

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

LA REAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI AL COVID-19: PRIME EVIDENZE

RELATORE

Prof. Daniele Previtalli

CANDIDATO

Matr. Saccone Spagarino Giada

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I	5
GLI INDICI AZIONARI E IL COVID-19	5
I.I L'efficienza dei mercati finanziari	5
I.II Gli indici azionari	10
I.III COVID-19: la diffusione della malattia	15
CAPITOLO II	18
L'IMPATTO ECONOMICO DELLA CRISI SANITARIA	18
II.1 Cause e conseguenze: l'effetto del COVID-19	18
II.2 Il crollo dei mercati azionari	22
CAPITOLO III	34
RISCHI E IMPREVEDIBILITÀ: PROPOSTE E ALTERNATIVE EUROPEE	34
III.1 Le manovre economiche attuate dall'UE	34
III.2 Gli effetti sulle banche	41
CONCLUSIONE	44
BIBLIOGRAFIA	45

INTRODUZIONE

La globalizzazione ha incentivato lo sviluppo di una rete interconnessa tra i mercati dei vari continenti e ciò ha contribuito al verificarsi di una serie di reazioni a catena che hanno colpito diverse realtà: economiche, finanziarie e sociali. I mercati finanziari sono il motore dell'economia, riflettono l'andamento della sfera sociale e politica di ciascun paese. Una tra le numerose ragioni che hanno portato le Borse al tracollo sono le epidemie e la conseguente incertezza che ne deriva. Secondo l'Organizzazione Mondiale della Sanità, il numero di epidemie, verificatosi negli ultimi decenni, è considerevolmente aumentato determinando un contemporaneo aumento di crisi economiche da esso scaturite. Esempio calzante nonché attuale è quello che ha ingenerato la crisi sanitaria legata alla propagazione del virus COVID-19, diffusosi in Cina e poi nel resto del mondo. L'epidemia, in seguito sfociata in pandemia, ha causato la chiusura di molte attività e provocato il blocco dei trasporti, determinando una contrazione della crescita economica con ripercussioni sull'economia reale. La crisi sanitaria si è trasformata in una crisi economica senza precedenti, che ha riportato valori in materia di PIL, indici di volatilità e *spread* di molto superiori a quelli della crisi del 2008. Le conseguenze hanno danneggiato tutti i settori dell'economia, dalle attività impegnate nell'ambito del turismo alle quelle a conduzione familiare. Il coinvolgimento del mercato finanziario ha segnato degli sviluppi turbolenti causando il crollo delle Borse mondiali e registrando andamenti negativi per l'intero primo trimestre del 2020. L'incertezza e la gravità legata all'epidemia hanno reso gli investitori soggetti avversi al rischio, soprattutto all'aumentare dei contagi in Europa.

Data la recente natura dell'evento, il reperimento delle fonti bibliografiche è stato difficoltoso. A causa della scarsa letteratura in merito, la ricerca delle informazioni è avvenuta tramite indagini/approfondimenti su siti *online* specifici, economico-scientifici, come ad esempio quello della Banca d'Italia, della BCE, e ancora di The Financial Journal. Inoltre, l'incertezza dei primi avvenimenti e il loro repentino cambiamento hanno reso arduo rintracciare informazioni attendibili. Con il presente elaborato si intende analizzare l'impatto economico subito in Europa a seguito della pandemia da coronavirus, cercando di sottolineare la correlazione tra le crisi sanitarie e i mercati finanziari, riportando

l'andamento degli indici di Borsa. In particolare, si studia l'andamento degli indici azionari del mercato europeo a seguito della diffusione del virus a partire dal mese di marzo.

Lo studio si articola in tre capitoli. Nel primo, "Gli indici azionari", si introduce il concetto di mercato efficiente con riferimento a quelle teorie che studiano il comportamento di mercato. Inoltre, si analizza la struttura degli indici azionari nonché il loro ruolo all'interno del mercato.

Nel secondo capitolo si trattano le conseguenze dovute ai *lockdown*, che hanno coinvolto tutti i paesi del mondo. Il prolungato arresto dell'economia mondiale ha avuto ripercussioni all'interno di ogni singolo paese, soprattutto in quelli caratterizzati da una debole economia già nel periodo precrisi. L'incertezza dell'epidemia ha coinvolto anche i mercati finanziari che hanno iniziato a riportare andamenti negativi a seguito dell'aumento del numero di contagi e decessi.

Infine, nel terzo capitolo si analizzano le varie manovre concordate e attuate dall'Unione Europea. Tutti i programmi, nel loro insieme, hanno lo scopo di ovviare il *default* degli stati membri maggiormente colpiti dalla pandemia e risanare l'economia reale del continente. Inoltre, essi mirano ad aiutare il settore bancario nell'intento di far fluire liquidità al sistema e alle aziende in difficoltà, tramite prestiti e finanziamenti a condizioni più favorevoli. In tale contesto, la cooperazione e la collaborazione tra gli stati membri ha determinato una svolta, storicamente innovativa, che ha gettato le fondamenta per nuovi scenari geopolitici nonché economici costruttivi per il futuro dell'Europa.

CAPITOLO I

GLI INDICI AZIONARI E IL COVID-19

I.1 L'efficienza dei mercati finanziari

Le aspettative su rendimento, rischio e liquidità svolgono un ruolo cruciale nel funzionamento delle attività finanziarie. Al fine di comprendere meglio come tali aspettative si formano, è necessario analizzare il concetto di mercato efficiente e l'ipotesi ad esso legata, nota come Teoria dei Mercati dei Capitali Efficienti, *Efficient Market Hypothesis*, (EMH). Tale teoria viene ampiamente utilizzata per descrivere il funzionamento delle borse e dei mercati. Con l'avvento della tecnologia e della digitalizzazione, i mercati non sono più luoghi fisici di scambio, bensì *data center* in cui si possono scambiare e consultare informazioni sugli strumenti finanziari. Eugene Fama¹, economista statunitense, definì efficiente un mercato in cui i prezzi dei titoli azionari rispecchiano perfettamente e correttamente le informazioni disponibili nel mercato e di conseguenza tutti gli operatori dispongono delle medesime informazioni sugli *asset prices*. Il presupposto alla base dell'ipotesi di mercato efficiente è il ruolo del mercato, ovvero quello di allocare al meglio le risorse nel sistema economico. In altre parole, i mercati finanziari permettono agli operatori economici di vendere o acquistare strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni, derivati etc. In particolare, nei mercati azionari le società ottengono finanziamenti per la loro attività mettendo in circolazione azioni che ne rispecchiano il capitale sociale, mentre gli investitori ne ottengono i rendimenti. In questi mercati i prezzi fungono da strumento di valutazione, in quanto gli investitori hanno la consapevolezza che i prezzi rispecchiano il valore intrinseco dello strumento finanziario. Dalle informazioni disponibili in un determinato momento si formano delle aspettative definite previsioni ottimali: le migliori ipotesi che si possano avere sul futuro. Infatti, affinché un mercato finanziario sia in equilibrio, i prezzi vengono fissati per eguagliare le

¹ Studente di economia presso la University of Chicago, con la sua tesi di dottorato nel 1965 egli diede vita alla definizione della "*Teoria del mercato efficiente*", pubblicata successivamente dal Journal of Business con il titolo "*The Behavior of Stock Market Prices*". Grazie a questa teoria ricevette il premio Nobel per l'economia nel 2013.

previsioni relative al rendimento di un titolo con il rendimento di equilibrio di quest'ultimo. Ciò permette al mercato di rendere uguale la quantità domandata e richiesta di un titolo.

Un mercato finanziario si può definire concretamente efficiente se risulta essere più liquido e se i costi di transazione sono contenuti. In caso contrario, il mercato non potrà essere considerato tale se questi ultimi ostacolano l'incontro tra domanda e offerta e se gli investitori hanno reazioni eccessive. Gli economisti fanno riferimento ai tre livelli di efficienza informativa di mercato formalizzati da Eugene Fama in un suo noto scritto "*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*" (1970). Egli distingue tre livelli di efficienza informativa: forma debole, forma semi-forte e forma forte, in funzione del grado di informazione integrata dai prezzi.

Nel primo livello i prezzi incorporano tutti i dati storici, quindi il set informativo è costituito da tutte le informazioni che riguardano i prezzi passati. Il mercato in questione non permette di realizzare alcun tipo di profitto superiore a quello medio e i prezzi seguono un andamento casuale.

Il secondo caso è quello in cui i prezzi non solo riflettono i dati storici ma anche tutte le informazioni disponibili al pubblico (analisi prospettiche, notizie, previsioni etc.). In un mercato efficiente, in forma semi-forte, i prezzi tendono ad aggiustarsi immediatamente al giungere di nuove informazioni, come ad esempio l'annuncio di utili o dividendi, fusioni etc. Tuttavia, vi sono dei mercati che non risultano essere efficienti in tale forma.

Infine, nel terzo livello, definito forma forte, i prezzi incorporano sia le informazioni di pubblico dominio sia quelle riservate, ovvero tutte quelle detenute dagli *insiders*, coloro che detengono di norma più informazioni rispetto al mercato. In questo caso si richiede che la conoscenza di informazioni maggiori non consenta di trarre extra-profitti e per tale motivo esistono numerose leggi contro l'*insider trading* e i conflitti di interesse, volte ad evitare l'uso di informazioni privilegiate negli scambi sui mercati finanziari.

All'analisi empirica di Eugene Fama, in cui i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili, si affianca il concetto di *random walk*, ovvero l'andamento casuale di una variabile le cui variazioni future non possono essere previste.

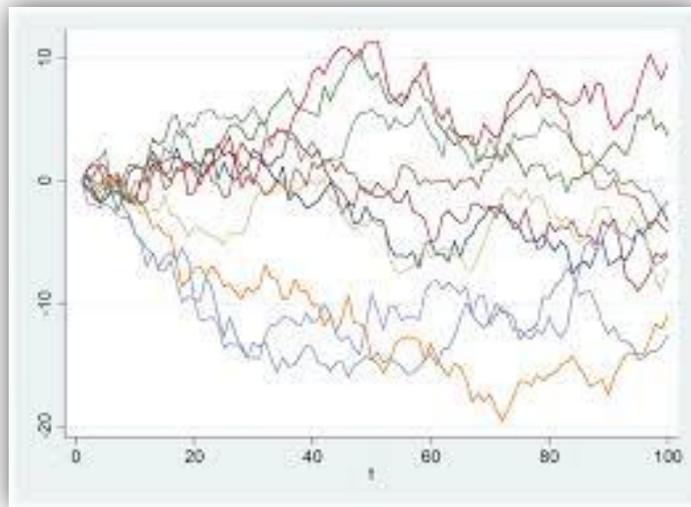


Figura 1: Esempio grafico di Random Walk Theory (fonte: quantanalysts.wordpress.com)

*“A situation where successive price changes are independent is consistent with the existence of an ‘efficient’ market for securities, that is, a market where, given the available information, actual prices at every point in time represent very good estimates of intrinsic values”.*²

Tale espressione, nell’ipotesi dei mercati efficienti e applicata al *trading*, implica che i prezzi dovrebbero seguire un andamento casuale e perciò i loro cambiamenti futuri non dovrebbero essere prevedibili attraverso una qualsiasi analisi fondamentale o tecnica; inoltre, si presuppone che l’andamento di un titolo sia indipendente da quello di un altro. L’espressione *random walk* può essere attribuita allo studio di numerosi economisti, come Louis Bachelier³. Con il suo scritto *“Théorie de la Speculation”* (1900, “Teoria della Speculazione”), fu il primo a trattare delle fluttuazioni dei prezzi di borsa dei titoli di Stato. Egli elaborò un modello in cui il mercato veniva considerato come un “gioco equilibrato”, cioè un gioco dove vi fosse la stessa probabilità, pari al 50% per evento, di ottenere un aumento o una diminuzione dei prezzi delle obbligazioni, proprio come nel lancio della moneta. La seconda intuizione di Bachelier fu quella di sostenere che non fosse possibile stabilire il prezzo di una obbligazione *ex ante*, in quanto non si possono conoscere con

² Eugene Fama, (1965): “Una situazione in cui le variazioni successive dei prezzi sono indipendenti è coerente con l’esistenza di un mercato “efficiente” dei titoli, cioè un mercato in cui, date le informazioni disponibili, i prezzi effettivi in ogni momento rappresentano stime molto buone dei valori intrinseci”.

³ Statistico e matematico francese. Nel 1900 scrisse la tesi di dottorato dal titolo *“Théorie de la Speculation”* (“La teoria della speculazione”), considerata di rilevante importanza, in quanto egli fu il primo ad applicare la teoria della probabilità allo studio dei mercati finanziari.

certezza tutte le informazioni necessarie. Infatti, si potrebbe assistere, *ex post*, ad un eventuale cambiamento dei prezzi, in aumento o diminuzione. Da queste affermazioni, egli

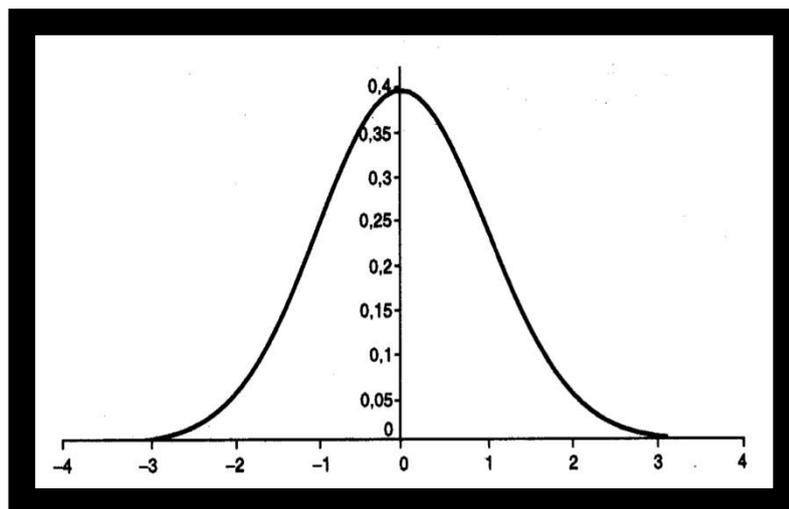


Figura 2: Curva di Gauss o distribuzione Normale (fonte: startingfinance.com)

giunse alla conclusione che le variazioni dei prezzi costituiscono delle variabili che hanno andamenti casuali, ma soprattutto indipendenti. Analizzando graficamente l'andamento dei prezzi delle attività finanziarie in funzione di un determinato periodo di tempo, un mese o un anno, formano un grafico a campana in cui le variazioni di entità inferiore, maggiormente ricorrenti, si trovano nella parte centrale del grafico; al contrario, i valori di entità maggiore, raramente verificabili, si trovano nelle estremità del grafico. Tale grafico prenderà poi il nome di Gaussiana, dal fisico tedesco Gauss, o distribuzione Normale. Un altro contributo rilevante si deve a Maurice G. Kendall⁴, studioso di statistica, il quale concentrò la sua ricerca sul comportamento dei prezzi delle azioni, nel tentativo di dimostrare cicli regolari dei prezzi. Egli analizzò un insieme di *stock prices*⁵ appartenenti ad una serie storica, studiandone l'evoluzione del fenomeno nell'arco di tempo prestabilito. La conclusione a cui giunse Kendall stabilì che le serie storiche risultavano vaganti e che non fosse possibile applicare modelli statistici. Per tale motivazione i prezzi seguivano un percorso casuale proprio perché le variazioni di valore erano indipendenti fra loro. Un'altra implicazione dello studio di Kendall riguarda l'impossibilità di ottenere guadagni extra dall'analisi dei prezzi delle azioni passate, in tal senso gli operatori economici dovrebbero

⁴ “*The Analysis of Economic Time-Series, part. 1, Prices*”, in *Journal of the Royal Statistical Society*, 1953.

⁵ Egli prese in considerazione 22 serie di prezzi di azioni in un arco temporale che andava dal 1883 al 1934, ne esaminò il movimento a lungo e breve termine.

essere impossibilitati a “battere” il mercato nel lungo periodo. Se le variazioni di prezzo potessero essere sfruttate per prevedere variazioni future, si verrebbero a creare facili guadagni per gli investitori, guadagni che verrebbero subito impediti in quanto i prezzi tenderebbero ad aggiustarsi immediatamente. Infatti, secondo la *Random Walk Theory*, è consentito ad alcuni *traders* sovraperformare la media del mercato per caso o per fortuna, ma le probabilità che rendimenti superiori alla media rimangano tali, per un lungo lasso di tempo, sono rare.

Oltre a rispecchiare le informazioni disponibili sul mercato, i prezzi devono anche incorporare il valore intrinseco del bene. Tale condizione prende il nome di efficienza valutativa. A questa si affianca l'efficienza allocativa, ovvero quel tipo di efficienza che assicura che lo scambio di risorse finanziarie avvenga in modo tale da indirizzare le risorse alle unità in deficit dalle unità in surplus che le mettono a disposizione. Questi obiettivi si possono raggiungere nel momento in cui il mercato risulta efficiente anche dal punto di vista operativo, cioè quando svolge le sue funzioni al più basso costo. Tuttavia, nei mercati si presentano situazioni considerate anomale e che rendono la teoria dei mercati efficienti non sempre applicabile. Tali anomalie sono fenomeni che compaiono e scompaiono senza preavviso, e perciò risulta inefficace seguire delle strategie di *trading*: il mercato è in continua evoluzione e cambiamento. Tversky e Kahneman⁶ definirono le anomalie di mercato come “un'anomalia è una deviazione dai paradigmi attualmente accettati che è troppo diffusa per essere ignorata, troppo sistematica per essere liquidata come errore casuale, e troppo fondamentale per essere accettata allentando il sistema normativo”. Le anomalie del mercato possono essere di vario tipo, ma la maggior parte di queste riguardano il prezzo delle azioni nel breve termine. Tali risultati empirici determinano un'inefficienza di mercato oppure l'inadeguatezza del modello nel determinare il prezzo delle attività finanziarie. Ad esempio, i rendimenti azionari figurano più alti a gennaio rispetto ad altri mesi (effetto gennaio)⁷. Anche se questo effetto risulta essere diminuito per le azioni di grandi società, rimane ancora evidente per le piccole imprese. Si tratta di un'anomalia ormai nota e sistematicamente sfruttata dagli investitori, i quali tendono a liquidare alla fine

⁶ Daniel Kahneman e Amos Tversky sono due psicologi israeliani, nonché i fondatori dell'economia comportamentale grazie ai loro studi sui processi decisionali degli individui (1979).

⁷ Rendimento anomalo studiato per la prima volta da Rozzoff e Kinney, (1976). Essi analizzarono i rendimenti delle azioni del NYSE (*New York Stock Exchange*) nel periodo 1904-74, riscontrando un rendimento più alto dello 0,42% nel mese di gennaio rispetto agli altri mesi dell'anno. Questo fenomeno fu studiato negli anni successive in diversi paesi.

dell'anno le azioni meno profittevoli in modo tale da sfruttare le perdite sulle imposte sulle plusvalenze oppure ottenere detrazioni. In aggiunta, anche se secondo la teoria i prezzi tendono ad adeguarsi rapidamente alla sopraggiunta di nuove informazioni, in alcune circostanze reali ciò può non accadere, o meglio, i prezzi potrebbero continuare a salire o scendere per molto tempo dopo il nuovo annuncio. Allo stesso modo possono essere i mercati a reagire in maniera eccessiva al diffondersi di nuove notizie, soprattutto se negative. Ad esempio, quando un'azienda dichiara perdite, si verifica una diminuzione significativa dei ricavi; in questo caso le azioni dell'azienda tenderanno a scendere eccessivamente e solo dopo un lungo periodo di tempo il loro prezzo tornerà al livello dei fondamentali⁸. Questo fenomeno rimanda ad un'anomalia di mercato concernente l'inversione di rotta delle azioni rispetto al loro periodo precedente: se le azioni hanno un prezzo eccessivo, ci si aspetta che subiscano una sottoperformance, mentre le azioni sottovalutate sovraperformino. In questo caso potrebbe risultare conveniente per gli investitori acquistare le azioni nel momento in cui il loro prezzo scende e rivenderle una volta ristabilito il loro livello normale. Da ciò ne deriva un investimento anomalo, ovvero un investimento il cui valore non dipende dalle influenze di mercato. Uno studio di Wolfson e Patell⁹ dimostrò che i prezzi, nel caso di annunci di variazioni degli utili o dividendi, impiegano dai 5 ai 10 minuti ad incorporare le nuove informazioni e ad aggiustare il prezzo dei titoli. Tuttavia, ciò che assume una considerevole rilevanza nella determinazione dei prezzi dei titoli e nell'andamento di mercato è l'emotività degli investitori. Questi ultimi vengono spesso considerati esseri razionali, tesi a svolgere le stesse valutazioni finanziarie, ma non sempre ciò risulta verificabile. Il mercato e in particolare la Borsa sono fenomeni complessi che costituiscono un fenomeno sociale, in cui tutto è messo in moto da soggetti umani, e perciò le influenze psicologiche non possono essere ignorate.

I.II Gli indici azionari

In ambito finanziario, un indice, utilizzato come misura o indicatore, fa riferimento ad una misura statistica. Nei mercati finanziari, gli indici azionari e obbligazionari (o *Stock Index*)

⁸ Variabile economica che determina lo stato di salute del mercato o del sistema economico.

⁹ Patell J. M. and Wolfson M. A., "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements", in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984.

sono costituiti da un insieme di titoli che vengono utilizzati per misurare l'andamento del mercato. Generalmente, gli indici si compongono di un numero predefinito delle migliori azioni di una certa piazza, accumulate da specifiche caratteristiche, come ad esempio l'appartenenza allo stesso mercato, allo stesso settore economico o possono essere accumulate dal grado di redditività del capitale. Gli indici tendono a monitorare un paniere di titoli in una determinata area di mercato, e per tale motivo non godono di valore intrinseco bensì esso si muove in relazione al prezzo delle azioni che lo compongono. Tra gli indici più noti al mondo figura lo Standard & Poor's 500 (S&P500) che comprende circa l'80% delle azioni scambiate negli Stati Uniti; il FTSE 100 della piazza azionaria di Londra; il Dow Jones Industrial Average (DJIA), composto dalle 30 più grandi compagnie quotate su NYSE e NASDAQ (tra cui *Apple*, *American Express* e *Coca-Cola*), ed infine il DAX, composto dalle principali compagnie quotate al Frankfurt Stock Exchange. A livello europeo altri indici di riferimento sono lo STOXX 600, finalizzato a svolgere una media fra le aziende di 17 Paesi europei, il CAC della Borsa di Parigi e l'IBEX della Borsa di Madrid. Per il mercato italiano si fa riferimento al FTSE-Mib, composto da 40 compagnie quotate alla borsa di Milano (come ad esempio Unicredit, Telecom, Enel, Intesa San Paolo etc.). È possibile suddividere gli indici in tre tipologie:

- Indici *value weighted*. Rappresentano gli indici più diffusi e sono composti da titoli azionari il cui valore è concatenato alla capitalizzazione della società di riferimento. Infatti, al variare di quest'ultima, a seguito di determinati eventi, anche il valore dell'indice subisce una variazione. Il calcolo avviene tramite una media ponderata che attribuisce maggior valore ai titoli le cui società possiedono più alta capitalizzazione; per tale motivo sono considerati gli indici più corretti;
- Indici *equally weighted*. Ciascuna azione possiede un valore uguale alle altre e conseguentemente tutti i titoli che compongono l'indice hanno il medesimo peso;
- Indici *price weighted*. Sono indici in cui le azioni assumono un peso in base al loro prezzo. Tuttavia, risultano scarsamente usati in quanto non rappresentano fedelmente le varie azioni che costituiscono il portafoglio.

Gli indici ricoprono il ruolo di *benchmark*¹⁰ con il quale si valutano le performance di un portafoglio. Ricoprendo un ruolo importante, devono rispettare dei requisiti di

¹⁰ Metro di riferimento per misurare il rendimento di attività finanziarie, in quanto sintetizza l'andamento dei rendimenti o delle quotazioni di un paniere di azioni.

rappresentatività, oggettività, trasparenza e replicabilità. Il loro andamento quotidiano è uno fra i dati più seguiti e noti al mondo, dato che gli incrementi o le perdite, in valore percentuale degli indici azionari alla chiusura della giornata di Borsa, permettono di analizzare e commentare gli avvenimenti che hanno condizionato l'andamento del mercato. Le oscillazioni degli indici di Borsa sono molto frequenti e vengono facilmente visualizzate ed interpretate tramite l'utilizzo di grafici in riferimento ad un certo periodo di tempo. Tendenzialmente, in tali grafici vengono utilizzati i colori rosso e verde, che rappresentano rispettivamente la diminuzione o l'aumento della quotazione rispetto alla precedente, come dimostra il grafico sottostante che descrive l'andamento degli indici S&P 500 e FTSE Mib del febbraio 2020. Inoltre, il grafico permette agli investitori di analizzare l'andamento dell'indice nel breve periodo, ma anche in un arco temporale più ampio.



Figura 3: Indici S&P 500 (a destra) e FTSE MIB (a sinistra), in grafico mensile anno 2020 (fonte: grafico Visual Trader)

In aggiunta, l'andamento dell'indice di Borsa può essere utile per analizzare la situazione economica di un Paese a livello micro e macro, in quanto l'indice rispecchia l'andamento delle azioni di diverse società quotate. Ricorrenti sono le espressioni “la Borsa sale” o “la Borsa scende”, attraverso cui è possibile notare che l'indice, a chiusura, ha registrato rispettivamente un maggior numero di punti rispetto all'inizio di giornata o che si è verificato una diminuzione. Ad esempio, se il valore di mercato dello S&P's500 diminuisce del 10%, di conseguenza anche il valore dell'indice si riduce del 10%.

Investire sugli indici azionari significa scommettere sull'andamento futuro di un certo paniere di azioni. Tuttavia, dal momento che risulta impossibile comprare letteralmente un indice, vengono utilizzati strumenti finanziari che replicano, il più fedelmente possibile,

l'indice di riferimento. Tali strumenti possono essere dei fondi comuni di investimento¹¹ o degli *Exchange Traded Fund* (ETF)¹². In base allo strumento a cui si ricorre, l'indice assume differenti funzioni. Da un lato, in riferimento ai fondi passivi, questi assumono il ruolo di indice di riferimento assoluto, in quanto tali prodotti di risparmio devono replicare esattamente l'andamento dell'indice; dall'altro, considerando i fondi attivi, essi fungono da *benchmark* per valutare le performance in modo tale da "battere" l'indice a fine anno. Da questi tipi di investimenti si possono ricavare dei profitti che risultano essere proporzionali all'ampiezza del movimento dell'indice, indipendentemente da quanto esso sia negativo o positivo. Numerosi sono i soggetti che possono investire negli indici di Borsa, come e privati, esperti o inesperti e aziende. Quest'ultime ricorrono al mercato finanziario per ottenere le risorse necessarie per far fronte ai costi che caratterizzano la loro attività. Nello specifico, le aziende di grandi dimensioni, costituite in forma di S.p.a.¹³ ("Società per azioni"), possono optare per la quotazione in Borsa, al fine di reperire le risorse finanziarie a loro necessarie. Quotando una società in Borsa si ricorre alla negoziazione quotidiana e ripetuta delle sue azioni. In tal modo, gli operatori economici di Borsa possono acquistare e vendere azioni, facendone oscillare i prezzi. Le oscillazioni dei prezzi determinano un aumento del livello di volatilità. Quest'ultima è una delle variabili più importanti nel mercato finanziario in quanto misura la dispersione delle fluttuazioni dei prezzi, sia in salita sia in discesa, di uno strumento finanziario in un determinato periodo di tempo e a seguito di reazioni del mercato. Gli operatori economici fanno riferimento al VIX (*Volatility Index*, "Indice di volatilità"), ovvero un indice che misura la volatilità a breve termine (nei successivi 30 giorni), basato sull'indice S&P500. La formula di quest'ultimo venne sviluppata da Brenner Menachem e Galai Dan nel 1986. A partire dal 1993 la CBOE (*Chicago Board Options Exchange*) iniziò a pubblicare in tempo reale i dati relativi al VIX. La volatilità di tale indice viene calcolata sia dalle opzioni *call* sia da quelle *put*¹⁴ e misura anche il rischio di mercato. Per questo, gli investitori sono soliti chiamare il VIX "indice della paura". Ad

¹¹ Sono dei patrimoni autonomi suddivisi in quote ad una pluralità di partecipanti, che vengono gestite collettivamente, e che può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote.

¹² Sono particolari tipi di fondi di investimento, che ti permettono di investire in un vasto asset class. Possono essere quotati, come le azioni, e permettono una diversificazione e riduzione del rischio, come nei fondi.

¹³ Società di capitale, dotata di personalità giuridica, il capitale sociale è diviso in azioni. I soci hanno responsabilità limitata al numero di azioni sottoscritte, le quali conferiscono i medesimi diritti.

¹⁴ L'opzione call conferisce all'acquirente il diritto di comprare un titolo ad un determinato prezzo (*strike price*), a seguito del pagamento di un premio al venditore. L'opzione put conferisce il diritto di vendere un titolo ad un prezzo predeterminato.

esempio, durante la giornata del 13 giugno del 2016, il VIX registrò un valore del 23%, che rappresentò il livello più alto negli ultimi tre mesi. Tale aumento fu dovuto alla vendita globale di azioni statunitensi, infatti gli investitori intuendo l'incertezza del mercato, decisero di guadagnare o perdere, causando una maggior offerta e minore domanda, che portò ad un aumento della volatilità del mercato. Ciò può verificarsi quando le notizie positive comportano una riduzione all'avversione al rischio, facendo diminuire la volatilità, mentre le notizie negative fanno aumentare la preoccupazione che spinge la volatilità al rialzo. In Europa, invece, l'indice della volatilità è misurato tramite il VSTOXX, che fa riferimento all'EURO STOXX 50, offrendo una previsione sulla variabilità nei successivi 50 giorni. Ad oggi, il VIX e il VISTOXX rappresentano gli indici più preoccupanti per gli operatori economici, in quanto analizzando i rispettivi andamenti storici ed eventi, in cui raggiunsero valori bassi, si verificavano dei periodi di picco e contemporaneamente un ribasso degli indici azionari.

A seguito dello scoppio della pandemia di Covid-19, i mercati azionari registrarono un cambiamento notevole. Gli investitori iniziarono a vendere gli asset finanziari, considerati rischiosi, in cambio di beni rifugio, come oro o titoli di Stato emessi da Paesi economicamente solidi, i quali registrarono un crollo dei rendimenti relativi a tali titoli, in particolare Germania e Stati Uniti. La volatilità dei mercati azionari aumentò considerevolmente dal momento in cui il VIX riportò un valore superiore ai 46 punti, e in considerazione di un rialzo del 18% al giorno: la soglia dei 50 punti venne toccata solamente dopo lo scoppio del caso Lehman-Brothers. L'indice europeo, il VSTOXX, raggiunse gli 84 punti rispetto ai 60 riscontrati durante la crisi del 2008 dei mutui subprime. In Italia, l'11 febbraio l'indice FTSE Mib segnò il valore migliore dal 2008, registrando a chiusura 25.477,550 punti¹⁵. Nel mese successivo l'indice iniziò a perdere, riducendo il suo valore del 44%, mentre l'S&P 500 nel medesimo periodo riportò una perdita del 27%¹⁶. In un momento storico in cui l'incertezza gioca un ruolo cruciale per i mercati finanziari, risulta impossibile stabilire il termine di tale crisi, prima sanitaria e poi economica.

¹⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/indici/indici-in-continua/grafico.html?indexCode=FTSEMIB&lang=it>.

¹⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-e-mercati-bilancio-primo-mese-emergenza-ADMKOMD>.

I.III COVID-19: la diffusione della malattia

La fine del 2019 e la prima metà del 2020 sono state caratterizzate dalla diffusione a macchia d'olio di un virus, denominato dall'OMS (Organizzazione Mondiale della Sanità) SARS-CoV2. La diffusione di quest'ultimo è iniziata in Cina, nella provincia di Hubei, i cui primissimi contagi sono stati registrati nel mese di dicembre 2019. Il primo caso è stato ufficializzato l'8 dicembre e il 31 dello stesso mese il governo cinese ha dichiarato all'OMS l'esistenza di tale virus. Legato al ceppo di coronavirus (CoV), assume tale nome per la sua struttura a punta che rievoca la forma di una corona. Molto comune nelle specie animali, la sua peculiarità è la zoonosi, ovvero la diffusione da animale a persona tramite contatto, sia esso diretto o indiretto. In passato si sono verificati episodi simili nel caso della SARS-CoV, trasmessa dalle civette africane e nel caso della MERS-CoV, trasmesso dai dromedari. La comunità scientifica cinese ha ipotizzato che la zoonosi sia avvenuta nel mercato di animali situato nel capoluogo di Wuhan. Gli studi dell'OMS hanno riscontrato che il virus in questione si origina nei pipistrelli, appartenenti al secondo gruppo di mammiferi più numeroso dopo i roditori. Essi godono di alte difese immunitarie e di un metabolismo accelerato che gli permettono di contrastare le infezioni e allo stesso tempo di ospitare il virus, mortale per altre specie. Sin dal 2003, i pipistrelli sono stati identificati come "deposito" di diversi coronavirus. Le conseguenze più gravi che comporta tale ceppo di batteri sono infezioni respiratorie, facilmente confondibili con il raffreddore stagionale, e in casi estremi polmonite. A seguito della velocità di propagazione dell'epidemia e dopo aver riscontrato che sono 165 i paesi nel mondo in cui si registrano contagi, il direttore generale dell'OMS, Tedros Adhanom Ghebreyesus, ha deciso di dichiarare lo stato di pandemia. Il primo paese a fermarsi, dichiarando lo stato di quarantena, è stata la Cina a fine gennaio. In seguito, molti paesi, come la Russia, hanno iniziato a adottare delle restrizioni nei confronti della Cina, chiudendo le frontiere e limitando i voli da e per tale nazione. Nonostante ciò, il virus si è diffuso nel resto del mondo, a partire dalla Thailandia, la quale il 28 gennaio ha registrato i suoi primi 14 casi, la Korea e il Giappone con 11 e 14 casi. In Europa invece la diffusione è avvenuta lentamente, a partire dalla Francia in cui si sono verificati i primi 3 casi il 25 gennaio. Dall'inizio di marzo l'epidemia è poi esplosa in tutto il territorio. Al 29 febbraio l'Italia è risultata il terzo paese per numero di contagi

(888), dopo la Corea del Sud (3.150) e la Cina (79.394).¹⁷ Se da un lato le restrizioni hanno favorito il contenimento del numero dei contagiati, dall'altro hanno comportato rilevanti conseguenze a livello economico: chiusura degli esercizi commerciali, multinazionali, limitazioni di importazioni ed esportazioni, limitazioni agli spostamenti. Ad esempio, la chiusura delle attività ha determinato la caduta delle più importanti borse mondiali e un netto calo dei consumi, circostanza che ha fortemente inciso sul prezzo del petrolio. Ciò che sta veramente ostacolando il commercio mondiale è il rallentamento della produzione cinese, centro di molte operazioni commerciali. L'indice PMI¹⁸ (*Purchasing Manager's Index*, Indice composito degli acquisti dei manager) del paese è sceso di 22 punti a 37,5, un calo nella produzione che determina la riduzione del 2% delle esportazioni su base annua. Tra i settori più a rischio, in cui la Cina ricopre un ruolo rilevante sia come fornitore sia come luogo dove situare delle filiere, vi sono il settore automobilistico e quello elettronico. Proprio nel capoluogo di Wuhan, epicentro dell'epidemia, si trovano numerosi poli automobilistici (Honda, Nissan, Peugeot Group etc.), e la regione di Hubei ospita un numero cospicuo di fasi di produzione e assemblaggio di molti produttori. Secondo le stime pubblicate in data 4 marzo dall'UNCTAD¹⁹ (*United Nations Conference on Trade And Development*, Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo), il rallentamento della produzione cinese potrebbe comportare una perdita globale delle esportazioni di 50 miliardi di dollari. Conformemente a quanto riportato dall'UNCTAD, i settori maggiormente colpiti a seguito della pandemia di COVID-19 sono quelli che interessano automobili, macchinari, strumenti di precisione e apparecchi per la comunicazione. Inoltre, come riportato dalla tabella sottostante si evince che tra le economie più colpite, che hanno rilevato ingenti perdite, vi sono quelle proprie dell'Unione

¹⁷ Dati riportati dal WHO (*World Health Organization*): <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/situation-reports/>.

¹⁸ Indice che riflette la capacità di acquisizione di beni e servizi, considerando nuovi ordini, scorte, occupazione consegne. Tale indice permette di descrivere al meglio l'andamento del settore manifatturiero di un paese. Un valore superiore a 50 punti determina una crescita del settore manifatturiero, mentre se inferiore a 50 punti si ha una decrescita.

¹⁹ <https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2297>.

Europea (\$ 15,6 miliardi), degli Stati Uniti (\$ 5,8 miliardi), del Giappone (\$5,2 miliardi) e della Repubblica di Corea (\$3,8 miliardi).

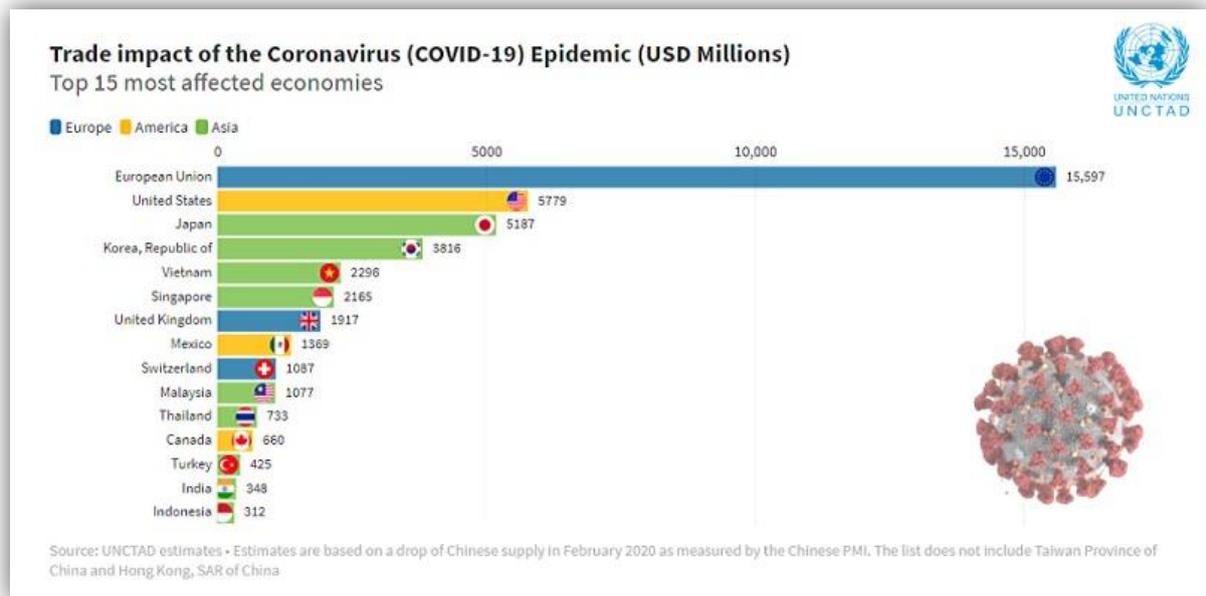


Figura 4: l'impatto dell'epidemia di COVID-19 sulle maggiori economie mondiali (fonte: UNCTAD, unctad.org)

Analizzando tali dati, si evidenzia l'importanza che ad oggi ricopre l'economia cinese, diventata indispensabile per il resto del mondo. Vano è dunque ciascun tentativo di isolarsi da questa. In conclusione, gli ingenti danni economici provocati dallo scoppio dell'epidemia hanno rivelato, senza ombra di dubbio, quanto sia fragile un modello globalizzato fondato sulla dipendenza da un solo paese, unico fornitore per molti settori.

CAPITOLO II

L'IMPATTO ECONOMICO DELLA CRISI SANITARIA

II.1 Cause e conseguenze: l'effetto del COVID-19

L'epidemia causata dal coronavirus rappresenta la crisi sanitaria nonché economica tra le più disastrose degli ultimi anni, che ha comportato danni ingenti ai mercati finanziari mondiali. Il coronavirus costituisce ciò che gli economisti definiscono shock esogeno, determinato da variabili che stabiliscono il discostamento dell'economia dal suo punto di equilibrio a cui invece tendenzialmente converge. Tale pandemia può essere considerata il Cigno Nero del 2020 che ha dimostrato quante alterazioni, provocate da disastri naturali, può subire il sistema economico, generando un impatto diretto ed universale. Ad averne risentito sono stati sia nazioni con una solida economia sia paesi in via di sviluppo. I *lockdown*, rigidamente imposti da oltre 136 paesi, insieme alle misure sanitarie, hanno determinato nel breve periodo un blocco delle attività economiche comportando notevoli riduzioni dei consumi, influenzando sull'occupazione e sui fallimenti aziendali. La contrazione della domanda e dell'offerta hanno contribuito alla riduzione dell'attività economica nel primo trimestre del 3,6%. Le restrizioni, messe in atto per rallentare la pandemia, hanno avuto esiti negativi sull'economia reale globale, implicando il calo della spesa e della domanda interna e coinvolgendo inevitabilmente i mercati finanziari. Tramite i costi economici, le pandemie possono avere ripercussioni sui sistemi finanziari aumentando le spese per la sanità, sia pubblica sia privata, e la perdita di produttività del lavoro. Anche l'impatto sul turismo e sugli investimenti diretti esteri non è stato trascurabile. Secondo i dati riportati dell'Organizzazione Mondiale della Sanità, le numerose epidemie che si sono succedute negli anni hanno coinvolto economie e persone in tutto il mondo. Ad esempio, l'epidemia di HIV/AIDS ha modificato in modo permanente il comportamento dei consumatori, così come la diffusione dell'ebola e la sindrome respiratoria acuta grave (SARS). Ad esempio, nel 2014 gli Stati Uniti registrarono un deficit di circa 53 miliardi di dollari a causa dell'ebola, mentre la Cina, nel 2002, a seguito dell'epidemia di SARS ha visto il suo PIL deprezzarsi dell'1%, determinando un danno economico mondiale di 54

miliardi di dollari.²⁰ Da questi dati si evince l'esistenza di una relazione bilaterale tra economia e sanità: se è vero che una crisi sanitaria comporta scompiglio nel sistema economico di un paese, una popolazione sana contribuisce al suo sviluppo economico. La ricorrenza e la pericolosità degli accadimenti disastrosi sembrano essere aumentate negli ultimi anni, infatti il *Center for Research on the Epidemiology of Disasters* (Centro di ricerca sull'epidemiologia dei disastri, CRED) ha segnalato un aumento del numero di disastri, la cui medesima attitudine è stata rilevata anche per le crisi economiche. Nonostante gli sforzi dei singoli governi per contrastare le crisi economiche, tali crolli rimangono inevitabilmente condizionati da fattori esterni che intralciano la crescita del PIL. Se le ricerche e l'avanzamento scientifico hanno aumentato la possibilità di prevedere danni causati dalle calamità naturali, ad oggi risulta invece difficile determinare le conseguenze economiche che possono scaturire da una pandemia. Per tale motivo, fare dei parallelismi con altre forme di disastri naturali può risultare utile per comprendere al meglio le eventuali ripercussioni che ne derivano. Infatti, i mercati reagiscono alle catastrofi allo stesso modo, sia che si tratti di eventi naturali come terremoti e tsunami e sia in caso di incidenti aerei e attacchi terroristici. Sebbene tali eventi si verificano in zone determinate, i loro effetti possono ripercuotersi e diffondersi in altre aree, tra loro diverse e lontane. Per tanto, analizzando il comportamento di questi ultimi è possibile riscontrare delle analogie con lo sviluppo della pandemia in corso, tra cui la minore fiducia sociale nel sistema, sia esso governativo, economico o di difesa, che viene spesso alimentata dalle notizie dei *mass media* e incide sui costi di transazione, rendendo meno fluido il funzionamento del mercato. A seguito del COVID-19, nell'area Euro il clima di fiducia da parte delle imprese si è indebolito con l'attenuarsi delle prospettive economiche future, eccezion fatta per i settori coinvolti nella vendita di beni di prima necessità, molti altri sono stati danneggiati. Circa il 17% delle imprese sono state schiacciate dalla crisi sanitaria, mentre il 14% ha subito un calo delle vendite a seguito dei cambiamenti nella domanda dei clienti. Le abitudini e le modalità d'acquisto dei consumatori sono mutate, come nei settori legati alla produzione di energia, gas e petrolio. Tali mutazioni hanno contribuito a rallentare la catena di approvvigionamento e molte attività hanno sofferto un drastico calo delle vendite, come quelle impegnate nel turismo, nel commercio di beni di lusso e le aziende automobilistiche. Queste ultime, ad esempio, hanno sopportato un forte impatto anche al di fuori dei confini

²⁰ <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320305249#bib0012>.

cinesi, considerando la mancanza di materie prime dalla Cina che hanno bloccato la produzione in tutto il mondo. Mike Manley, CEO di Fiat Chrysler Automobiles, ha dichiarato lo stop alla produzione in numerosi stabilimenti europei. In aggiunta, l'intera industria aerea ha registrato considerevoli perdite a seguito della chiusura delle frontiere e del blocco del turismo. Contrariamente in situazioni di stabilità economica, le compagnie aeree tenderebbero a trarre vantaggi a seguito di incidenti aerei, in quanto ciò accrescerebbe la possibilità di acquisire nuovi clienti. Anche i dati forniti dall'indice Pmi²¹ non sono stati rassicuranti. Considerando che a valori inferiori a 50 ci si aspetta una contrazione economica: l'Italia ha raggiunto un valore pari a 20,2 punti a marzo, Germania e Francia hanno segnato valori di 35 e 28,9 punti, mentre l'Eurozona ha subito un calo importante, da 51 punti di febbraio fino a 29,7 di marzo. Le aziende già fortemente indebitate prima dello scoppio della pandemia hanno affrontato una triplice sfida che ha coinvolto flussi di cassa, maggiori costi di finanziamento e interruzioni della produzione. Il rallentamento della crescita economica ha determinato un considerevole calo dei profitti aziendali, che influisce indirettamente sugli investimenti futuri delle aziende e sulle prospettive di profitto a lungo termine. La richiesta di finanziamenti esterni e di prestiti si sono ridotti, soprattutto nei settori commerciali e manifatturieri, a causa del minor fabbisogno di finanziamento. Tuttavia, per alcuni mercati e settori, tale periodo critico ha creato paradossalmente nuove opportunità. Una dimostrazione ne è stato il settore dell'*e-commerce*, che durante il periodo di *lockdown* ha subito un boom del 200%. Il colosso del commercio *online*, Amazon, ha visto crescere di giorno in giorno il suo valore azionario. Ad aprile, le azioni Amazon sono aumentate del 5,3%, raggiungendo un nuovo record di 2,283 dollari per azione; dal primo trimestre del 2020 l'azienda statunitense ha ottenuto un aumento pari al 20% per ciascuna azione.²² Un altro mercato che anche in passato non ha subito le conseguenze delle crisi economiche è quello del *venture capital*.²³ Durante le crisi finanziarie precedenti, gli investimenti in *venture capital* determinavano *performance* maggiori rispetto a quelli che si potevano trarre dal mercato azionario. In questo mercato si sono registrati prestazioni maggiori in momenti negativi, come in periodi di recessione. Le *start-up*, infatti, risultano essere i vincitori di queste crisi che si focalizzano sull'approfondimento di alternative come

²¹ IHS Markit Pmi, ovvero *Purchasing Managers Index*, è il principale indice che monitora l'andamento dell'attività manifatturiera e dei servizi, prendendo come riferimento una serie di aziende selezionate per rappresentare al meglio le economie mondiali principali.

²² <https://forbes.it/2020/04/15/jeff-bezos-ancora-piu-ricco-azioni-amazon-nuovo-record/>.

²³ Fonte di finanziamento che ha per oggetto l'investimento in start-up dall'alto contenuto tecnologico.

l'online learning e lo *smart working* che stanno già rivoluzionando le modalità scolastiche e lavorative. Accade contrariamente per le banche, che per loro natura diventano più vulnerabili in periodi di stallo, a causa della probabilità di crediti in sofferenza e in circostanze estreme di corse agli sportelli. Quando eventi di tale portata, come quello causato dal coronavirus, interessano numerose famiglie, il livello dei prelievi può superare quello delle riserve detenute per legge dalle banche, che in casi estremi ne comporta l'insolvenza. Tali istituti finanziari detengono sotto forma di riserva una piccola parte dei depositi, mentre il restante viene messo a disposizione agli investitori per progetti e investimenti a lungo termine che incentivano la crescita economica. A volte, alcuni di essi possono essere costretti a rinunciare ad alcuni investimenti per evitare spiacevoli conseguenze che possono sorgere nel lungo termine. Per evitare di incorrere in una situazione di instabilità finanziaria, le banche dovrebbero essere in grado di mantenere un livello di redditività adeguato e reagire in caso di crollo. La redditività ricopre un ruolo fondamentale nell'attività bancaria, infatti una sua continua riduzione può costituire un campanello dall'allarme per la capacità della banca di reperire il capitale necessario e finanziare l'economia. Le autorità di vigilanza guardano con attenzione alla redditività e si impegnano affinché lo shock iniziale non si trasformi in una vera e propria crisi. In passato, a seguito dello scoppio della grande crisi finanziaria del 2008, le banche persero di redditività a causa dell'aumento dei tassi di interesse, che determinarono perdite in conto capitale. Secondo quanto rilasciato nell'intervista al Financial Times il 25 marzo 2020, Mario Draghi, ex presidente della Banca Centrale Europea ha affermato: "It is the proper role of the state to deploy its balance sheet to protect citizens and the economy against shocks that the private sector is not responsible for and cannot absorb. States have always done so in the face of national emergencies. Wars — the most relevant precedent — were financed by increases in public debt. [...]. Banks must rapidly lend funds at zero cost to companies prepared to save jobs. Since in this way they are becoming a vehicle for public policy, the capital they need to perform this task must be provided by the government in the form of state guarantees on all additional overdrafts or loans".²⁴ Inoltre, nell'intervista

²⁴ "È compito dello Stato utilizzare il proprio bilancio per proteggere i cittadini e l'economia da shock di cui il settore privato non è responsabile e non può assorbire. Gli stati lo hanno sempre fatto di fronte alle emergenze nazionali. Le guerre - il precedente più rilevante - furono finanziate dall'aumento del debito pubblico. [...]. Le banche devono prestare rapidamente fondi a costo zero alle aziende pronte a salvare posti di lavoro. Poiché in questo modo stanno diventando un veicolo per la politica pubblica, il capitale di cui hanno bisogno per svolgere questo compito deve essere fornito dal governo sotto forma di garanzie statali su tutti

Draghi ha aggiunto che la priorità per i governi non deve essere solo quella di dare supporto economico a coloro che resterebbero senza lavoro, ma evitare un aumento dei disoccupati. Le crisi economiche possono influenzare il benessere delle famiglie, principali consumatori, attraverso il rallentamento dell'attività economica, che comporta a sua volta una diminuzione della domanda di lavoro causando l'aumento del tasso di disoccupazione e una conseguente diminuzione del reddito di coloro che sono ancora occupati, il così detto effetto reddito. A ciò, si somma l'effetto ricchezza che determina le variazioni dei prezzi e le variazioni nel valore e rendimento delle attività. In questi casi, l'ausilio di sussidi all'occupazione e alla disoccupazione e il rinvio delle tasse possono rappresentare degli aiuti concreti per l'economia di un paese. Questo genere di intervento pubblico deve essere accompagnato da un sostegno alla liquidità per contrastare la perdita di reddito, fondamentale per le imprese affinché ricoprano le spese durante il periodo di crisi, indipendentemente dalla loro grandezza. Draghi crede fortemente che la soluzione per questa fase incerta includa l'assorbimento delle perdite del settore privato, che comporteranno inevitabilmente un indebitamento maggiore, nel settore pubblico tramite il debito pubblico. In tal modo si verificherebbe un aumento dei bilanci pubblici permettendo di eliminare il debito privato, seppur generando una ferita permanente nelle nostre economie.

II.II Il crollo dei mercati azionari

Gli effetti della crisi hanno colpito anche il sistema finanziario dell'Eurozona che ha affrontato un trauma economico di grande portata, aumentando i timori per la stabilità finanziaria nel medio termine. L'andamento negativo dei mercati ha ridotto considerevolmente il valore dei titoli e ha ridimensionato la ricchezza delle famiglie e la loro propensione al consumo. In particolare, la diffusione del virus su scala globale ha fatto in modo tale che i mercati azionari rispondessero con movimenti drammatici, determinando una diminuzione dei prezzi degli *asset*, un aumento della volatilità e mancata liquidità nei mercati principali. A fine febbraio gli investitori hanno mostrato i primi segni di preoccupazione per la diffusione del virus oltre i confini cinesi: essendo i principali soggetti

gli scoperti o prestiti aggiuntivi.”, <https://www.ft.com/content/c6d2de3a-6ec5-11ea-89df-41bea055720b>.

in grado di influenzare i rendimenti e la volatilità del mercato, i loro timori hanno spinto i mercati azionari mondiali verso il crollo. Contrariamente, l'economia cinese, epicentro della pandemia, ha mostrato un calo più moderato e stabile, attribuibile alla speranza diffusa dal governo e delle misure di politica fiscale attuate nel Paese. L'Europa invece ha subito un destino differente, in cui l'instabilità finanziaria sembra destinata a crescere ulteriormente. Durante la fase 1 (1° gennaio - 14 febbraio) il coronavirus non ha avuto alcun impatto sui mercati finanziari in quanto la minaccia sembrava contenibile. I segnali d'allarme sono sopraggiunti con la prima vittima americana e a seguito dello stato di emergenza proclamato il 9 marzo su tutta la penisola italiana: la Borsa italiana ed europea sono crollate. Al termine dell'ultima settimana di febbraio, l'indice Euro STOXX 50²⁵ aveva perso il 12,3%, che secondo i dati riportati dalla Banca Centrale Europea rispecchia la perdita in percentuale più cospicua dalla crisi finanziaria del 2008.²⁶ Durante la prima settimana di marzo, l'emergenza ha iniziato ad interessare e coinvolgere maggiormente l'Unione Europea, le cui Borse hanno chiuso in rosso con un crollo del 3,6% dell'indice STOXX 600, che rappresenta circa il 90% del mercato azionario europeo: Milano (-2,24%), Francoforte (-3,37%), Madrid (-3,54%), ed è stata la Borsa di Parigi (CAC 40) a riportare il peggior risultato nella giornata del 6 marzo: -4,14%.²⁷ Tra il 19 febbraio e il 12 marzo, l'indice FTSE 100 di Londra ha registrato una perdita del 28%, invece la Borsa di Milano il FTSE Mib ha perso il 40%. A Piazza Affari sono state infatti poche le azioni rimaste in pareggio, ancora meno quelle che hanno mantenuto un andamento positivo. Tra le peggiori performance si trovano le società impegnate nel settore del turismo, dei trasporti e della vendita al dettaglio, tra cui Autogrill (-11,96%) e il tour operator Caleido Group (-15,86%). Complessivamente, dal 19 febbraio al 23 marzo, il mercato azionario europeo ha subito una perdita del 35%. In questo clima di incertezza è aumentata la domanda per i titoli di Stato tedeschi a lungo termine, i *Bund*, considerati gli *asset* più sicuri della zona Euro. Tale aumento ha scatenato una serie di reazioni a catena: il rendimento dei titoli di Stato tedeschi

²⁵ Indice azionario composto da 50 stocks, rappresentativo di 9 paesi europei: Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Spagna, Lussemburgo e Paesi Bassi.

²⁶ https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_02~26672a3808.en.html.

²⁷ <https://www.ilfattoquotidiano.it/2020/03/06/coronavirus-leconomia-borse-europee-in-profondo-rosso-moodys-rivede-stime-del-pil-2020-italia-in-recessione-calo-tra-05-e-07/5727606/>.

è diminuito e ciò ha provocato l'innalzamento del valore dello *spread*.²⁸ Non appena le misure restrittive stabilite dal governo sono state messe in atto, lo *spread* è salito a 197,935 punti, fino ad arrivare ad un picco di 280 punti, quando nel mese antecedente, febbraio, aveva toccato la soglia minima di 125. Contemporaneamente, l'indice che misura la volatilità (VIX) ha raggiunto il valore di 47 punti base, quando alla notizia della prima vittima italiana era stabile al 18. Il 23 marzo ha toccato un livello simile a quello del 2009, verificatosi a seguito della crisi finanziaria. Anche i prezzi delle azioni hanno avuto lo stesso andamento dell'autunno 2008. Mentre l'indice di volatilità relativo all'area Euro (VSTOXX), raggiungendo la soglia degli 84 punti, ha sottolineato un detto aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori.

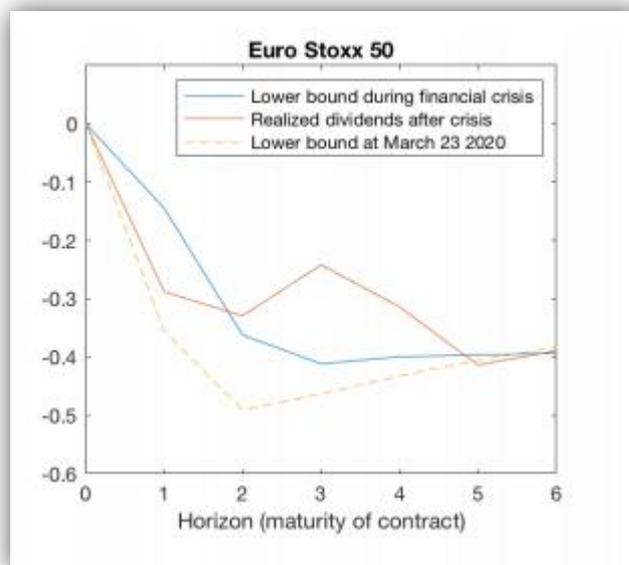


Figura 5: Indice EUROSTOXX50 durante la crisi finanziaria del 2008 e a seguito della pandemia nei primi mesi 2020 (fonte: ecb.europa.eu)

Tale confronto, riportato nella tabella precedente, evidenzia la gravità della pandemia sui mercati finanziari in relazione al limite inferiore durante la crisi del 2008 dell'indice europeo. La linea blu rappresenta i dividendi attesi tra il 31 luglio e il 31 novembre 2008;

²⁸ Lo *spread* indica la differenza tra due grandezze. Generalmente si fa riferimento alla differenza tra il rendimento effettivo a scadenza dei titoli di Stato italiani, Btp, considerati più rischiosi e quelli tedeschi, Bund, più sicuri. Rappresenta quindi il premio per il rischio.

il tratto rosso indica i dividendi realizzati successivamente, registrando una crescita del 4% in relazione ai *trend* precrisi; la linea tratteggiata illustra, invece, l'andamento dell'indice europeo durante la pandemia di COVID-19, che ha osservato un limite di molto inferiore rispetto alla linea rossa, nonostante la linea tratteggiata indichi un maggior recupero da parte dell'Europa.

I mercati azionari, così come la volatilità, risultano essere inversamente dipendenti dall'andamento del virus, difatti le Borse europee hanno continuato ad avere un corso negativo mentre saliva a un milione la quota mondiale dei contagiati. Il calo dei prezzi delle azioni potrebbe essere stato determinato da un forte aumento del rischio percepito nei mercati e la conseguente avversione al rischio degli investitori. La densità neutra al rischio è un indicatore che stima la probabilità di distribuzione di un certo prezzo azionario, aggiustato in base alla mancata propensione al rischio degli investitori. Questi ultimi sono avversi al rischio di coda se conferiscono a determinati eventi una probabilità di neutralità al rischio maggiore e sono tendenzialmente disposti a pagare un premio per salvaguardarsi contro eventuali risultati negativi. Un indice di avversione al rischio di coda, superiore ad 1, è sintomo di un timore percepito dagli investitori, i quali tendono a cautelarsi pagando un importo maggiore a quello che si avrebbe in assenza di rischio. Fin quando la diffusione del COVID-19 interessava solo alcune delle regioni cinesi, i mercati finanziari non avevano subito nessun aumento dell'avversione al rischio di coda, ma allo scoppio dell'epidemia in Europa la disponibilità degli investitori ad addossarsi i rischi ha iniziato a diminuire, pur mantenendo un valore stabile fino all'inizio di marzo, come si evince dalla figura sottostante.

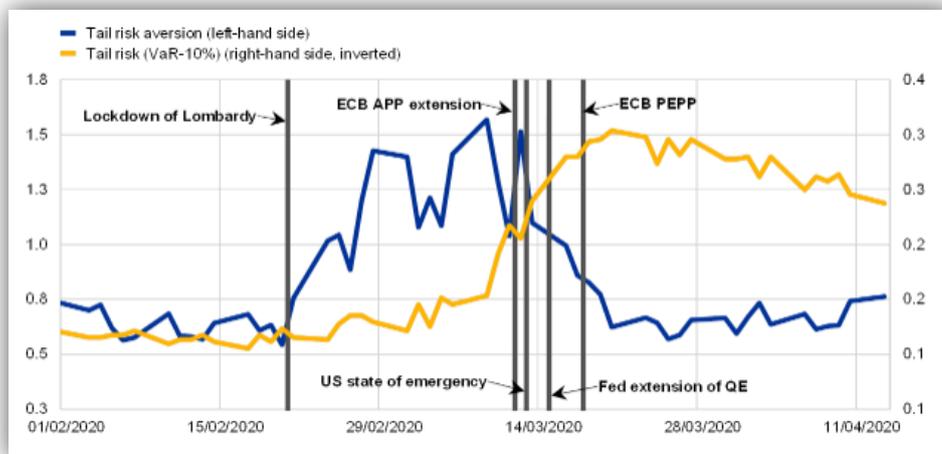


Figura 6: Euro STOXX50 indicatore di avversione al rischio di coda (fonte: ecb.europa.eu)

Successivamente, il rischio di coda ha iniziato a crescere in modo considerevole, rimanendo elevato anche dopo l'annuncio di interventi politici. Un'interpretazione di questi sviluppi risiede nelle misure adottate dalle banche centrali e dai governi europei, che hanno contribuito a sostenere la propensione al rischio degli investitori, frenando l'aumento del prezzo del rischio e riportandolo ai valori iniziali di febbraio. La riduzione del prezzo del rischio è avvenuta indipendentemente dell'ammontare del rischio e ha perciò contribuito a minimizzare l'impatto sui mercati finanziari. In ognuno di questi ultimi si sono osservati rendimenti negativi e maggiore volatilità.

L'incertezza dovuta alla diffusione del COVID-19 ha influenzato titoli e materie prime ad eccezione dell'oro, l'unico a mostrare una certa solidità. Nel periodo precedente alla pandemia, circa il 50% del consumo mondiale di petrolio proveniva dai trasporti su gomma e per l'aviazione. A seguito dei vari *lockdown*, della chiusura delle aziende e del blocco del traffico, il prezzo del petrolio ha raggiunto i minimi storici. L'*Apache Corp Index*²⁹ ha infatti registrato un crollo azionario pari a -83,7% contemporaneamente alla diminuzione della domanda e dell'offerta. In questo periodo il petrolio greggio gode di una volatilità più alta che in tempi di stabilità, anche se ciò risulta amplificato dai contrasti tra le nazioni produttrici. Inoltre, è stato possibile notare che i mercati azionari europei si sono rivelati

²⁹ È una società impegnata nell'estrazione ed esportazione di idrocarburi, con sede negli Stati Uniti, ma opera anche in Egitto e Regno Unito.

più sensibili rispetto la pandemia. La volatilità media dei mercati azionari europei ha subito un aumento durante il passaggio dalla fase epidemica a quella pandemica. Infatti, la caduta del mercato azionario ha accelerato il suo corso a partire dall'11 marzo in poi (fase di pandemia), registrando profitti negativi; in particolare, i mercati azionari europei hanno annotato andamenti negativi maggiori rispetto a quelli di altre nazioni. Le cause legate a questi declini possono essere attribuite ad una maggiore divulgazione di notizie che hanno portato ad un amplificarsi del turbamento, già insito da tempo tra gli investitori, causando l'aumento della volatilità. oppure un'altra ragione può essere imputata al blocco della maggior parte dei paesi europei. In seguito alla fase pandemica, definita fase 2 (15 febbraio - 28 febbraio), si è giunti alla fase 3 (28 febbraio - in corso) nel momento in cui anche gli Stati Uniti, nei primi giorni di marzo, hanno iniziato a riportare perdite notevoli che hanno nuovamente impattato i mercati finanziari globali, includendo anche i titoli che in precedenza avevano avuto rendimenti meno significativi, come l'oro. Le tabelle sottostanti riportano l'aumento della volatilità nei mercati europei nella fase 3 rispetto alla fase 2. Inoltre, nel prospetto si possono notare anche i valori relativi alla deviazione standard,³⁰ che permette di calcolare il rischio di mercato, ovvero il rischio legato al rendimento dell'attività finanziaria, e da tali valori si evince che il livello di rischio nei paesi è aumentato in modo considerevole tra la fase 2 e la fase 3.

³⁰ La deviazione standard rispecchia la media ponderata dei valori stimati e la relativa media, che indica la dispersione di una variabile intorno alla sua media. In ambito di attività finanziarie, la deviazione standard dei rendimenti possibili è una misura che rileva il rischio dell'attività stessa.

Country	Confirmed cases on Feb/29/20	Confirmed cases on Mar/27/20	Std_February	Std_March
US	68	101657	0.0069	0.0268
Italy	1128	86498	0.0083	0.0258
China Mainland	79261	81378	0.0098	0.0084
Spain	45	65719	0.0074	0.0234
Germany	79	50871	0.0073	0.0212
France	100	32964	0.0069	0.0221
United Kingdom	23	14543	0.0064	0.0198
Switzerland	18	12928	0.0067	0.0172
Korea, South	3150	9332	0.0069	0.0189
Netherlands	6	8603	0.0074	0.0192

Figura 3: Relazione tra il numero di contagi e la volatilità dei titoli durante la fase due (fonte: sciencedirect.com)

	Daily return				EGARCH volatility			
	Mean	Standard dev	Min	Max	Mean	Standard dev	Min	Max
WRLD	-1.73%	5.05%	-10.44%	5.75%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
EUR	-1.83%	4.39%	-14.06%	1.81%	0.08%	0.00%	0.00%	0.02%
USA	-1.69%	6.29%	-12.92%	8.71%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
ASIA	-1.29%	2.34%	-5.19%	2.75%	0.48%	2203.55%	0.12%	0.93%
ITL	-2.35%	6.37%	-20.54%	6.60%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
SPN	-2.17%	5.60%	-17.22%	5.32%	0.10%	568.71%	0.03%	0.25%
CHN	-0.84%	2.97%	-6.09%	3.79%	0.08%	0.00%	0.00%	0.02%
GER	-2.11%	4.73%	-15.09%	3.69%	0.48%	2203.55%	0.12%	0.93%
PHASE III								
FRA	-1.99%	5.07%	-14.90%	5.12%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
KOR	-1.67%	4.97%	-11.00%	10.05%	0.10%	568.71%	0.03%	0.25%
SWZ	-0.97%	3.62%	-11.33%	3.91%	0.08%	0.00%	0.00%	0.02%
UK	-2.13%	4.41%	-14.21%	1.49%	0.48%	2203.55%	0.12%	0.93%
BC	-2.49%	11.02%	-31.57%	15.83%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
WTI	-3.98%	14.10%	-38.83%	21.36%	0.08%	0.00%	0.00%	0.02%
GLD	-0.43%	2.04%	-4.88%	2.59%	0.48%	2203.55%	0.12%	0.93%
Trsry	0.10%	1.32%	-2.10%	1.82%	0.23%	147.81%	0.03%	0.30%
S&P	-0.93%	1.31%	-3.42%	0.73%	0.10%	568.71%	0.03%	0.25%

Figura 4: Sviluppi nella fase 3 (fonte: sciencedirect.com)

È in tale contesto confusionario che si è aperto un dibattito sulla possibilità di chiudere momentaneamente i mercati finanziari. Tuttavia, attraverso le diverse analisi dei possibili scenari che si sarebbero potuti verificare, gli Stati europei hanno deciso di non prendere tale decisione. Bloccare i mercati finanziari avrebbe permesso agli investitori di “congelare” compravendite e quotazioni, che però non avrebbe assicurato loro la stabilità dei prezzi o un aumento, una volta riaperto il mercato. Nonostante in passato si siano verificate chiusure dei mercati finanziari, come è accaduto nel 2001 a seguito dell’attentato alle torri gemelle, Borse e istituti di vigilanza preferiscono lasciare che i mercati seguano il loro corso, soprattutto per garantire liquidità al sistema e la possibilità agli investitori di vendere i titoli in loro possesso per ottenerne i guadagni. La Consob³¹ invece, conseguentemente agli andamenti negativi del mese di marzo, ha deciso di vietare sul mercato le vendite allo scoperto, cioè di quei titoli non effettivamente detenuti dagli

³¹ È una delle autorità di regolazione dei mercati finanziari costituita nel 1974, alla quale sono affidate le funzioni di controllo sul funzionamento del mercato borsistico. Inoltre, deve garantire la trasparenza, l’efficienza e lo sviluppo del mercato mobiliare e per tale motivo le sono stati attribuiti poteri sanzionatori e autorizzatori.

investitori. Infatti, tali azioni vengono prese a prestito e su di esse vengono svolte delle previsioni, le quali tendono ad accentuare il calo della Borsa, dal momento che questo tipo di vendite sfruttano la diminuzione di prezzo.

Altrettanto interessante è il legame che unisce la volatilità dei titoli azionari con l'aumento dei decessi causati dal coronavirus. I mercati azionari hanno risentito negativamente e significativamente dell'incremento dei casi di COVID-19. In termini azionari, i titoli sono diventati più volatili in seguito all'aumento dei decessi durante la pandemia. La medesima correlazione si riscontra tra il tasso di mortalità e l'impatto economico che tale crisi sanitaria ha avuto sulle nazioni europee, in cui però le conseguenze economiche e mediche sono state diverse in ogni paese. Dal momento che il virus ha iniziato a diffondersi a livello globale, i paesi europei hanno adottato drastiche misure per contenere il contagio. I vari capi di governo, lavorando a stretto contatto con l'OMS, hanno cercato di attuare riforme in grado di bilanciare da una parte la protezione della popolazione e dall'altra la tutela dell'attività economica. In tale contesto, le tempistiche sarebbero state cruciali per il contenimento della trasmissione del virus, la mancata imposizione delle tempestive restrizioni ha fatto sì che tra i paesi europei sorgessero delle disparità. Da tali diversità è stato possibile suddividere le nazioni europee in 4 gruppi distinti. Il primo include gli stati con alto tasso di mortalità e un intenso impatto economico, tra cui Italia, Spagna, Francia, Regno Unito e Irlanda. Le prime in assoluto ad essere state colpite nel continente sono state l'Italia e la Spagna, le quali non hanno saputo reagire prontamente all'aggravarsi della crisi. Infatti, il numero di casi positivi aveva iniziato a crescere esponenzialmente a partire dai primi giorni di marzo. Già il 18 dello stesso mese, le due avevano segnalato rispettivamente la presenza di 31.506 contagiati, 2.503 decessi e 11.178 casi, 491 decessi,³² mentre le restanti nazioni avevano raggiunto le poche migliaia di contagi. In Francia e nel Regno Unito, l'alto numero di vittime può essere considerato il risultato di un forte ritardo nell'attuare misure di sicurezza, i cui lunghi e rigidi *lockdown* hanno provocato gravi conseguenze economiche. L'unica nazione ad essersi astenuta dall'imporre il blocco del paese è stata il Regno Unito. Infatti, il primo ministro Boris Johnson aveva optato per l'immunità di comunità, più comunemente conosciuta come "immunità di gregge".³³ Tale

³² John Hopkins, Bloomberg school of public health, Center for Health Security, <https://www.centerforhealthsecurity.org/resources/COVID-19/COVID-19-SituationReports.html>.

³³ È un meccanismo che viene applicato all'interno di una comunità in cui la maggioranza della popolazione viene vaccinata, ciò limita la diffusione dell'agente infettivo e tutela anche coloro che non sono vaccinate.

meccanismo si è rivelato l'origine di centinaia di migliaia di decessi, la cui crescita continua ha spinto il governo inglese ad applicare le misure di isolamento, entrate in vigore il 16 marzo. La chiusura del paese è stata più graduale rispetto a quella di altri: all'inizio il governo aveva imposto solo regole per il distanziamento interpersonale, per poi giungere, solo quattro giorni dopo, alla definitiva sospensione delle attività commerciali, scolastiche, turistiche etc. Nonostante le restrizioni, il tasso di mortalità del Regno Unito si è dimostrato il più alto d'Europa e il ritardo nell'imporre l'isolamento ha fatto sì che, a metà giugno, la curva dei contagi raggiungesse il massimo livello. 3 sono invece i paesi europei che hanno riscontrato effetti economici contenuti, nonostante l'alto tasso di mortalità: Paesi Bassi, Svezia e Belgio. I relativi governi hanno attuato parziali misure di isolamento e per tale motivo hanno subito un rallentamento economico più controllato rispetto alla media dell'Unione Europea. Croazia, Grecia e Lituania sono state le uniche ad aver avuto un basso tasso di mortalità, ma un forte impatto economico. Nello specifico, la Grecia risulta avere la più bassa percentuale di mortalità, grazie alle rigide misure di confinamento prontamente applicate. Tuttavia, secondo la Commissione Europea, la Grecia dovrebbe subire conseguenze economiche disastrose, legate alla mancanza di turismo, settore trainante della sua economia, e alle precedenti crisi che ha attraversato. Sono invece circa 16 i paesi ad aver avuto un basso tasso di mortalità e modeste conseguenze economiche. A tale gruppo appartengono tutti i paesi dell'Europa centro-orientale e i paesi nordici, escludendo quelli precedentemente menzionati, e infine il Portogallo.

Dal punto di vista economico, l'area Euro riportava una lenta crescita già prima della pandemia. Infatti, nell'ultimo trimestre del 2019 è stata registrata un'espansione dello 0,1%. Gli effetti di una crisi sanitaria sono più evidenti e rilevanti in un'economia già debole in partenza. Nei primi 3 mesi del 2020, l'attività economica complessiva dell'Unione ha subito un calo del 3,8% ed è prevista una contrazione dell'8,3%. Inoltre, il prolungamento delle misure restrittive in molti paesi europei e l'incertezza sulla durata della pandemia hanno contribuito maggiormente alla recessione del continente, che la Commissione Europea ha definito come la più grande, dalla sua creazione fino alla fine

Tale meccanismo può essere messo in atto anche in modo spontaneo, ovvero consiste nel lasciare che la maggior parte della popolazione venga infetta e aspettare che questa sviluppi gli anticorpi, in modo tale da "coprire" la parte restante dei cittadini.

degli anni Novanta. Analizzando gli indicatori economici, come il PIL,³⁴ si evince che gli stati che hanno adottato tempestivamente le restrizioni necessarie hanno ottenuto un riscontro positivo e godono di previsioni economiche migliori. Ad esempio, l'economia tedesca, che nel periodo antecedente la crisi era la più solida nell'area Euro, nel primo trimestre ha riportato un calo del 2,2%, mentre il tasso di disoccupazione è salito al 5,8% rispetto al mese precedente. A contribuire al miglioramento dell'economia tedesca è stata la ripresa del settore finanziario, in quanto l'indice Dax ha recuperato circa il 40% delle perdite subite nel primo trimestre 2020. La Spagna è stato uno dei paesi maggiormente colpiti dall'epidemia nonché terzo al mondo per numero di contagi, in quanto la sua economia si fonda sul settore turistico e delle esportazioni. Il *lockdown* ha determinato un calo del PIL pari a 5,2% e secondo le stime della Commissione Europea potrebbe raggiungere un crollo del 10,9%. Tra i dati rilevanti pubblicati dai singoli paesi, la Francia ha dichiarato che la sua economia si è ridotta del 5,8% nel primo trimestre del 2020, analogamente l'Italia ha riportato una riduzione economica pari al 4,7%. Nel periodo estivo (luglio – settembre), Coldiretti ha pubblicato stime secondo cui i ristoranti, i bar e le strutture alberghiere hanno sofferto un calo del 40%, equivalente a circa 3 miliardi di fatturato in meno rispetto alle stagioni precedenti. Anche le variabili macroeconomiche, che descrivono l'andamento dell'economia nel suo complesso, possono influire sull'andamento dei mercati azionari e il PIL rappresenta una di queste. Vi è una relazione diretta che unisce il PIL e i mercati azionari, in quanto un aumento del PIL, e quindi una crescita economica, si traduce in un effetto vantaggioso per le aziende proprio perché possono ottenere un aumento degli utili aziendali e aumentare le valutazioni azionarie. A volte, l'annuncio iniziale dei valori del PIL può generare deboli effetti sui prezzi poiché la variabile economica di riferimento offre poche informazioni sulle stime. Tuttavia, a seconda delle componenti del PIL si possono ottenere reazioni eccessive. Ciò accade perché quest'ultimo, come le altre variabili macroeconomiche (ad esempio il tasso di disoccupazione), può essere considerato una misura maggiormente concreta per calcolare l'andamento economico, quando invece quello del mercato azionario risulta astratto, le cui aspettative sul *trend* delle azioni, positive o negative, giocano un ruolo importante.

³⁴ Prodotto Interno Lordo, misura la crescita economica, ed è dato all'insieme di bene e servizi prodotti all'interno di un paese in determinato periodo di tempo.

La crisi sanitaria ha messo a dura prova anche il settore bancario dell'area Euro. Le banche nell'Unione Europea hanno affrontato lo *shock* economico con posizioni patrimoniali e di liquidità più solide rispetto a quelle della crisi finanziaria del 2008. Nonostante la crisi attuale non sia scaturita dal settore bancario, le banche sono state epicentro di numerose preoccupazioni, soprattutto per ciò che concerne la loro redditività e l'aumento del debito pubblico a medio termine. Quest'ultimo potrebbe crescere considerevolmente per gli stati già fortemente indebitati e determinare un aumento del rischio dei titoli sovrani. In termini di redditività delle banche, sono tanti i timori a seguito del deterioramento delle prospettive di crescita e dei bassi tassi di interesse. Le banche traggono la loro redditività dal processo di trasformazione delle attività: queste prendono a prestito a breve termine e prestano a loro volta a lungo termine. Alla conclusione del primo trimestre, esse hanno registrato un forte deterioramento della redditività dovuto agli accantonamenti, utili per fronteggiare le perdite sui crediti, le cui aspettative non sono delle migliori. Infatti, nei prossimi mesi è previsto un aumento di mancati pagamenti e un numero ingente di insolvenze societarie.

Dopo i crolli delle azioni nel primo trimestre del 2020, dalla metà di giugno si sono verificate le prime riprese, i primi segnali positivi. S&P500 e FTSE 100 hanno avuto un rialzo, rispettivamente del 25% e del 13%, come riportato nel documento di aggiornamento della Consob.³⁵ Anche l'indice italiano FTSE Mib, dopo aver toccato il valore minimo il 12 marzo, ha iniziato ad intraprendere un lento rialzo, grazie agli annunci di interventi politici sia interni sia esteri. Tali segnali sono stati favoriti anche dal leggero incremento degli investimenti da parte di coloro che hanno previsioni favorevoli rispetto al futuro del mercato finanziario. In particolar modo, i settori che continuano ad attirare l'interesse degli investitori sono quelli legati alle tecnologie, come Microsoft, Google e le aziende del settore farmaceutico, di particolare importanza in questo periodo. Perfino le stime pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale (Fmi) e dalla Bce risultano positive, prevedendo una ripresa globale del 5,4% e una ripresa europea nel 2021 del 6%³⁶ e del 3,3% nel 2022,³⁷ anche se tali previsioni potrebbero subire delle modifiche, data la natura incerta dell'andamento del virus.

³⁵ <http://www.consob.it/documents/46180/46181/Rep-covid-19.pdf/02fa9e7c-c7f1-4348-be40-1d39b0c3e545>.

³⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>.

³⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200610_1~64efe479b2.en.html.

*“Pestilence is in fact very common, but we find it hard to believe in a pestilence when it descends upon us. There have been as many plagues as wars in history; yet always plagues and wars take people equally by surprise”.*³⁸

³⁸ Camus Albert, *La peste* (1948): “La pestilenza è infatti molto comune, ma facciamo fatica a credere a una pestilenza quando si abbatte su di noi. Ci sono state tante pestilenze quante guerre nella storia; eppure, sempre le pestilenze e le guerre colgono le persone allo stesso modo di sorpresa”.

CAPITOLO III

RISCHI E IMPREVEDIBILITÀ: PROPOSTE E ALTERNATIVE EUROPEE

III.1 Le manovre economiche attuate dall'UE

Fin dal momento in cui il contagio legato al coronavirus riguardava in modo prevalente la regione dell'Hubei, in Cina, si era fermamente diffusa l'idea che esso non avrebbe interessato l'emisfero occidentale. A seguito dei primi segnali della presenza del virus in numerosi paesi europei, prima in Francia, poi in Germania e in Italia, gli aiuti da parte dei governi interni e dall'Unione Europea non hanno tardato ad arrivare. Tuttavia, il processo per giungere ad una formulazione di un sostegno concreto e collettivo si è rilevato lungo e turbolento, caratterizzato da varie incomprensioni e scontri tra i diversi premier europei. Ciononostante, gli interventi dell'UE sono stati fondamentali nel bloccare le eventuali fallimenti di attività e il conseguente aumento della disoccupazione; tali interventi hanno riguardato diversi ambiti, contribuendo alla stabilità dei mercati finanziari e favorendo l'afflusso di risorse all'economia reale in vista di una futura ripresa economica. Gli strumenti utilizzati hanno incluso misure convenzionali e non. Negli anni, le banche più importanti hanno stabilito una rete di interconnessioni in cui il fallimento di una banca all'interno di tale meccanismo avrebbe ingenerato un effetto domino, fino a provocare il fallimento di molte altre. Tale fenomeno, in ambito finanziario, è noto come contagio finanziario: in caso di crollo di una qualsiasi istituzione finanziaria si potrebbe diffondere un rischio sistemico, volto a incidere l'economia reale facendone diminuire l'offerta di capitale e la liquidità del mercato. Siccome l'attività principale svolta dalle banche è l'erogazione del credito, in periodi di crisi la condizione finanziaria di queste ultime sarebbe sottoposta a rischio, a causa di un deterioramento del credito e dell'*asset quality*. Infatti, spesso accade che in situazioni di stress le banche siano tra le istituzioni finanziarie maggiormente colpite, ma non tutte vengono coinvolte allo stesso modo. Ciò che hanno dovuto affrontare le economie mondiali, nei primi mesi del 2020, è stato uno shock senza precedenti che ha portato il rischio sistemico a valori molto più alti rispetto a quelli avuti durante la grande crisi finanziaria del 2008, nonostante quella attuale non sia scaturita direttamente dal settore bancario o finanziario. A seguito dei crolli dei mercati azionari, in molti paesi europei, ad eccezione dell'Olanda e della Germania, si è diffuso il consenso

generale e la proposta di un intervento comune per affrontare la crisi attraverso l'emissione di titoli di debito europei, chiamati Coronabond. Già durante la crisi finanziaria del 2011-2012, si discusse sulla diffusione di Eurobond, ovvero degli strumenti finanziari che non sarebbero stati emessi da un singolo paese, bensì dalle nazioni europee nel loro insieme, secondo cui il debito tra i vari stati membri sarebbe stato messo in comune. Questa è la caratteristica che ha impedito la realizzazione di tale progetto, in quanto paesi più ricchi e stabili, come la Germania, hanno rifiutato di assumersi l'onere di ripagare il debito di altri paesi meno abbienti e di emettere un nuovo debito in comune, in quanto avrebbe significato attuare le stesse politiche fiscali. Ad oggi, è stata riproposta la medesima soluzione. La richiesta è avvenuta da parte di nove paesi, quali Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia e Spagna. I Coronabond sono delle obbligazioni che sarebbero state emesse da un'istituzione europea per far fronte ai costi causati dalla pandemia, ad esempio quelli legati alla sanità e quelli necessari per far ripartire l'economia. In altre parole, si tratterebbe di un debito garantito con un rendimento uguale per tutti e con lo stesso interesse, ed è questo ciò che lo rende uno strumento rivoluzionario. Dal momento che la BCE non può né emettere né comprare *bond*, perché il suo statuto vieta di prestare soldi agli stati membri, l'impegno di emettere tali titoli poteva essere attribuito alla Banca Europea degli Investimenti (BEI), nata proprio con lo scopo di finanziare gli investimenti degli stati membri. Tale meccanismo avrebbe infatti permesso di raccogliere sul mercato i fondi necessari alla ripresa, a beneficio di tutti all'interno dell'UE. Attualmente, gli stati dell'Unione Europea si finanziano con i propri fondi, raccolti sul mercato con tassi d'interesse differenti, al contrario degli stati che appartengono anche all'Unione monetaria, i quali emettono debito utilizzando una moneta, che non viene stampata dalle banche centrali nazionali bensì dalla Banca Centrale Europea. L'utilizzo di diversi tassi d'interesse amplifica la possibilità di situazioni di *deficit* dei paesi nell'area Euro, favorendo le valutazioni dei mercati finanziari che possono scommettere sull'insolvenza di un paese, incrementando il valore dello *spread*. Dunque, l'emissione di Coronabond risulterebbe essere un grande passo verso l'assegnazione della sovranità monetaria all'Europa. Infatti, attraverso tali titoli nessuna nazione sarebbe costretta a ripagare i prestiti di un'altra, dal momento che questi potrebbero essere rimborsati tramite l'euro emesso dalla BCE. Tuttavia, la problematica legata a tale proposta risulta essere il rischio di mutualizzazione, cioè la condivisione del debito che ostacola il raggiungimento di un punto d'incontro.

Sebbene la risposta alla crisi dovrebbe avvenire in modo uniforme e coordinato, alcuni paesi hanno manifestato una forma di dissenso. Ciò che essi temono maggiormente è il verificarsi di problematiche di azzardo morale,³⁹ secondo il quale le nazioni altamente indebitate potrebbero comportare un allentamento dei vincoli di finanza pubblica imposti dall'UE. Un ulteriore scontro vede come protagonisti i *bond* emessi nel 2017 dalla Banca Mondiale. In particolare, 2 sono stati i *bond* emessi: uno di classe A, da 225 milioni di dollari con tasso di rendimento del 6,9%, e uno di classe B con un importo di 95 milioni di dollari e un rendimento dell'11%. Entrambi con scadenza il 15 luglio 2020, godono di determinati vincoli in vista di future pandemie. Tali *bond* rappresentano delle assicurazioni che sono state costituite dalla Banca Mondiale per contrastare eventuali emergenze: in caso di pandemie gli investitori non verrebbero risarciti del loro capitale investito, dato che l'importo verrebbe invece trasferito su un fondo per gestire le pandemie. Tali titoli sono ufficialmente quotati sulla Borsa di Lussemburgo ma non negoziati, ad eccezione degli operatori specializzati che li gestiscono, la cui identità risulta incerta. Di particolare rilevanza sono le clausole legate ai *bond* che fanno entrare in vigore il diritto della Banca Mondiale di non risarcire il capitale. In primo luogo, è necessario accertare lo stato di pandemia che viene dichiarato dall'OMS, successivamente entrano in gioco diversi fattori come il tipo di virus, il numero di paesi coinvolti, il tasso di mortalità e il tasso di crescita dei contagi. In attesa della scadenza e delle decisioni d'impiego da parte della Banca Mondiale, la BCE ha lanciato una serie di manovre sia in ambito di politica monetaria che fiscale, integrate con le misure nazionali. Per quanto riguarda i provvedimenti di politica fiscale, l'Unione Europea ha fatto ricorso alla clausola di salvaguardia inserita all'interno del Patto di Stabilità e Crescita (PSC),⁴⁰ consentendo agli stati di scostarsi dagli obiettivi di bilancio per far fronte alle criticità economiche ricorrendo ad ogni tipo di strumento di politica monetaria. La Commissione europea ha concesso temporaneamente maggiori possibilità d'intervento da parte degli Stati, nei confronti di aziende nazionali attraverso l'alleggerimento delle norme europee in materia di aiuti di Stato, così da consentire un maggior flusso di risorse economiche verso le imprese impegnate in ogni tipo di settore.

³⁹ È il rischio che si generi alla chiusura di un'operazione finanziaria e prevede che una delle parti assuma atteggiamenti ritenuti indesiderabili dalla controparte, con cui si tenta di trarre vantaggi a discapito di questa (*moral hazard*).

⁴⁰ Introdotta con il Trattato di Amsterdam nel 1997, il quale si impegna a far rispettare determinati limiti in materia di bilancio. Agli stati membri devono impegnarsi a riportare un bilancio in pareggio o prossimo al pareggio, ad eccezione dei periodi di crisi. Gli stati europei non possono registrare un disavanzo superiore al 3% del PIL e devono contenere il loro debito pubblico.

Tra gli aiuti concessi vi sono anche le agevolazioni fiscali, attraverso cui gli stati possono sia concedere prestiti alle aziende sia fornire garanzie alle banche per non interrompere l'azione dei prestiti. Sono state proprio le imprese, le PMI,⁴¹ i principali soggetti a cui è stato indirizzato il Fondo Paneuropeo di Garanzia (GPG) da parte del gruppo BEI. Tale fondo consiste nell'accantonamento di 25 miliardi di euro forniti dagli stati membri in proporzione alla loro partecipazione alla BEI. Lo scopo del fondo è quello di provvedere capitale sufficiente agli intermediari finanziari che lavorano a stretto contatto con le imprese e concedergli maggiori finanziamenti. Per farlo, la Banca Europea degli Investimenti emette delle obbligazioni, cioè dei *bond* di vari tipi che godono di alti *rating*, le quali vengono raccolte direttamente sul mercato e sono garantiti da tutti gli Stati membri. Il fondo si compone per il 65% di aiuti destinati alle PMI: il 28% sarà destinato alle aziende con poco più di 250 dipendenti e il restante 7% verrà assegnato al capitale di rischio e di crescita.

L'intervento più rivoluzionario e cospicuo riguarda il piano di ripresa economica, denominato *Next Generation EU* o *Recovery Fund*, il cui *budget* è stato disposto a 750 miliardi di euro. A metà luglio, i *leader* europei hanno raggiunto l'accordo che permette la ripresa dell'Unione Europea dallo *shock* subito a causa del coronavirus. Il finanziamento del programma tramite titoli di debito comuni è la principale novità introdotta dall'UE, la quale ha inoltre stabilito una suddivisione del totale in 390 miliardi di euro, distribuiti sottoforma di sovvenzioni a fondo perduto, e 360 miliardi, sottoforma di prestiti. Gli importi sono stati fortemente discussi dai paesi nordici, come Danimarca, Svezia, etc. per il timore che un maggior valore di prestiti potesse peggiorare la situazione finanziaria di coloro che riceverebbero gli aiuti. Secondo la richiesta degli stati membri, i finanziamenti sarebbero destinati a coloro che hanno subito le conseguenze economiche peggiori. L'Italia, tra questi, dovrebbe ricevere il 28% del totale che costituisce il fondo, ovvero la parte più consistente. Tuttavia, la condizione che le nazioni devono rispettare al fine di ottenere i finanziamenti necessari è la presentazione di un piano di investimenti per la crescita economica e sociale. L'entrata in funzione del *Recovery Fund*, a partire dalla primavera 2021, comporterà dei miglioramenti anche nei mercati finanziari, riportando i premi per il rischio al livello precrisi e consentendo un'efficace applicazione degli stimoli europei

⁴¹ Piccole e medie imprese.

dettati dal *Recovery Fund*. Il programma contribuirà all'eliminazione del *tail risk*, che causerebbe un aumento del prezzo delle azioni e renderebbe gli investitori più avversi al rischio. Infatti, già a metà maggio, quando la proposta è stata sottoposta alla Commissione europea, l'indice FTSE Mib ha registrato un incremento del 24%. Allo stesso tempo il programma contribuirà alla diminuzione del rapporto BTP/Bund. Nel mese di giugno, la nuova presidente della BCE, Christine Lagarde, ha messo in atto un nuovo programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP)⁴², un nuovo *quantitative easing* (QE)⁴³, più corposo rispetto a quello lanciato da Mario Draghi nel gennaio 2015. Si tratta di un programma di acquisto temporaneo di titoli del settore pubblico e privato, per il quale è stato disposto un importo superiore di 600 miliardi di euro, per un totale di 1.350 miliardi di euro. Si prevede l'acquisto di diversi *asset* da circa 80 miliardi al mese. I termini per gli acquisti variano, ma fanno spesso riferimento alle quote di debito nazionale già presente sul mercato oppure alle quote delle singole banche centrali detenute presso la BCE. I titoli vengono acquistati a condizioni di mercato, che cambiano in base alla scadenza e alle caratteristiche che il mercato assume in un determinato momento. Tali acquisti sono volti a contrastare i rischi per l'economia reale, sostenendo finanziamenti per le imprese, le famiglie e per la futura ripresa dell'Eurozona. Infatti, le acquisizioni dureranno fin quando la fase pandemica non sarà superata. In comune con il PEPP è stato reintrodotta il programma di acquisto di attività finanziarie (PAA). Quest'ultimo è stato avviato nel 2014 ed è composto da 4 modalità di acquisto in relazione alle tipologie di titoli: i titoli cartolarizzati (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP); obbligazioni bancarie (*Covered Bond Purchased Programme*, CBPP3); titoli pubblici emessi da paesi membri dell'unione monetaria (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) e le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP). Il programma originario prevedeva acquisti di 20 miliardi di euro al mese. A marzo, il margine d'azione è stato ampliato a 120 miliardi di euro e la caratteristica fondamentale consiste nel reinvestimento del capitale rimborsato dei titoli in scadenza. Un ulteriore accordo, raggiunto dai ministri europei delle finanze, ha coinvolto il Meccanismo europeo

⁴² <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

⁴³ Strumento di politica monetaria messo in atto dalle banche centrali, con il quale acquistano titoli che comportano un'espansione dei bilanci e della base monetaria. Nel 2015 è stato utilizzato dalla BCE per stimolare l'economia nell'area euro, tale programma prevedeva l'acquisto di titoli del settore pubblico, obbligazioni societarie ed altri titoli. Ancora prima, nel 2008, il QE è stato utilizzato dalla Federal Reserve (Fed) per far fronte alla crisi finanziaria e venne articolato in 3 programmi: QE1 (2008), QE2 (2010) e QE3 (2012).

di stabilità (MES), una linea di credito che mette a disposizione agli stati membri 240 miliardi di euro. La sua funzione principale è quella di garantire i finanziamenti ad uno stato membro che non sia più in grado di finanziarsi da solo sul mercato, in quanto i rendimenti dei suoi titoli risulterebbero eccessivi. Il MES è sottoposto a clausole severe da parte della Troika,⁴⁴ la quale può domandare per un determinato stato una sorveglianza rafforzata, che consiste nel richiedere degli impegni nelle politiche nazionali, interventi di spesa pubblica, monitoraggi. Per tale motivo, il MES è stato fortemente criticato da alcuni paesi dell'area Euro, ma è stato poi concesso a condizioni più morbide, pur rimanendo valido l'importo massimo concesso, del 2% del PIL dello stato richiedente. L'adesione al programma è facoltativa e gli stati che ne fanno richiesta hanno l'obbligo di soddisfare un unico requisito, cioè indirizzare gli aiuti al finanziamento di progetti che ricoprano le spese riconducibili alla pandemia. Tuttavia, l'Italia ha deciso di non aderirvi perché ritenuto uno strumento poco adeguato e ha per questo preferito ricorrere al *Recovery Fund*. Parallelamente, la BCE ha promosso anche alternative in materia di credito e prestiti, tra cui le nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Long-Term Refinancing Operation*, LTRO) e i TLTRO 3 (*Targeted Long-Term Refinancing Operation*), le quali sono state introdotte con delle agevolazioni per le banche, volte a favorire la liquidità del settore bancario e per incentivare la concessione del credito, dando la possibilità di concedere prestiti con meriti creditizi inferiore e prestiti in valuta estera. Il valore a cui sono stati fissati i tassi d'interesse di tali operazioni è pari al tasso medio applicato per le operazioni di rifinanziamento nell'area Euro, escludendo quelle svolte dal 24 giugno 2020 al giugno 2021 (*special interest rate period*), in cui il tasso di interesse applicato sarà inferiore di 25 punti base, ad oggi pari al -0,50%. Il Consiglio direttivo ha inoltre disposto la riduzione delle misure di garanzia sui crediti del 20% affinché aumenti momentaneamente la tolleranza di rischio delle istituzioni finanziarie, pur mantenendo il controllo sulle varie attività. Tuttavia, le minori garanzie possono determinare un aumento di asimmetrie informative, che abitualmente l'intermediario tenta di colmare. Nel secondo trimestre del 2020, la domanda dei prestiti bancari, in particolare quelli a breve termine, è

⁴⁴ In ambito di politica economica dell'Unione Europea, rappresenta l'insieme dei creditori ufficiali durante le negoziazioni con i paesi, come definito dal Parlamento Europeo. La Troika è costituita da 3 istituzioni: la Commissione Europea, la Banca Centrale e il Fondo Monetario Internazionale. Il compito fondamentale svolto dalla Troika è quello di far applicare i piani di salvataggio per gli Stati membri in periodi di criticità.

aumentata di circa 250 miliardi di euro (+1,7% annuo),⁴⁵ data la necessità di liquidità per fronteggiare le perdite subite, incrementare le riserve e ridurre i licenziamenti. Durante il terzo trimestre, invece, l'introduzione di aiuti pratici da parte di alcuni paesi europei potrebbe comporterebbe una diminuzione di richieste di prestito. Il Consiglio direttivo assicura a tutte le istituzioni del settore bancario che i tassi rimarranno ancorati a tali percentuali fin quando il livello di inflazione non si sarà assestato ad un valore del 2%. Contemporaneamente, la vigilanza della BCE ha fortemente consigliato alle banche centrali di limitarsi nella distribuzione del capitale, sfruttando la rinuncia al pagamento dei dividendi o al riacquisto di azioni, così da poter rafforzare la loro capacità di assorbire eventuali perdite. La vigilanza bancaria ha consentito alle banche di operare al di sotto del livello di capitale stabili dal Basilea 2, poi integrato da Basilea 3.⁴⁶ L'imposizione di requisiti minimi obbligatori era già stata introdotta dalla Commissione di Basilea per la Vigilanza Bancaria, con lo scopo di ostacolare il problema dell'azzardo morale: un'istituzione bancaria a cui vengono imposti dei limiti da rispettare sarà più prudente nel selezionare i propri impieghi. Infatti, i requisiti stabiliti dal secondo pilastro devono continuare ad essere soddisfatti dalle banche ma con concessione di capitale inferiore, a seguito dell'alleggerimento dei requisiti patrimoniali.⁴⁷

⁴⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200714~d6b166d17c.en.html>.

⁴⁶ È un documento sancito dalla Commissione di Basilea per la Vigilanza Bancaria, entrato in vigore nel 2007 e fondato su 3 pilastri: 1. Vincola i requisiti patrimoniali delle banche attive a livello internazionale, in riferimento a 3 tipi di rischio effettivo: di mercato, di credito e operativo; 2. Il secondo pilastro si focalizza sul potenziamento della sorveglianza relativa alla valutazione della qualità del *risk management* e alla verifica che le istituzioni dispongano delle procedure adeguate a determinare il loro fabbisogno di capitale; 3. L'ultimo pilastro si focalizza sul miglioramento del mercato attraverso la trasparenza verso gli investitori sulle esposizioni creditizie, il suo adeguato patrimonio e sistemi di gestione e controllo. Con l'introduzione di Basilea 3 nel 2010 sono stati integrati nuovi limiti, tra cui quello relativo alla quantità e alla qualità del capitale che le banche devono detenere a fronte dei rischi.

⁴⁷ A seguito dell'introduzione di Basilea 3 i requisiti di qualità attribuiscono maggior importanza alla parte di capitale costituito da azioni ordinarie e da gli utili non distribuiti (*common equity* o *core tier 1*) e in aggiunta il patrimonio di base costituito anche dal sovrapprezzo azioni (*tier 1*); mentre per quanto riguarda i requisiti di quantità, questi prevedono che il *core tier 1* debba essere di 4,5% e il *tier 1* del 6%.

III.II Gli effetti sulle banche

Uno degli effetti dell'emergenza sanitaria è l'incremento del rischio di credito, sia per le aziende sia per i privati. Affinché le banche possano continuare a dare il loro contributo all'economia, tramite l'erogazione del credito, queste dovranno essere in grado di distinguere i fenomeni momentanei legati alla crisi, risolvibili nel breve termine, dai fenomeni duraturi, i quali possono richiedere diversi tipi di intervento. L'incertezza della crisi pone il sistema bancario nella condizione di limitare le reazioni eccessive, ma allo stesso tempo di reagire in modo tempestivo per sostenere la ripresa. La normativa di vigilanza prudenziale impone alle banche di classificare in modo crescente le categorie di crediti considerati inadempienti, osservando l'applicabilità dei principi contabili IFRS 9.⁴⁸ Secondo tale principio i crediti caratterizzati da 30 giorni di ritardo nei pagamenti, ma ancora *performing*, devono essere classificati nello *stage 2*; le esposizioni con oltre 90 giorni di ritardo vengono classificate in *default* e allo *stage 3*. Un aumento dei crediti all'interno dello *stage 2* comporta un aumento del rischio di credito e il relativo costo che deve essere rilevato in bilancio dalle banche. A causa del peggioramento della situazione sanitaria ed economica, sono state poi introdotte nuove misure per ciò che riguarda la flessibilità operativa legata alle norme contabili e il riconoscimento dei crediti deteriorati.⁴⁹ All'interno del territorio italiano è stato emanato, il 17 marzo 2020, il Decreto "Cura Italia". Durante i periodi di crisi, il numero di prestiti a cui i debitori non riescono a adempiere aumenta considerevolmente, perché la loro situazione economica può subire delle variazioni. In particolare, saranno le banche impegnate nei settori maggiormente impattati dalla crisi, come turismo, ristorazione etc. ad incorrere in maggiori rischi relativi ai crediti deteriorati. Se i livelli di NPL sono elevati, essi risultano problematici perché danneggiano i bilanci delle banche, scoraggiano la crescita del credito, aumentano il costo-opportunità di altri finanziamenti e rallentano la ripresa economica. In media, durante le crisi, lo stock di crediti in *default* può raggiungere il 20% dei prestiti totali delle banche, ma nei paesi in

⁴⁸ È un principio contabile in vigore dal 1° gennaio 2018 a sostituzione dello IAS 39. Esso riguarda le attività e passività finanziarie e si fonda sul concetto di *expected loss* (perdita attesa): prevede la stima delle perdite attese sulla base del fatto che possono essere previste prima che si verifichi l'evento. IFRS 9 prevede inoltre la classificazione dei crediti in 3 livelli o *stage* a cui corrisponde un differente livello di deterioramento del credito e a cui vengono applicate diverse tipi di calcolo delle perdite. Infine, stabilisce le linee guida per l'accantonamento delle perdite attese su crediti, secondo i principi contabili applicati.

⁴⁹ *Non-performing loans* (NPL), crediti delle banche che i debitori non sono in grado di ripagare regolarmente. Se il cliente non onora i propri debiti, la banca dovrà accantonare più capitale, riducendo la possibilità di erogare nuovi prestiti.

via di sviluppo tale percentuale può sfiorare il 50%. L'Italia a seguito della crisi nel 2015, era diventata la nazione con l'importo di crediti deteriorati più alto d'Europa, dopo la Grecia, in cui il 16,8% di essi non veniva pagato. Ad oggi, invece, lo stock di NPL grava sui bilanci delle banche italiane per un valore del 7,9%, che corrisponde alla metà del livello precrisi. L'andamento degli NPL segue una forma a campana: all'inizio assume livelli moderati, durante la crisi i valori di *Non-Performing Loan* salgono e raggiungono l'apice anni dopo, prima di stabilizzarsi nuovamente. Rispetto alla crisi del 2008, vi sono alcuni fattori favorevoli che caratterizzano un settore bancario più solido. Ad esempio, l'introduzione del meccanismo di supervisione bancaria a livello europeo garantisce la sicurezza e l'integrazione alle banche che godono di un capitale iniziale più elevato, e i principi contabili IFRS 9 permettono di indentificare più velocemente la presenza di NPL. Riuscire a prevedere i livelli di crediti prossimi al *default* è utile al fine di stabilire le strategie di risoluzione, così da contrastare un eventuale aumento di NPL, se la ripresa economica dovesse rivelarsi lenta e protratta nel tempo. In periodi di stabilità, quando all'interno delle banche vengono individuati dei ritardi nei pagamenti, si possono attuare dei piani d'azione con delle scadenze prefissate e delle strategie di gestione dei crediti deteriorati, volte a ridurre il valore. La BCE ha introdotto una serie di linee guida che regolano il procedimento verso l'eliminazione di tali crediti. Innanzitutto, le banche devono valutare il contesto in cui operano, in un secondo momento analizzare le varie strategie applicabili, stabilirne gli obiettivi e fornire, su base annua, una sintesi del progetto alla vigilanza bancaria. Le linee guida suggeriscono la suddivisione del portafoglio in classi di debitori con caratteristiche affini e la costituzione di diverse unità per le differenti fasi del ciclo di vita dei crediti, in modo tale da applicare le medesime strategie. Per facilitare l'eliminazione degli NPL, le banche possono costituire delle unità di risoluzione separate, in quanto la gestione di crediti deteriorati richiede l'intervento integrato di diverse aree operative che prescindono dall'attività principale delle banche. Tale gestione può quindi essere definita come un'attività "*core*", che può costituire fonte di profitto per la banca. Le strategie possono assumere un'ottica di medio e lungo termine per la risoluzione dei *Non-Performing Loans* e consistono nella riduzione in portafoglio delle attività tramite cessioni o cancellazioni di rapporti considerati irrecuperabili; le banche possono ricorrere alle vie legali tramite procedure di insolvenza oppure possono optare per il mantenimento delle attività in bilancio o ancora adottare una combinazione di strategie. Quest'ultima

rappresenta l'alternativa che rende la strategia efficiente ed efficace per giungere agli obiettivi prestabiliti. Nel tentativo di stabilire la quantità e i ritmi con cui ridurre le quantità di NPL, detenuta dalle banche, risulta indispensabile valutare le aspettative di mercato di parti esterne, sia nazionali sia internazionali, come agenzie di *rating* o analisi di mercato. Tali valutazioni permetteranno alle istituzioni bancarie di stabilire i prezzi e di comprendere le effettive possibilità di vendita, in relazione alla domanda e alla propensione degli investitori ad acquistare gli NPL. A seguito del coronavirus, le banche dovrebbero analizzare gli impatti che si sono verificati sui tassi di *default*, i quali tenderanno ad aumentare, comportando un aumento dei loro volumi, anche se ciò dipenderà dall'efficacia delle manovre attivate dai vari governi. Analizzando l'andamento dei tassi di *default*, durante le crisi finanziarie del 2008 e 2011, i valori peggiori che sono stati riportati si sono aggirati intorno al 5%, mentre quelli attuali risultano essere inferiori all'1,5%.⁵⁰ Il Decreto prevede inoltre la possibilità per le banche di cedere i crediti deteriorati entro il 31 dicembre 2020 e convertire una quota di imposte anticipate (*Deferred Tax Asset*, DTA) in crediti d'imposta. Diversi sono i requisiti di applicazione del decreto, come il mancato pagamento del finanziamento superiore a 90 giorni, il cui valore massimo consentito per le cessioni è di 2 miliardi di euro in valore nominale, ed è inoltre impossibilitata l'applicazione nei confronti di società che sono legate da un rapporto di controllo. Gli obiettivi principali di tale norma risiedono nel ridurre la necessità di liquidità delle aziende e aumentarne la disponibilità di cassa.

Le misure preventive introdotte in ambito nazionale ed europeo dovrebbero rimanere in vigore fin quando l'economia non sarà nuovamente ben consolidata e contribuiranno al contenimento delle insolvenze finché saranno valide. In seguito alle manovre che hanno coinvolto l'Unione Europea e tutti i suoi organi, si può affermare che, a differenza di quanto accaduto precedentemente, la loro azione si è mossa verso un piano di risoluzione comune fondato sul coordinamento delle politiche economiche.

⁵⁰ <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/COVID19-Impatti-settore-bancario-KPMG.pdf>.

CONCLUSIONE

La finalità di tale elaborato è quella di analizzare l'interconnessione tra la crisi economica, che ha preceduto la diffusione dell'epidemia di Coronavirus, e la crisi sanitaria da esso scaturita. Nello specifico, si analizzano le caratteristiche e l'evolversi del settore finanziario, riportando i dati degli indici azionari nel periodo pandemico. Nel momento in cui le Borse europee hanno iniziato a riportare valori in rosso, in Europa si sono iniziate a registrare le prime vittime causate dal COVID-19. La successiva dichiarazione di pandemia dell'OMS ha costretto le nazioni europee ad imporre il *lockdown*. La chiusura forzata delle attività ha comportato una perdita nel mercato finanziario europeo, tra marzo e maggio, pari al 35%, oltre a determinare un calo del PIL a livello europeo del 3,8%. Il calo dei prezzi delle azioni ha contribuito all'aumento della volatilità: l'indice di riferimento europeo, VSTOXX, ha raggiunto un valore di 84 *basis point*. Ciò ha conseguentemente influito sul rischio percepito dagli investitori, i quali condizionati dalla poca certezza di una futura ripresa economica si sono indirizzati verso l'acquisto di strumenti finanziari più sicuri, come i *Bund* tedeschi. Inoltre, si evidenzia la relazione inversa che lega il virus e i mercati azionari: all'aumentare della diffusione del virus su scala mondiale, i mercati hanno registrato *trend* sempre più negativi. Allo stesso tempo, l'aumento dei decessi ha contribuito ad innalzare la volatilità dei titoli azionari. La crisi sanitaria ha coinvolto anche il settore bancario, i cui maggiori timori hanno incluso la redditività delle banche e la loro capacità di far affluire liquidità al sistema. Nonostante il protrarsi di andamenti ostili durante il primo trimestre 2020, l'intervento dei governi nazionali e, successivamente, le manovre attuate dell'UE hanno procurato maggior fiducia verso il mercato finanziario, generando una lieve ripresa degli indici di Borsa. La cooperazione e la collaborazione hanno spinto gli stati membri verso l'idea di una ripartenza comune e verso la realizzazione di un progetto i cui programmi mirano a coinvolgere tutti i settori dell'economia. Tuttavia, le scarse informazioni circa la durata dell'epidemia aumentano le preoccupazioni sul verificarsi di una seconda ondata di pandemia, la quale comporterebbe per il settore finanziario ulteriori conseguenze disastrose.

BIBLIOGRAFIA

Ali, M., Alam, N., Rizvi, S. A. R., “*Coronavirus (COVID-19)- An epidemic or pandemic for financial markets*”, *J. Of Behavioral and Experimental finance*, Vol. 27, 16 May 2020
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214635020301350>

Bongini, P., Cucinelli, D., Di Battista, M. L., “*Profitability shocks and recovery in time of crisis evidence from European banks*”, *J. Finance Research Letters*, September 2019
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S154461231830391X#bib0009>

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Sandri, S.,” *Principi di finanza aziendale*”, VII edizione Connect, 2015

Cicala, P.P., *Il VIX: “l’indice della paura”*, tesi di laurea, LUISS, a.a. 2017/18, Boido C.
http://tesi.luiss.it/23078/1/196581_PEDIO%20CICALA_PIETRO_Il%20VIX%20L%27indice%20della%20Paura.pdf

De Cesare, C., “*Coronavirus, vincitori e vinti tra miliardi: Bezos (Amazon) superstar*”, *J. Il Corriere*, 17 Aprile 2020
https://www.corriere.it/economia/consumi/20_aprile_17/coronavirus-vincitori-vinti-miliardari-bezos-amazon-superstar-b90c9dd0-8073-11ea-ac8a-0c2cb4ad9c17.shtml

Franceschi, A., “ *Mercati e coronavirus, tutti i grafici per capire il contagio*”, *J. Il sole 24 ore*, 11 Marzo 2020 <https://www.ilsole24ore.com/art/mercati-e-coronavirus-tutti-grafici-capire-contagio-ADID6MC>

Goodwell, J. W., “*COVID-19 and finance: Agendas for the future research*”, *J. Finance Research Letters*, Vol. 35, July 2020,
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320303974>

Gormsen, N. J., Koijen R., “*The Corona Virus, the Stock Market’s Response, and Growth Expectations.*”, University of Chicago, 2020 https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/BFI_WP_202022.pdf

ISS, “*COVID.19, molto probabile un ruolo per i pipistrelli, ma si cerca ancora l’ospite intermedio*”, 12 Febbraio 2020, <https://www.iss.it/primo-piano/>

[/asset_publisher/o4oGR9qmvUz9/content/covid-19-molto-probabile-un-ruolo-per-i-pipistrelli-ma-si-cerca-ancora-l-ospite-intermedio](#)

Kendall, M. G., Bradford Hill, A., “*The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices*”, J. of the Royal Statistical Society, 1953, Vol. 116, No. 1, pp. 11-34

Ladisi A., “*Piazza affari debole dopo i future di Wall Street in calo*”, 16 Luglio 2020, <https://www.milanofinanza.it/news/piazza-affari-debole-con-i-future-di-wall-street-in-calo-202007161138199630>

Leoni, L. P., “*HIV/AIDS and banking stability in developing countries*”, Bulletin of Economic Research, Vol. 65, 2013, pp. 225-237

Lops V., “*Coronavirus e mercati, bilancio del primo mese*”, J. Il sole 24 ore, 17 Marzo 2020 <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-e-mercati-bilancio-primo-mese-emergenza-ADMKOmD>

Lops V., *Balza il Vix, l'indice della paura torna ai livelli Lehman*, J. Il sole 24 ore, 6 Marzo 2020 <https://www.ilsole24ore.com/art/balza-vix-l-indice-paura-torna-livelli-lehman-ADDu2bB>

Mishkin, F. S., Eakins, S. G., Beccalli, E., “*Istituzioni e mercati finanziari*”, IX edizione Pearson, settembre 2019

Saldutti, N., “*Chiudere la borsa oppure no? gli effetti del blocco sulla liquidità*”, J. Corriere della Sera, 20 Marzo 2020 https://www.corriere.it/economia/opinioni/20_marzo_20/chiudere-borsa-oppure-no-effetti-blocco-liquidita-716959ae-6a7b-11ea-b40a-2e7c2eee59c6.shtml

Schwert, G. W., “*Handbook of the economics of finance*”, chap. 15, *Anomalies and market efficiency*, Vol. 1, Part B, 2003, pp. 939-974

Shehzard, K., Xiaoxing, L., Kazouz, H., “*COVID-19's disasters are perilous than Global Financial crisis: A rumor or fact?*”, J. Finance Research Letter, 26 June 2020 <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320305249>

Skoufias, E., “*Economic crises and natural disasters: coping strategies and policy implication*”, World Development, Vol. 31, July 2003, pp. 1087-1102 <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X0300069X#FN3>

Volcker, P. A., “*Moneta e credito*”, Associazione Economica Civile, 2009

Weintraub, R. E., “*On Speculative Prices and Random Walks A Denial*”, The Journal of Finance 18, no. 1 (1963): 59-66

Zhang, D., Hu, M., Ji, Q., “*Financial markets under the global pandemic of COVID-19*”, J. Financial Research Letters, 16 April 2020, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320304050>

SITOGRAFIA

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/Rep-covid-19.pdf/02fa9e7c-c7f1-4348-be40-1d39b0c3e545>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/what-is-the-random-walk-theory/>

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_496

https://economiafinanzaonline.it/indici-di-borsa-cosa-sono-quali-sono/guide/?refresh_ce

https://home.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/03/20200318_Decreto%20Covid-19%20%20C2%ABCura%20Italia_V10.pdf

<https://home.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/COVID19-Impatti-settore-bancario-KPMG.pdf>

<https://it.insideover.com/societa/le-tappe-della-diffusione-del-coronavirus.html>

<https://quifinanza.it/soldi/crisi-economica-2020-caratteristiche-conseguenze/379695/>

<https://tg24.sky.it/economia/appfondimenti/eurobond-cosa-sono>

<https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2297>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2020-1/index.html>

[CAP3](#)

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/covid-19-l-italia-e-la-questione-degli-euro-bond.htm>

<https://www.centerforhealthsecurity.org/resources/COVID-19/COVID-19-SituationReports.html>

https://www.corriere.it/economia/opinioni/20_marzo_20/chiudere-borsa-oppure-no-effetti-blocco-liquidita-716959ae-6a7b-11ea-b40a-2e7c2eee59c6.shtml

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200723~c06fafabb6.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200610~a16c903e5c.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200701.en.html>

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430~fa46f38486.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200526~cbbd04bd5d.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200714~d6b166d17c.en.html>

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_02~26672a3808.en.html

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202003.en.html#toc1>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb200527~3fe177d27d.en.pdf>

<https://www.economiaepolitica.it/il-pensiero-economico/osservazioni-conseguenze-economiche-del-coronavirus-teoria-economica-recessione/>

<https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/priorities/risposta-ue-al-coronavirus/20200513STO79012/covid-19-il-piano-dell-ue-per-rilanciare-l-economia>

<https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20200424STO77802/coronavirus-la-cronologia-delle-azioni-ue>

<https://www.fonditalia.org/settori-e-paesi-piu-colpiti-dalla-crisi-economica-post-covid-19/>

<https://www.ft.com/content/c6d2de3a-6ec5-11ea-89df-41bea055720b>

<https://www.ilfattoquotidiano.it/2020/03/06/coronavirus-leconomia-borse-europee-in-profondo-rosso-moodys-rivede-stime-del-pil-2020-italia-in-recessione-calo-tra-05-e-07/5727606/>

<https://www.ilpost.it/2020/08/19/borsa-economia/>

<https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/le-conseguenze-del-coronavirus-sulleconomia-globale-25348>

https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/altre-pubblicazioni/2020/rsf-1/RSF_1_2020.pdf

https://www.mercati24.com/indici-di-borsa/#Tipologie_di_Indici

https://www.performancetrading.it/Documents/IT0221/IT022105-Random_Walk_Theory.htm

https://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA_Mercati_efficienti.htm

https://www.performancetrading.it/Documents/Uomini/SF_Louis_Bachelier.htm

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S135961012030126X>

<https://www.startingfinance.com/appfondimenti/vix-e-vstoxx-covid-19/>

<https://www.startingfinance.com/news/venture-capital-opportunita-coronavirus/>

<https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/situation-reports/>