuta dei depositi di residenti; quella obbligazionaria sui mercati internazionali è tornata a salire e i rendimenti all'emissione si sono ridotti. La flessione del margine di interesse e i più elevati oneri fiscali hanno inciso sulla redditività, che per i maggiori gruppi è risultata leggermente inferiore a quella dei principali intermediari europei. Le banche italiane, soprattutto quelle di grande dimensione, hanno proseguito la riorganizzazione della rete distributiva attraverso la riduzione del numero di sportelli e di dipendenti. Nella prima parte dell'anno si è perfezionata la riforma del settore delle banche di credito cooperativo (BCC); la maggior parte di queste è confluita nei gruppi bancari cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca. Gli effetti della diffusione dell'epidemia di Covid-19 sull'attività economica espongono il sistema bancario a nuovi rischi; rispetto all'avvio della crisi finanziaria globale le condizioni di partenza sono tuttavia più solide. Anche grazie all'ampia revisione della regolamentazione prudenziale realizzata negli anni scorsi dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, la capacità di fronteggiare condizioni economiche avverse è cresciuta: tra il

2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio delle banche italiane è quasi raddoppiato. L'incidenza dei crediti deteriorati netti si è ridotta di due terzi dal picco del 2015; l'impatto sul capitale dovuto alle variazioni di valore dei titoli di Stato è mitigato dalla diminuzione della quota di quelli valutati al fair value; i prestiti sono finanziati interamente dai depositi. Le ampie possibilità di rifinanziamento presso l'Eurosistema contribuiscono ad attenuare le tensioni sulla provvista. La crisi innescata dall'epidemia si sta riflettendo sulla dinamica dei finanziamenti a famiglie e imprese. I primi hanno subito un rallentamento, che dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Il credito alle imprese è invece tornato a crescere marcatamente a seguito dell'aumento del fabbisogno di liquidità indotto dall'interruzione dell'attività produttiva. L'accesso al credito delle imprese beneficerà delle ampie garanzie pubbliche sui prestiti. La recessione comporterà verosimilmente un deterioramento della qualità del credito e pressioni sulla redditività. Il perdurare delle tensioni sui mercati finanziari potrebbe tradursi in un ulteriore calo delle sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e in una contrazione delle commissioni. L'entità di tali effetti è tuttavia ancora incerta e dipenderà dalla durata della recessione e dalla velocità della ripresa. Le misure adottate dalle autorità di vigilanza mirano a contenere le conseguenze della pandemia sulla capacità delle banche di finanziare l'economia e a evitare effetti prociclici.

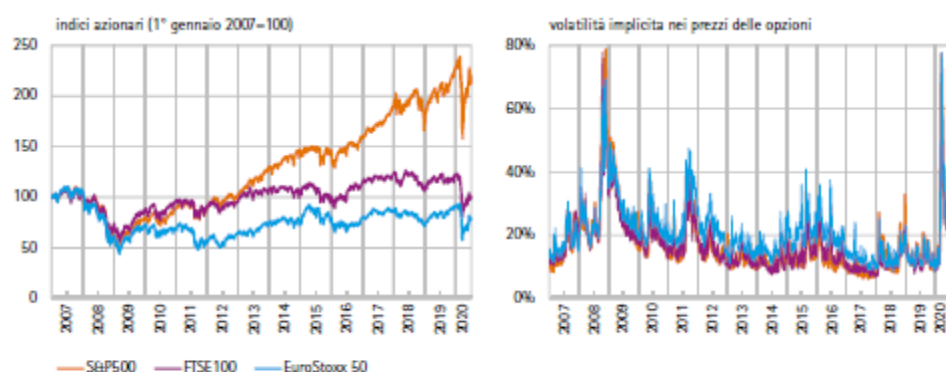
## CAPITOLO III

### MERCATI FINANZIARI E PANDEMIA

#### 3.1 Covid -19 e mercati azionari

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).

FIGURA 2



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.

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 mitigato l'esposizione agli impatti avversi del *lockdown*, nonché alle robuste misure monetarie e fiscali a sostegno dell'attività economica. 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

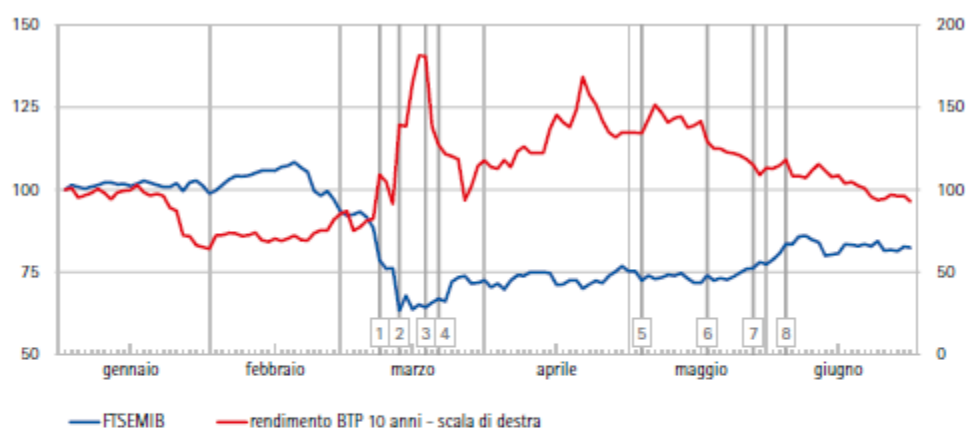
percepiti più sicuri che hanno comportato il deprezzamento delle valute domestiche e l'aumento dei rendimenti del debito sovrano denominato in valuta domestica.

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.

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 figura 3. 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.

FIGURA 3



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).

Il settore finanziario, in particolare, comparto che rappresenta una quota consistente della capitalizzazione dell'indice di borsa italiano, era salito lo scorso anno del 31 per cento, grazie all'incremento della redditività attesa e al miglioramento delle condizioni del mercato dei titoli di Stato italiani. Andamenti fortemente positivi erano stati registrati anche nei settori dell'industria e dei beni e servizi di pubblica utilità, caratterizzati da buone prospettive reddituali.

L'impatto del Covid ha contribuito ad aumentare l'incertezza dello scenario macroeconomico e ha causato l'estrema volatilità nei mercati finanziari osservata nei mesi di marzo e aprile 2020.

Nello stesso periodo le quotazioni delle aziende di credito italiane sono scese del 44 per cento, lievemente meno rispetto a quelle degli altri paesi dell'area dell'euro; l'aumento del premio per il rischio e la diminuzione degli utili attesi hanno determinato una netta riduzione del rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (price-to-book ratio).

Con la rapida espansione del virus, gli analisti hanno corretto le stime di crescita del PIL mondiale per il 2020, segnando un'inversione negativa nella crescita economica.

<b>S&amp;P</b> 26 Marzo	<b>-2,6%</b>
<b>Fitch</b> 19 Marzo	<b>-2,0%</b>
<b>Morgan Stanley</b> 18 Marzo	<b>-5,8%</b>
<b>Goldman Sachs</b> 17 Marzo	<b>-3,4%</b>
<b>Oxford Economics</b> 14 Marzo	<b>-3,0%</b>
<b>Moody's</b> 9 Marzo	<b>-0,5%</b>

\* Dati aggiornati al 26 marzo 2020

I mercati finanziari hanno risentito in maniera significativa dello shock causato dalla pandemia COVID-19, come testimoniato dal Volatility Index (VIX) rimasto per mesi piatto e salito a livelli che non si registravano da anni (Fig. 4).

Figura 4

Volatility Index





Elaborazione dati Bloomberg

È aumentata pertanto l'avversione al rischio degli operatori, con ampie riallocazioni dei portafogli internazionali verso le attività ritenute più sicure; negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono scesi ai minimi storici. Nei momenti di massima tensione, intorno alla seconda settimana di marzo, è cresciuto il fabbisogno di liquidità degli operatori; le vendite si sono estese alle attività ritenute più sicure, generando tensioni anche sul mercato dei titoli di Stato statunitensi, dove hanno avuto luogo un brusco innalzamento della volatilità e un rialzo dei rendimenti a più lungo termine. Negli Stati Uniti le tensioni hanno interessato anche il mercato interbancario, come indicato dal deciso incremento del T-bill EuroDollar (TED) spread, seppure su livelli ampiamente inferiori ai picchi riscontrati durante la crisi finanziaria globale. I principali indici azionari globali hanno registrato in questa fase bruschi cali, indotti anche dalla revisione al ribasso delle previsioni sulla redditività delle imprese, soprattutto nei settori ciclici (finanziario, beni di consumo, trasporto, turismo), nell'ordine del 35 per cento (sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti); del 46 e 48 per cento, nel comparto bancario).<sup>14</sup>

### 3.1.1 Andamento azionario bancario

In Italia, contestualmente si è verificata una brusca caduta di tutti gli indici di borsa ed il settore bancario, in particolare, è stato uno dei comparti maggiormente penalizzati a Piazza Affari nella prima metà del 2020, come dimostrano le performance realizzate dai maggiori istituti.

Di seguito i grafici dell'andamento dei titoli dei Gruppi Bancari più importanti che evidenziano le perdite di valore;

## Figura 5

### Intesa Sanpaolo

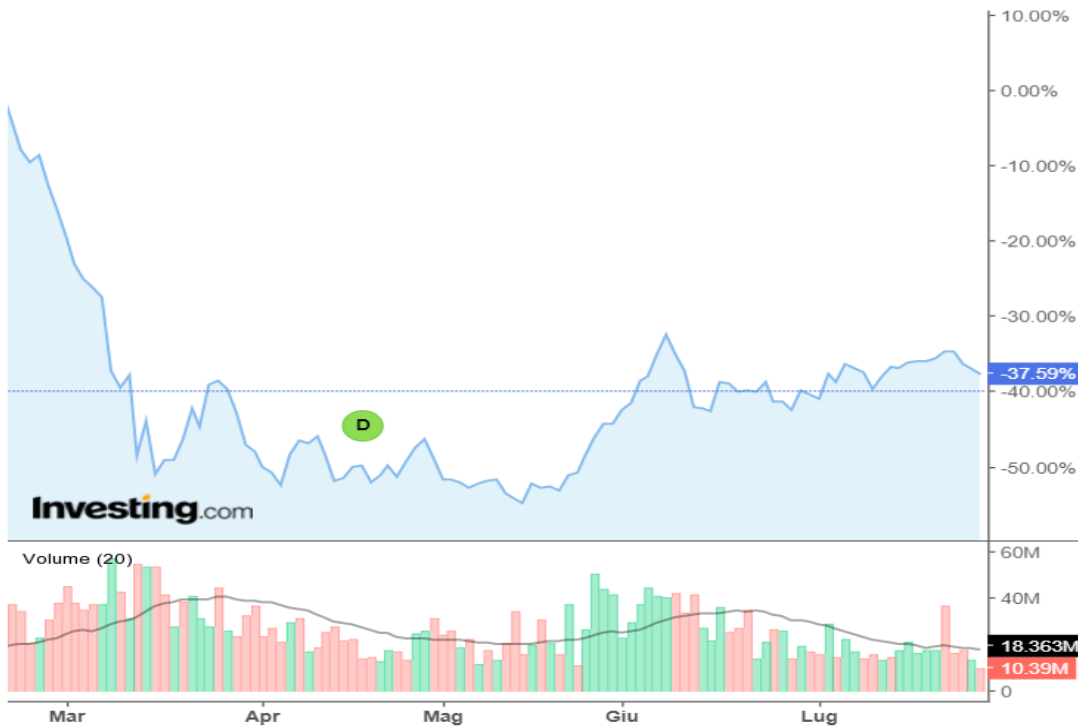
<sup>14</sup> Cfr. Bankitalia - Relazione annuale 2019



Elaborazione Investing

Figura 6

### Unicredit



Elaborazione Investing

## Figura 7

### Mps

Published on Investing.com, 14/Aug/2020 - 15:19:31 GMT. Powered by TradingView.  
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Italia, Milano:BMPS, D



Elaborazione Investing

## Figura 8

### Banco Bpm

Published on Investing.com, 14/Aug/2020 - 15:26:29 GMT. Powered by TradingView.  
Banco Bpm SpA, Italia, Milano:BAMI, D



Dall'andamento della borsa azionaria, il principale indicatore delle condizioni del mercato bancario e finanziario, si evince che almeno nei primi mesi gli operatori non hanno attribuito un sufficiente peso positivo agli shock absorber di cui beneficiano le banche italiane a seguito della politica monetaria europea e delle decisioni di politica fiscale. L'indice FTSE banche nel primo trimestre è sceso del 38,2% rispetto a un anno prima (ossia di oltre un terzo del valore complessivo delle banche quotate), meno della discesa del Dow Jones Euro Stoxx Banks (-46,9%). Se ne deduce che la crisi Covid-19 riguarda l'intero mercato bancario europeo, come è logico che sia, dato che il complesso dell'economia reale UE è esposto a una grave crisi.

Tuttavia, come abbiamo già avuto modo di vedere, nelle settimane successive alla Pandemia si sono attivate le principali banche centrali annunciando piani aggressivi di quantitative easing e anche la maggior parte dei governi hanno messo in campo misure espansive.

Pertanto, dalla fine di marzo sono anche migliorate, pur restando tese, le condizioni di liquidità in molti mercati e si è ridotta la volatilità; sono riprese le emissioni delle obbligazioni societarie, sebbene prevalentemente nel comparto *investment grade*; gli indici azionari hanno recuperato parte dei cali subiti in febbraio e nelle precedenti settimane del mese di marzo. Le condizioni dei mercati azionari e obbligazionari sono rimaste però fragili; le quotazioni hanno continuato a mostrare forti oscillazioni, risentendo dell'elevata incertezza circa la portata degli effetti recessivi di più lungo periodo della pandemia. Si è quindi assistito a una graduale ripresa dei corsi azionari presso tutte le principali piazze finanziarie.

Figura 9

### Andamento SP 500



### Elaborazione dati Bloomberg

Negli Stati Uniti l'indice SP 500 non soltanto ha progressivamente recuperato tutte le perdite dovute all'emergenza pandemica, ma ora è in guadagno del 2,4% rispetto all'inizio del 2019.

Figura 10

### Andamento SP Europa



Elaborazione dati Bloomberg

In forte recupero anche l'indice SP per l'Europa che comunque rispetto all'anno scorso ancora registra una perdita del 12% circa.

Figura 11

### Andamento Hang Seng



Elaborazione dati Bloomberg

Il recupero è stato parziale per l'indice cinese Hang Seng che, rispetto al 2019, fa registrare una perdita intorno al 10%.

Anche i differenziali di rendimento (spread) tra i titoli di stato europei dei paesi fiscalmente più fragili rispetto a quelli della Germania hanno fatto registrare un forte ampliamento nei primi giorni di marzo dell'anno in corso per poi tornare a livelli prossimi a quelli precedenti la crisi, grazie soprattutto al massiccio intervento della BCE sui mercati.

Figura 12

### Andamento spread Italia - Germania



Elaborazione dati Bloomberg

Ad esempio lo spread BTP –BUND è ora 12 punti più basso rispetto a quello che si registrava alla fine del 2019.

Figura 13

### Andamento Spagna - Germania



Elaborazione dati Bloomberg

Andamento simile anche per gli spread di Spagna e Portogallo che però, rispetto alla fine del 2019 sono più ampi rispettivamente di 14 e 21 punti base.

Figura 14

Andamento Portogallo - Germania



Elaborazione dati Bloomberg

Per analizzare il comportamento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie sono state prese in esame due emissioni: una di Unicredit e una di Intesa. Come si evince dai grafici successivi entrambe hanno pienamente recuperato il movimento al rialzo dei tassi registrato all’inizio della emergenza pandemica. Anche in questo

caso si può ipotizzare che abbiano beneficiato della politica espansiva da parte della BCE e di quanto si dirà più avanti.

Figura 15

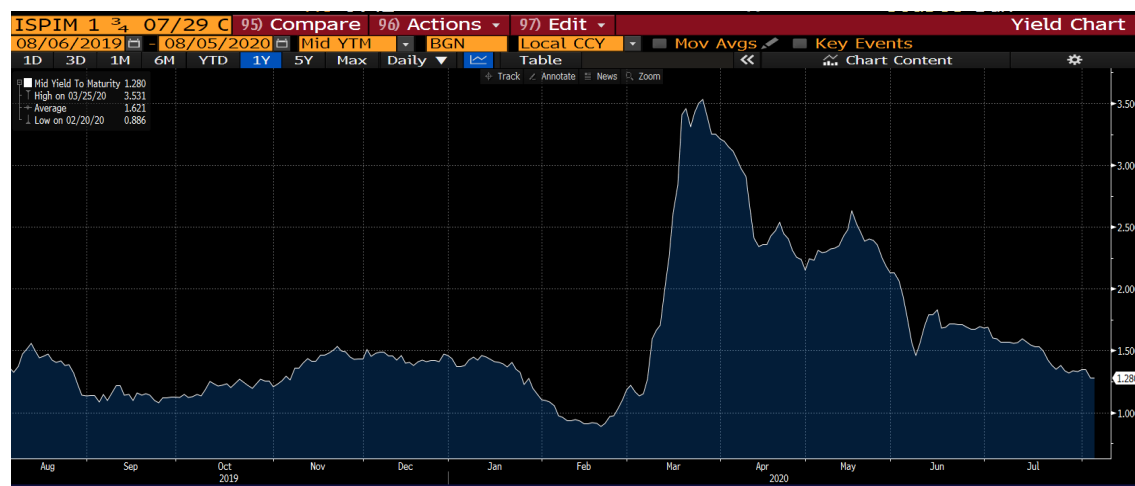
### Andamento bond Unicredit



Elaborazione dati Bloomberg

Figura 16

### Andamento Bond Intesa



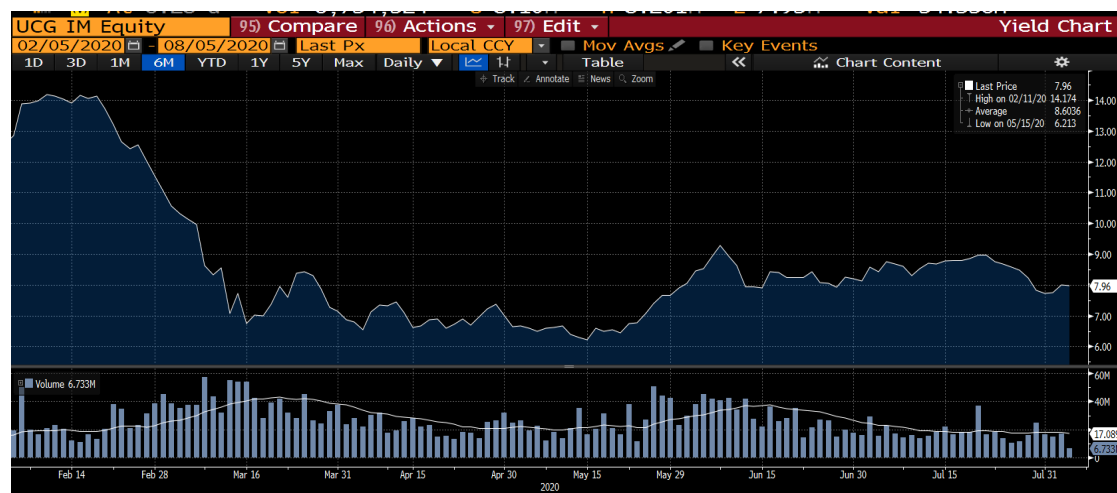
Elaborazione dati Bloomberg

Lo stesso non si può invece dire per l'andamento dei rispettivi titoli azionari: dalla fine del 2019 il titolo Unicredit (come già evidenziato) ha perso circa il 41%; poco meglio quello di Intesa che ha fatto registrare nello stesso periodo di riferimento una perdita del 22% circa.



Figura 17

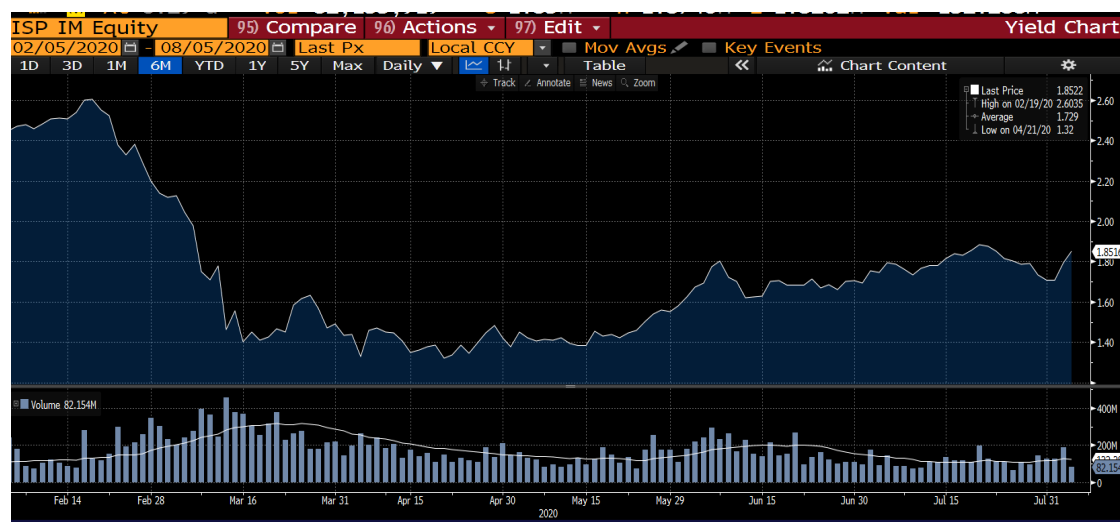
Andamento azioni Unicredit



Elaborazione dati Bloomberg

Figura 18

Andamento azioni Intesa



Elaborazione dati Bloomberg

Sul fronte dei rendimenti, anche le banche tedesche hanno fatto registrare un andamento analogo (a titolo di esempio il grafico riporta l'andamento del rendimento di un bond emesso dalla Deutsche Bank).

Figura 19

Andamento Bond Deutsche



Elaborazione dati Bloomberg

Il titolo azionario della Deutsche ha fatto addirittura segnare un guadagno del 14,7% rispetto alla fine del 2019.

Figura 20

Andamento azioni Deutsche



Elaborazione dati Bloomberg

Sostanzialmente simile l'andamento dei tassi sulle obbligazioni bancarie in USA (nel grafico si vede l'andamento del rendimento di una obbligazione emessa dalla JP Morgan).

Figura 21

Andamento Bond JPM



Elaborazione dati Bloomberg

Per quanto riguarda l’andamento azionario delle banche USA, anche queste fanno generalmente segnare delle perdite (ad esempio la JP Morgan perde circa il 32% rispetto allo scorso anno).

Figura 22

Andamento azioni JPM



Elaborazione dati Bloomberg

La divergenza delle performance tra le due tipologie d’investimento riflette due aspetti diversi, uno relativo alla situazione patrimoniale, l’altro relativo agli utili. Da una parte, gli obbligazionisti hanno beneficiato dell’inasprimento della regolamentazione; che ha portato all’accumulo di capitale e alla riduzione del rischio nei bilanci bancari, per cui i fondamentali bancari non sono mai stati così robusti. Dall’altra parte, i tassi d’interesse bassi/negativi e la crescente concorrenza hanno messo sotto pressione il rendimento e il margine d’interesse netto, mentre l’accumulo del capitale ha eroso meccanicamente il ROE delle banche, gravando anche sulle prospettive di rendimento per gli azionisti.

### 3.2 Covid-19 e 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.

Con riferimento ai mercati dei titoli del debito sovrano, le tensioni sono state alimentate all'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 stanziare 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.

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.

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

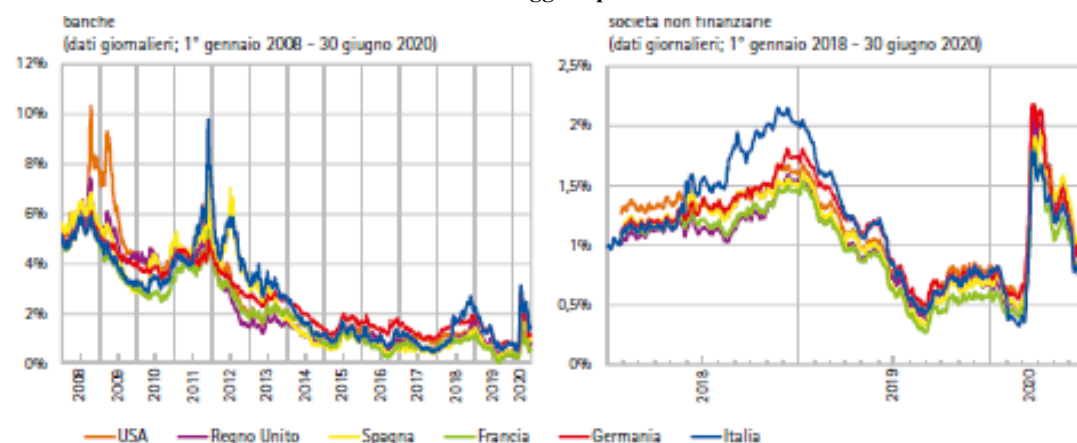
mercati delle obbligazioni governative. Al proposito si segnala che l'ammontare dei titoli pubblici in scadenza entro il 2021 è pari o superiore al 20% del debito complessivamente emesso per tutti i paesi considerati.

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.

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. 23).

FIGURA 23

Rendimenti a scadenza indici Markit Iboxx dei maggiori paesi avanzati



Fonte: Refinitiv Datastream.

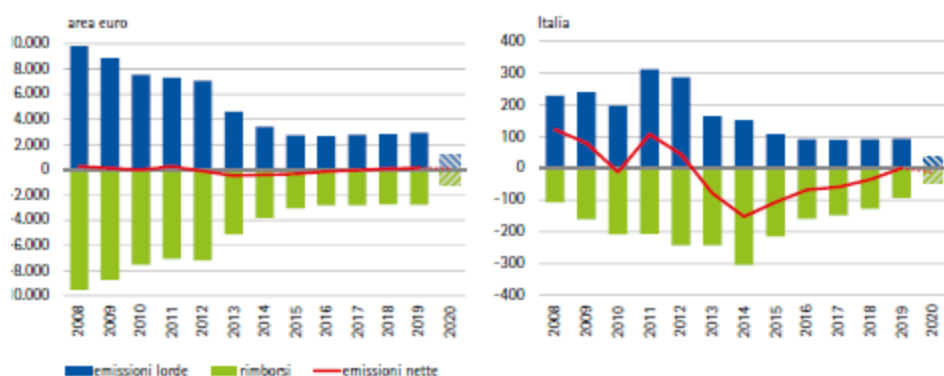
L'aumento dei premi al rischio sul debito privato riflette l'aumento del rischio di insolvenza degli emittenti, i cui fondamentali potrebbero risultare compromessi dalla crisi in corso. Secondo le stime di Banca d'Italia (2020b), a livello globale la quota di società il cui merito di credito verrà declassato 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 *assetbacked 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. 24).

Figura 24

**Emissioni di obbligazioni bancarie nell'area euro e in Italia**

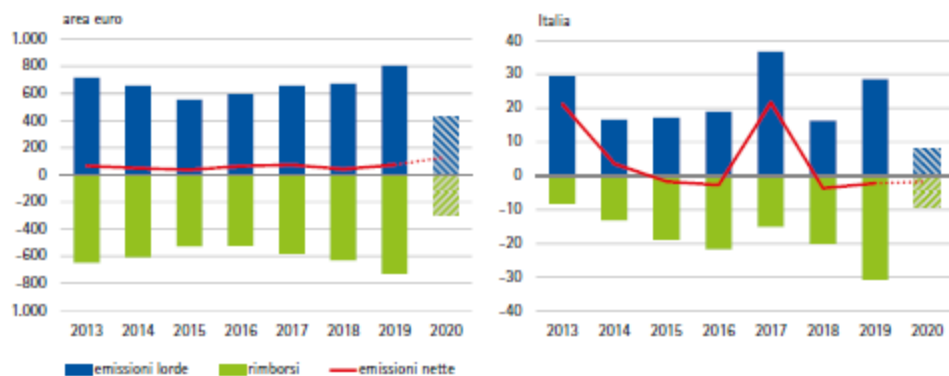


Fonte: BCE.

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. 23).

Figura 25

**Emissioni di obbligazioni da parte delle società non finanziarie**



Fonte: BCE.

A fronte del deciso rallentamento registrato dalle emissioni obbligazionarie 'ordinarie', dallo scoppio della pandemia sono aumentate invece le emissioni dei cosiddetti *social bonds* e *sustainability bonds*:

Tale fenomeno, in parte legato all'esigenza di raccogliere fondi per la gestione dell'emergenza sanitaria in atto, come accaduto in Italia, 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 climatico.

### *3.3 Prime evidenze e discussione dei risultati*

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.

Su questa situazione, in un sistema economico-finanziario per certi versi ancora convalescente e in presenza di problemi strutturali del paese stesso, si è abbattuta la crisi Covid-19 che, contrariamente a quella del 2008-12, non ha una origine finanziaria, bensì reale scatenata dalla pandemia con ripercussioni dal lato sia della domanda, sia dell'offerta, e quindi su consumi, occupazione e sistema economico in generale. L'impatto sulle imprese è stato fortemente differenziato tra settori produttivi e di servizi, e all'interno di ciascuno di essi in relazione a fattori quali situazione di partenza, dimensioni, appartenenza a filiere, incidenza dell'export. A loro volta le banche, peraltro non punto di origine di questa crisi, sono inevitabilmente esposte alla situazione critica dell'economia reale: una prima riprova, si è avuta già da marzo con la forte penalizzazione delle azioni bancarie sui mercati, che scontano i risultati futuri legati all'andamento economico, all'inevitabile peggioramento del merito di credito delle imprese e quindi della qualità dell'attivo delle banche.

La gravità della situazione è stata fronteggiata da interventi straordinari di banche centrali e governi per disinnescare un pericolosissimo cortocircuito, o almeno ridurne la gravità e portata. Le banche centrali sono intervenute con misure di politica monetaria per fornire liquidità eccezionale alle banche con due obiettivi: evitare crisi di liquidità sistemiche tali da travolgere le medesime e nel contempo veicolare flussi finanziari all'economia reale. La BCE, nella sua duplice veste di banca centrale e di organo di vigilanza per i paesi dell'eurozona, ha varato provvedimenti senza precedenti, da un lato per fornire fondi alle banche, dall'altro per allentare i vincoli patrimoniali che gravano sulle medesime e che, con un ben noto meccanismo anticiclico, rendono tanto più onerosi i requisiti patrimoniali quanto più si deteriora la situazione delle imprese e aumenta il rischio di credito, finendo per ridurre il credito all'economia. I governi sono intervenuti con molteplici

iniziative, differenziate anche in relazione allo stato della finanza pubblica: moratorie, erogazioni a fondo perduto, rilascio di garanzie pubbliche per veicolare credito alle imprese.

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 debentrici e crescenti difficoltà delle famiglie a estinguere i propri debiti. Simili sviluppi comporterebbero un deterioramento della qualità del credito più o meno accentuato anche in funzione della esposizione ai settori economici più colpiti dalla crisi.

Per continuare a svolgere il proprio ruolo di finanziamento dell'economia, e soprattutto per poterlo svolgere con forza quando occorrerà sostenere la ripresa economica, le banche saranno chiamate a distinguere tra fenomeni puramente temporanei, destinati a riassorbirsi in breve tempo, e fenomeni di natura più duratura, che richiederanno azioni di gestione e riclassificazione.

Il protrarsi dell'emergenza sanitaria indotta dal COVID-19 potrebbe avere importanti impatti sull'economia reale e, di conseguenza, sul merito creditizio delle controparti del sistema bancario:

- le aziende sperimenteranno cali dell'attività produttiva, con impatti differenziati tra i diversi settori di attività economica, e quindi della generazione di cassa a servizio del debito;
- i privati potranno soffrire eventi di perdita del lavoro con impatti sul reddito e quindi sulla possibilità di rimborso dei finanziamenti.

Il sistema bancario è tenuto a considerare il prospettarsi di questi scenari di deterioramento delle condizioni macroeconomiche nella valutazione delle esposizioni in essere e nell'erogazione dei nuovi finanziamenti.

*Il Covid-19 “avrà sicuramente un impatto significativo: il mercato si aspetta tra 60 e 100 miliardi di nuovi inflow di npe nei prossimi 18 mesi”. A crescere saranno soprattutto gli unlikely-to-pay (utp), che a fine 2019 ammontavano a oltre 60 miliardi e che balzeranno perché “decine di migliaia di piccole/medie imprese e ditte familiari saranno a rischio”.*<sup>15</sup>

Infatti, per quanto le stime di crescita economica e il tasso di disoccupazione si trovino su livelli senza precedenti, a causa del lockdown applicato nella maggior parte dei Paesi in tutto il mondo con profonde ramificazioni economiche, e le banche centrali e i governi siano intervenuti per contenere l'impatto sull'economia, garantendo adeguata liquidità alle imprese e ai cittadini, la qualità patrimoniale dei bilanci e degli attivi degli istituti bancari è ragionevolmente probabile che si deteriori, in quanto i suddetti interventi difficilmente basteranno a contenere le conseguenze della crisi, soprattutto nei settori più vulnerabili, come energia, viaggi o il settore ricettivo. Diverso sarà invece lo scenario per i prestiti ai cittadini poiché gli interventi governativi dovrebbero mitigare il calo del reddito mentre il lockdown dovrebbe ridurre la spesa per beni voluttuari.

---

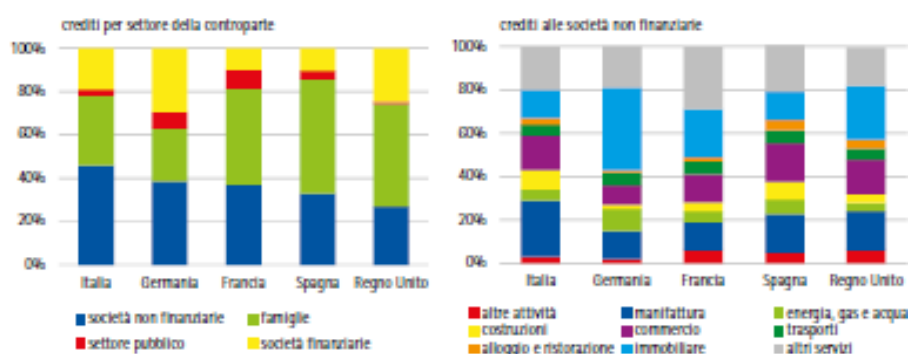
<sup>15</sup> Cfr. PWC - Ready to Face the Crisis



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. 26).

Figura 26

Composizione dei crediti delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



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

Gli azionisti, quindi, si troveranno verosimilmente su un terreno accidentato, poiché gli utili saranno erosi dall'aumento degli accantonamenti per perdite su crediti e le distribuzioni agli azionisti saranno scarse. Infatti, dato che le azioni sono la componente più subordinata della struttura del capitale bancario, le perdite graveranno prima sugli azionisti che sugli obbligazionisti, sui depositi o su altre passività.

L'analisi delle semestrali dei primi cinque istituti italiani condotta dall'Ufficio studi di First Cisl rivela una sostanziale tenuta dei ricavi operativi (- 4,2% rispetto a giugno 2019), ma il risultato netto aggregato ha chiuso in territorio negativo a causa dell'aumento eccezionale (+ 72%) e l'incidenza delle rettifiche su crediti alla clientela (5,3 miliardi) (Fig. 27). Si tratta in larga misura (2,7 mld) di accantonamenti disposti per fronteggiare il futuro impatto della pandemia sull'attività economica. Spicca però la maggiore solidità patrimoniale dell'insieme aggregato, con il CET1 Ratio phased-in che passa dal 13.6% del dicembre 2019 al 14.4%. Ciò, insieme all'allentamento delle misure regolamentari deciso a marzo, porta a stimare un'eccedenza patrimoniale sui requisiti minimi di oltre 46 mld, con un aumento di circa il 43% rispetto ai dati di fine anno.

Figura 27

Big 5 (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banco Bpm, Mps e Ubi)  
Confronto dati aggregati 1 semestre 2020/1 semestre 2019

dati in milioni di euro	1° Sem. 2020	1° Sem. 2019	var	var%
INTERESSI NETTI	10.788	11.272	-484	-4,3%
COMMISSIONI NETTE	8.924	9.360	-436	-4,7%
MARGINE PRIMARIO	19.712	20.631	-919	-4,5%
ALTRI RICAVI	3.156	3.239	-83	-2,6%
PROVENTI OPERATIVI	22.868	23.869	-1.002	-4,2%
COSTI OPERATIVI	-12.829	-13.104	275	-2,1%
di cui COSTO DEL PERSONALE	-7.992	-8.172	180	-2,2%
RISULTATO DI GESTIONE	10.038	10.766	-728	-6,8%
RETTIFICHE NETTE CREDITI	-5.331	-3.093	-2.238	72,4%
RISULTATO NETTO DI GESTIONE	3.806	7.615	-3.810	-50,0%
RISULTATO NETTO	-519	6.124	-6.643	n.s.

Riclassificazioni Ufficio Studi First Cisl

Le autorità di vigilanza, come già detto, hanno chiesto alle banche di sospendere il pagamento dei dividendi e i piani di riacquisto di azioni proprie (o almeno di ridurli molto) allo scopo di conservare il capitale. Per gli obbligazionisti, ciò significa che gli utili prima degli accantonamenti, ovvero la prima linea di difesa, saranno a disposizione per assorbire le perdite. Se si tiene conto anche del capitale in eccesso (l'indice CET1 (capitale azionario tier 1) delle banche europee a fine 2019 era mediamente del 15% contro una media richiesta del 10%), la capacità di assorbire le perdite è estremamente elevata.

Un'altra possibile problematica del sistema bancario è riconducibile al possibile aumento del costo del *fundings*<sup>18</sup>, 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)<sup>19</sup> e PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations)<sup>20</sup> nonché dalla modifica dei requisiti per l'accesso alle TLTRO3 (Targeted Long Term Refinancing Operations)<sup>21</sup> sono tuttavia sufficientemente vantaggiose da compensare le eventuali difficoltà di raccolta sui mercati.

Relativamente ai mercati finanziari, in seguito agli interventi delle autorità monetarie e fiscali e all'allentamento delle misure di contenimento adottate per contrastare la pandemia, le quotazioni della borsa italiana sono aumentate, i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono scesi ed è ripresa l'attività di emissione di obbligazioni, incoraggiata anche dagli acquisti dell'Eurosistema.

I prezzi delle attività finanziarie rimangono tuttavia esposti al rischio di correzioni significative.

La discesa dei rendimenti ha rispecchiato principalmente la flessione del premio per il rischio sovrano (fig. 28);

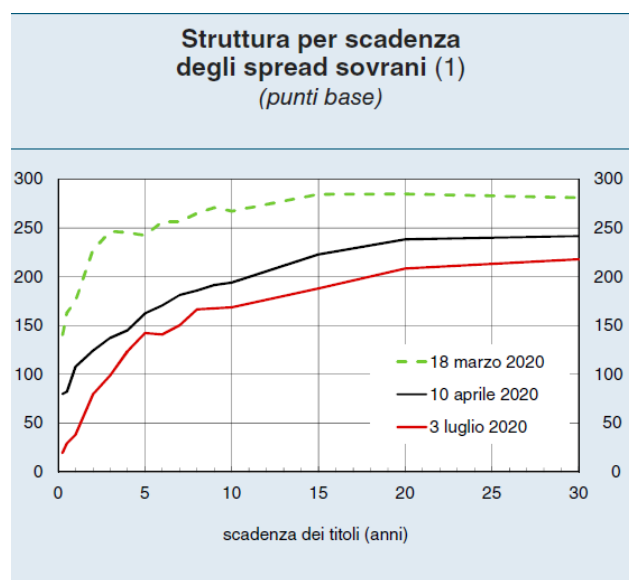
<sup>18</sup> Cfr. CONSOB - La crisi Covid-19 - Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata

<sup>19</sup> Cfr. Operazioni finalizzate a fornire liquidità immediata al settore bancario, hanno un costo pari al tasso medio applicato ai depositi presso la Banca Centrale (attualmente negativo e pari a -0,5%);

<sup>20</sup> Cfr. Operazioni di rifinanziamento a lungo termine legate alla Pandemia, hanno un costo pari a 25 BP inferiore al tasso di rifinanziamento principale;

<sup>21</sup> Cfr. Le condizioni sono le medesime alle Peltro, ma i requisiti di accesso sono stati modificati rispetto alle precedenti portando l'ammontare complessivo dei fondi al 50% dal 30% precedente

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Struttura per scadenze, a date selezionate, dei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è diminuita in misura marcata, raggiungendo livelli inferiori a quelli medi dello scorso anno. I corsi azionari sono aumentati in Italia, così come nell'area dell'euro.

Tra la fine della prima decade di aprile e l'inizio di luglio l'indice generale è cresciuto del 12 per cento, quello del comparto bancario del 19 (14 e 15 per cento nell'area nell'euro, rispettivamente). Le valutazioni di mercato hanno beneficiato di una significativa diminuzione del premio per il rischio azionario, sceso al di sotto dei livelli di inizio anno in un contesto di minore volatilità; la fiducia degli investitori è progressivamente migliorata con il dispiegarsi degli interventi delle banche centrali e delle misure di politica di bilancio nonché, a partire da maggio, con la graduale rimozione dei provvedimenti di contenimento del contagio.

L'incremento dei costi della raccolta di fondi osservato alla fine del primo trimestre ha frenato il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane; i collocamenti lordi di obbligazioni sono stati pressoché nulli in marzo e aprile. Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, nel secondo trimestre dell'anno le emissioni nette di titoli obbligazionari sarebbero tornate positive (1,5 miliardi, da -3,4 nel primo trimestre), grazie sia ai maggiori collocamenti lordi sia ai minori rimborsi. La ripresa dell'attività di emissione è stata incoraggiata, oltre che dai minori costi di raccolta, dagli acquisti di obbligazioni delle società non finanziarie da parte dell'Eurosistema. Le emissioni delle banche hanno risentito in misura più limitata del peggioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario. Nel complesso le emissioni nette delle banche sarebbero state pari a 2,7 miliardi nel secondo trimestre (da -14,5 miliardi nel primo).

## CONCLUSIONI

L'emergenza pandemica venutasi a creare a seguito della diffusione a livello mondiale del Covid-19 ha comportato danni rilevanti all'economia di quasi tutto il mondo. Le misure di contenimento del contagio infatti hanno comportato il blocco o comunque la limitazione di moltissime attività economiche nella gran parte dei paesi del mondo. La crisi si è poi innestata in un contesto congiunturale sul quale pesavano elementi di forte incertezza come quelli legati al previsto e temuto rallentamento dell'economia cinese e alle crescenti tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la stessa Cina. All'inizio della crisi (nelle prime settimane del mese di marzo 2020) i mercati finanziari globali hanno accusato gravi perdite ed era forte il timore che il repentino rallentamento dell'economia avrebbe portato con sé una brusca contrazione del credito bancario aggravando ancora di più la situazione anche in una ottica prospettiva. In questo scenario i Governi delle principali economie, ma soprattutto le banche centrali hanno rapidamente reagito mettendo in campo misure del tutto straordinarie. Per i dati finora in possesso e considerando che la situazione è ancora molto fluida non potendo prevedere la durata della pandemia che evidenzia attualmente una seconda ondata, si può affermare con una certa ragionevolezza che, nonostante la caduta dei corsi azionati delle banche, il sistema bancario nel suo complesso abbia mostrato una buona resilienza rispetto alla crisi in atto. Per quanto riguarda nello specifico il caso italiano, i dati finora disponibili, sebbene incompleti, non segnalano al momento una situazione di "credit crunch" come quella che venne registrata durante la fase più acuta della crisi del debito sovrano in diversi paesi. Probabilmente le ingenti iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali stanno fortemente mitigando gli effetti della pandemia sul ciclo economico. Si tratta però di un quadro a oggi ancora parziale e solo i prossimi mesi ci diranno se effettivamente il sistema sia stato in grado di limitare il danno della pandemia.

Infatti la tempistica e le modalità con cui verranno superati gli effetti economici della pandemia di Covid-19 sono molto difficili da prevedere soprattutto per l'incertezza sui tempi necessari per l'introduzione di un vaccino o di cure efficaci.

Gli effetti dell'epidemia, nell'ipotesi invece che si protraggano nel lungo termine, potrebbero esporre inevitabilmente il sistema bancario a nuovi rischi. Attualmente, gli intermediari stanno fronteggiando tali rischi in condizioni patrimoniali e di liquidità rafforzate rispetto al passato e con una migliore qualità degli attivi. Il lungo processo di adeguamento della regolamentazione prudenziale, al quale la Banca d'Italia ha partecipato attivamente, ha avuto un ruolo decisivo. Le riforme sinora attuate hanno consentito di aumentare la quantità e innalzare la qualità del capitale bancario favorendo una più completa copertura dei rischi, di contenere il grado di leva finanziaria, di migliorare la gestione della liquidità e di costituire buffer di capitale per fronteggiare rischi di natura macroprudenziale.

Un nuovo forte peggioramento congiunturale comporterebbe un rallentamento dei finanziamenti alle famiglie con un andamento del mercato immobiliare in contrazione e una contestuale diminuzione delle nuove erogazioni di mutui residenziali

Per aiutare le imprese a fare fronte all'aumentato fabbisogno di liquidità seguito all'interruzione dell'attività produttiva, il Governo ha adottato un programma di interventi vasto e articolato, che introduce la possibilità per tutte le imprese di avvalersi di garanzie pubbliche sui prestiti.

Le ripercussioni sull'attività economica della diffusione dell'epidemia potrebbero generare un notevole deterioramento della qualità degli attivi bancari, con un incremento delle rettifiche di valore anche a seguito dell'applicazione delle norme. Le risorse patrimoniali minime richieste alle SGR sono commisurate alla massa gestita di OICR e fondi pensione, ai rischi operativi derivanti dal tipo di attività svolta e ai rischi derivanti dalla responsabilità professionale sull'accantonamento minimo prudenziale (*calendar provisioning*).

I provvedimenti legislativi sulle moratorie, sulla sospensione delle rate dei mutui e sugli interventi a sostegno dei redditi delle famiglie e della continuità aziendale delle imprese dovrebbero frenare le insolvenze; la presenza di garanzie pubbliche permetterà inoltre di contenere l'ammontare di rettifiche di valore sia sulle nuove erogazioni, sia sui prestiti oggetto di rinegoziazione. È verosimile tuttavia che nei prossimi mesi gli effetti economici dell'epidemia si manifestino anche sui crediti già classificati come inadempienze probabili, che beneficiano in misura molto limitata delle misure introdotte dal Governo e risultano circa la metà dei crediti deteriorati netti nei bilanci bancari. Il forte peggioramento congiunturale dovuto al diffondersi dell'epidemia di Covid-19 dovrebbe comportare un incremento della rischiosità anche dei prestiti degli intermediari non bancari.

L'SSM e la Banca d'Italia hanno inoltre raccomandato ai gruppi e alle banche vigilate di non procedere alla distribuzione dei dividendi e di astenersi dal riacquisto di proprie finalizzato alla remunerazione degli azionisti; sia le banche significative, sia quelle meno significative si sono attenute alle raccomandazioni. La mancata distribuzione dei dividendi renderà disponibili circa 7 miliardi di ulteriori risorse patrimoniali di migliore qualità che – laddove necessario – potranno essere utilizzate per assorbire gli impatti negativi della congiuntura.

Dalla metà di febbraio sono emerse tensioni sui mercati finanziari e si è ampliato il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali e quelli tedeschi. Come è avvenuto in altri periodi di turbolenza dei mercati, le banche italiane hanno effettuato in marzo acquisti netti di titoli pubblici italiani per 20 miliardi. In seguito all'annuncio dei nuovi programmi di acquisto di titoli da parte della BCE il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi è diminuito.

Il regolamento UE/2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 prevede per i crediti deteriorati la svalutazione crescente con il passare del tempo fino a raggiungere il 100 per cento entro tre anni per le esposizioni non garantite ed entro sette per quelle garantite (con estensione a nove per quelle garantite da immobili).

Alla fine di marzo la raccolta bancaria aveva risentito in maniera limitata delle tensioni sui mercati finanziari, per effetto delle quote relativamente alte della provvista al dettaglio (68 per cento) e del rifinanziamento presso l'Eurosistema (10,5 per cento). Non sono finora emersi segnali di sfiducia verso il sistema bancario e nessun intermediario ha registrato deflussi anomali di depositi, sebbene i canali digitali permettano alla clientela di trasferire rapidamente i propri fondi; l'espansione dei depositi è proseguita anche dopo lo scoppio dell'epidemia.

L'aumento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie osservato sul mercato secondario ha tuttavia determinato un'interruzione delle nuove emissioni, rallentando il processo di allungamento della durata media delle passività. L'effetto sulla raccolta è stato efficacemente contrastato dalla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 12 marzo di ampliare i canali di provvista presso la banca centrale attraverso le TLTRO3, che garantiscono finanziamenti agli intermediari con durata fino a tre anni.

La crisi conseguente alla pandemia inciderà negativamente sulla redditività degli intermediari. La contrazione dell'attività economica verosimilmente accentuerà la flessione dei ricavi da interesse e aumenterà il costo del rischio di credito; il perdurare di tensioni sui mercati finanziari potrebbe tradursi in un calo delle sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e delle relative commissioni. Per gli intermediari di piccola dimensione e per quelli caratterizzati da un modello di attività tradizionale, che già incontravano difficoltà a mantenere livelli di redditività soddisfacenti, la perdita di reddito potrebbe risultare particolarmente ingente.

Rispetto al periodo immediatamente precedente la diffusione dell'epidemia, come già detto, gli utili attesi delle principali banche italiane quotate relativi al 2020 si sono ridotti del 62,7 per cento; per le maggiori banche europee la flessione attesa è leggermente inferiore (52,4 per cento). Il ROE atteso per le banche italiane ed europee quotate è diminuito rispettivamente di 4,5 e 3,7 punti percentuali, al 2,4 e al 4,1 per cento.

Gli effetti sull'attività dei confidi dipenderanno dall'andamento della domanda di credito delle imprese e dalla quantità di garanzie che verranno concesse nell'ambito del programma di iniziative del Governo. I confidi potranno infatti estendere la copertura delle garanzie dello Stato sul credito alle imprese fino all'intero importo del finanziamento, ottenendo la riassicurazione da parte del Fondo centrale di garanzia

Nel primo trimestre del 2020 i fondi comuni aperti di diritto italiano hanno registrato deflussi netti per 3,3 miliardi. Da marzo l'aumento della domanda di liquidità degli investitori istituzionali si è riflesso in un forte incremento dei riscatti di quote dei fondi monetari, azionari e di quelli obbligazionari specializzati in titoli ad alto rischio e bassa liquidità. I fondi hanno fatto fronte regolarmente alle richieste di rimborso.

L'aumento dell'avversione al rischio degli investitori comporterà verosimilmente una riduzione della raccolta dei fondi comuni nei prossimi mesi, in particolare di quelli che investono prevalentemente nei mercati meno liquidi, il cui peso sul patrimonio complessivo è tuttavia contenuto. Nel medio termine la raccolta dei fondi che rispettano i requisiti dei PIR potrebbe beneficiare delle modifiche introdotte con la legge di bilancio per il 2020, che hanno rimosso i vincoli di investimento introdotti con la riforma dell'anno precedente.

Il calo della raccolta e dei prezzi delle attività finanziarie si rifletteranno negativamente sulla redditività degli investitori istituzionali.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- 1) Banca d'Italia (2020a) - L'impatto della pandemia di COVID-19 sull'economia italiana;
- 2) Banca d'Italia (2020b) - Scenari impatto Covid 19;  
[https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/Scenari\\_impatto\\_COVID\\_19.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/Scenari_impatto_COVID_19.pdf)
- 3) Banca d'Italia (2020c)– Relazione annuale 2019;  
[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel_2019.pdf)
- 4) Banca d'Italia (2020d), Bollettino Economico n. 2/2020;  
<http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettinoeconomico/2020-2/index.html>
- 5) Banca d'Italia (2020e), Financial Stability Report n. 1/2020;  
[https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2020-04-30\\_financial-stability-report-no-1-2020/](https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2020-04-30_financial-stability-report-no-1-2020/)
- 6) Banca d'Italia (2020f), Indagine straordinaria sulle famiglie italiane;  
<https://www.bancaditalia.it/media/notizia/principali-risultati-dell-indagine-straordinaria-sulle-famiglie-italiane-nel-2020/>
- 7) Banca d'Italia (2020g), Bollettino Economico n. 3/2020;  
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettinoeconomico/2020-3/index.html>
- 8) Camera dei deputati (2020) - Servizio studi - misure fiscali e finanziarie
- 9) Cerved (2020), L'impatto del Covid-19 sui settori e sul territorio, <https://know.cerved.com/imprese-mercati/gliimpatti-del-covid-19-sui-ricavi-delle-imprese-italiane/>
- 10) 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](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)
- 11) Commissione europea (2020b), Summer forecasts, July,  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_1269](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1269)
- 12) CONSOB (2020), La crisi Covid-19 - Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata
- 13) Fouchier RA, Kuiken T, Schutten M, et al, *Aetiology: Koch's postulates fulfilled for SARS virus*, in Nature, vol. 423, n. 6937, 2003
- 14) KPMG (2020) - COVID 19 –Gli impatti sul settore bancario;
- 15) Ministero della salute - Centro Nazionale per la Prevenzione ed il Controllo delle Malattie – Piano Nazionale di Preparazione e Risposta ad una Pandemia Influenzale;  
Consultabile su: [http://www.ccm.ministerosalute.it/imgs/C\\_17\\_pubblicazioni\\_501\\_allegato.pdf](http://www.ccm.ministerosalute.it/imgs/C_17_pubblicazioni_501_allegato.pdf)
- 16) Perna T. (2020) – Pandeconomia. Le alternative possibili;
- 17) World Bank Group (2020) - Global Economic Prospects.