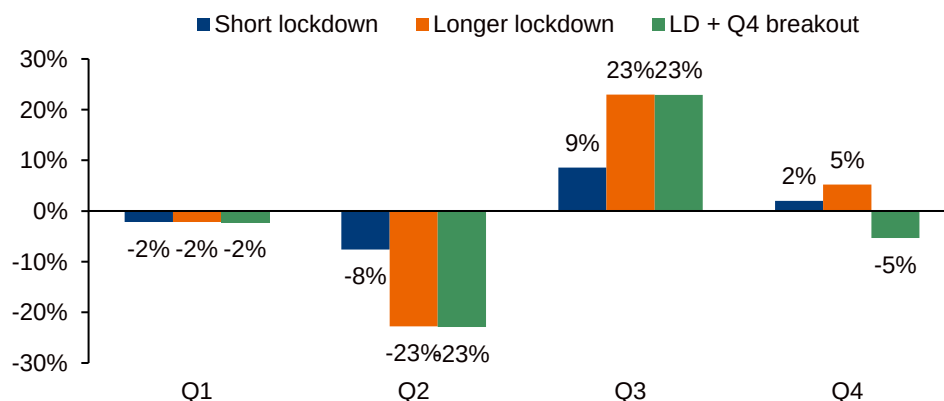


Focus Area Euro
Le conseguenze della COVID-19 sull'economia dell'Eurozona

- L'epidemia di COVID-19 ha colto impreparati i paesi europei. Tutti hanno dovuto far ricorso a misure di soppressione dell'epidemia che includono una sospensione più o meno ampia delle attività economiche. L'epidemia sembra ormai circa al picco in Italia e Spagna, mentre è a uno stadio più precoce in altri paesi. Le misure di contenimento dovranno essere mantenute però anche dopo il picco. Inoltre, è possibile che la COVID-19 si riaffacci in Europa nei mesi autunnali: sperabilmente, per allora i sistemi sanitari saranno stati attrezzati per reagire in linea con le migliori pratiche internazionali, evitando la necessità di fermi generali come quello in corso.
- Il fermo dell'economia produrrà nel 2° trimestre una contrazione inusitata dell'attività economica, per quanto temporanea. Ogni mese di fermo sottrae il 12% dal PIL del trimestre. Fermi troppo prolungati possono accrescere il rischio di effetti soglia, rivelandosi insostenibili. La contrazione del PIL dell'Eurozona nel 2020 potrebbe essere di circa il 4,8% in media annua, nell'ipotesi di fermo non oltre aprile e di un rilascio graduale delle restrizioni in maggio. La ripresa dovrebbe essere piuttosto rapida nel 3° trimestre, in particolare per i consumi, purché il fermo non sia stato troppo lungo e le politiche fiscali abbiano evitato un'eccessiva concentrazione di chiusure di imprese.
- Lo stimolo fiscale attivo è attualmente pari al 2,2% del PIL dell'Eurozona, ma ad esso si devono sommare gli effetti degli stabilizzatori automatici per poco meno del 2% del PIL e del rinvio delle scadenze fiscali. Inoltre, le Autorità monetarie e i governi si stanno sforzando di garantire l'accesso al credito delle imprese. Ciò dovrebbe facilitare la ripresa a partire dal terzo trimestre, al prezzo di un netto deterioramento dei fondamentali fiscali degli Stati più indebitati.
- Da parte sua, la Banca Centrale Europea sta garantendo l'agevole rifinanziamento delle maggiori emissioni di debito con un ampliamento del programma di acquisto di titoli, ormai arrivato al 9% del PIL dopo l'aggiunta del PEPP. In caso di tensioni sul debito di uno o più Stati membri, le opzioni immediatamente disponibili sono il potenziamento del PEPP, la richiesta di ECCL a condizioni ridotte al MES e, quindi, l'attivazione del programma OMT. Non si può escludere invece un potenziamento dei programmi BEI o emissioni UE connesse a programmi specifici.

1 aprile 2020
Direzione Studi e Ricerche
Macroeconomic and Fixed Income Research
Luca Mezzomo
Responsabile

Variazioni trimestrali del PIL nell'area euro simulate in tre scenari di contenimento dell'epidemia


Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Le conseguenze della COVID-19 sull'economia dell'Eurozona

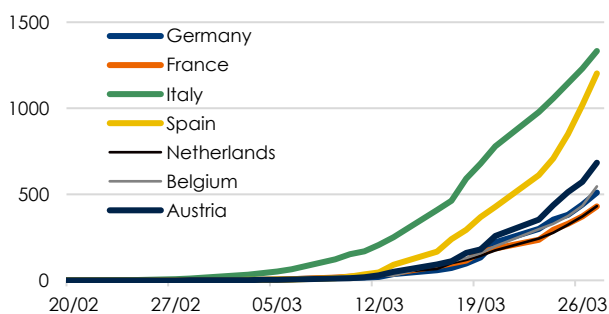
L'epidemia di COVID-19 nell'Eurozona: stato e scenari

L'epidemia di COVID-19 è ormai presente in tutti gli Stati dell'Eurozona, sebbene a stadi di avanzamento differenziati. Il contagio è esploso prima in Italia, ma gli altri maggiori paesi dell'area euro presentano tutti un'ampia diffusione dell'epidemia, che sembra replicare quella italiana con un ritardo di alcuni giorni. Tuttavia, i dati nazionali non sono del tutto comparabili: mentre in Italia e in Spagna la verifica dell'infezione viene sostanzialmente fatta soltanto per i pazienti che raggiungono gli ospedali con sintomi di polmonite, la Germania ha attuato una campagna massiccia di test, che ha consentito di identificare una struttura per età della popolazione infettata probabilmente più rispondente alla realtà e, forse, di cogliere la diffusione a uno stadio meno maturo, a parità di positivi rilevati. Le divergenze metodologiche rendono anche scarsamente affidabili le statistiche sulla mortalità, che sono inversamente correlate allo sforzo di ricerca¹. Nel complesso, però, è evidente che nessun Paese europeo è riuscito a contenere la COVID-19 con l'efficacia e la tempestività della Corea del Sud.

Nessun paese dell'area euro è stato risparmiato dall'epidemia, nessuno è riuscito a contenerla efficacemente

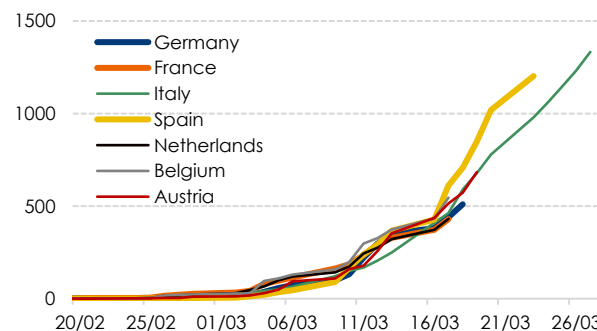
In Italia, la curva di diffusione dell'epidemia si è appiattita rapidamente dall'ultima settimana di marzo in poi, dopo l'adozione di aggressive misure di isolamento sociale: il tasso di crescita giornaliero dei positivi è calato a meno del 5%. In Italia, perciò, il picco della diffusione potrebbe essere raggiunto già nella prima metà di aprile; in Lombardia, potrebbe essere raggiunto tra fine marzo e inizio aprile. In altri paesi, il picco avverrà più tardi, sia perché la diffusione è iniziata dopo, sia perché le misure di isolamento sociale sono state più tardive e blande che in Italia. Il COVID-19 Response Team dell'Imperial College ha stimato che al 28 marzo la COVID-19 avrebbe già infettato il 15% della popolazione spagnola e il 9,8% di quella italiana; la diffusione era stimata al 3-4% in Francia e Belgio e a meno dell'1% della popolazione in Germania².

Eurozona - casi ufficiali di contagio ogni milione di abitanti nei maggiori paesi dell'area



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati WHO e World Bank. I casi sono rapportati alla popolazione del 2018, in milioni di abitanti.

La dinamica italiana precede di alcuni giorni quella di altri paesi europei



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati WHO e World Bank. I casi sono rapportati alla popolazione del 2018, in milioni di abitanti, e traslati temporalmente per riflettere il diverso inizio dell'epidemia.

Tutti i paesi hanno introdotto misure per ridurre la probabilità di trasmissione dell'infezione. Le scelte sono state condizionate dal rischio di saturazione delle unità di terapia intensiva degli ospedali per l'afflusso massiccio di pazienti con grave insufficienza respiratoria, bisognosi di

¹ Si veda l'analisi di Matteo Villa per ISPRI: *Coronavirus: la letalità in Italia, tra apparenza e realtà*, 27 marzo 2020, <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/coronavirus-la-letalita-italia-tra-apparenza-e-realta-25563>, in particolare le figure 3 e 6.

² Seth Flaxman, Swapnil Mishra, Axel Gandy et al.: *Report 13: --Estimating the number of infections and the impact of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in 11 European countries*, Imperial College London (2020), <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-Europe-estimates-and-NPI-impact-30-03-2020.pdf>.

assistenza per periodi prolungati. Tale rischio si è materializzato in Lombardia in marzo, con tassi di occupazione delle ICU superiori al 90% malgrado il raddoppio dei posti letto avvenuto nel corso del mese³, ed ha probabilmente implicato un incremento della mortalità per COVID-19 e per altre emergenze cliniche. Una crisi ancora più grave si è verificata in Spagna. L'Imperial College ha stimato che le misure adottate fino ad ora potrebbero aver evitato mediamente 59mila decessi fino al 31 marzo (21.000-120.000 con probabilità 95%)⁴.

Le prime misure adottate da quasi tutti i paesi sono state la chiusura dei luoghi di istruzione e dei centri di aggregazione (teatri, cinema, musei, ristoranti, bar, centri commerciali), oltre che limitazioni agli eventi con numerosi partecipanti. Successivamente, diversi paesi hanno adottato misure di isolamento sociale generalizzato, con obbligo di non allontanarsi da casa se non per motivi di lavoro o salute, con un'accelerazione da metà marzo. Pochi paesi hanno adottato un blocco generalizzato delle attività produttive (ovviamente con esclusione di una gamma più o meno ampia di attività essenziali), ma fermi produttivi si sono verificati ugualmente per scelta delle aziende, e molti governi hanno comunque incoraggiato il ricorso al lavoro da casa per il personale impiegatizio. Le misure di contenimento saranno allentate gradualmente dopo il superamento del picco epidemico; dovranno essere probabilmente mantenute parzialmente attive ancora per molte settimane, come insegna l'esperienza cinese, anche se potrebbero essere rese più selettive dall'adozione di metodologie più raffinate di monitoraggio del contagio e di isolamento dei focolai. Un quadro molto semplificato delle misure in essere è riportato nella Tabella 1, con i tempi di introduzione delle misure.

Diversi paesi hanno dovuto imporre misure di fermo dell'attività economica, e le dovranno mantenere anche dopo il picco dell'epidemia

Tabella 1 - Misure di contenimento della COVID-19 nei principali paesi dell'Eurozona

Paese	Quarantena infetti/contatti	Isolamento anziani	Chiusura scuole	Isolamento generalizzato	Fermo consumi sociali	Fermo produttivo generale
Germania	6/3✓	(2)	13-22/3✓ ⁽⁵⁾	22/3✓	22/3✓ ⁽⁶⁾	(22/3) ⁽⁴⁾ (5)
Francia	16/3✓	(2)	17/3 ✓	17/3 ✓	17/3✓	17/3✓ ⁽⁷⁾
Italia	9/3✓	(2)	4/3 ✓	11/3 ✓	11/3✓ ⁽⁶⁾	23/3 ✓ ⁽¹⁾
Spagna	17/3✓	(2)	13/3 ✓	14/3 ✓	14/3 ✓	28/3 ✓ ⁽¹⁾
Paesi Bassi	✓		16/3✓	23/3R ⁽³⁾	16/3 ✓ ⁽⁵⁾	(4)
Belgio	10/3✓		18/3✓	18/3✓	23/3✓	(4)
Austria	16/3✓	(2)	16/3✓	16/3 ✓	16/3✓	(4)
Irlanda	✓	(2)	12/3 ✓	28/3 ✓	R ⁽³⁾	28/3 ✓ ⁽¹⁾

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali, incrociate con la tabella di p. 5 del rapporto 13 dell'Imperial College London. Note: (1) per le attività classificate come non essenziali. (2) come parte dell'isolamento sociale generalizzato; (3) raccomandato ma non obbligatorio; (4) smart-working raccomandato; (5) parziale (limitato a regioni o sotto-settori); (6) limitazioni locali già in date precedenti; (7) obbligatorio per le sole attività produttive che possono essere eseguite anche da casa. R = misura raccomandata e non obbligatoria.

Anche ipotizzando che la fase di soppressione dell'epidemia abbia successo e che i nuovi contagi si azzerino entro un paio di mesi, questo non cancellerebbe definitivamente il rischio COVID-19 dall'orizzonte. Infatti, è plausibile che l'infezione continui in altri paesi, per esempio dell'emisfero australe, e che si possano manifestare casi importati. Nuovi contagi di comunità potrebbero manifestarsi dall'autunno 2020, aggredendo la quota ancora ampia di popolazione suscettibile lasciata indenne dalla prima ondata di diffusione. Per esempio, ciò avvenne con l'epidemia di influenza spagnola H1N1 del 1918-20, che ebbe due o tre picchi, di cui il maggiore fu quello autunnale alla fine della prima guerra mondiale. Il ritorno dell'epidemia potrebbe essere evitato dallo sviluppo di un vaccino; ma se un vaccino non sarà disponibile, tutti i paesi dovranno prepararsi a una gestione dell'epidemia più efficace rispetto a quella attuata in questi mesi,

Sarà bene prepararsi a un controllo dell'epidemia più pronto ed efficace, in caso di risorgenza nei mesi autunnali.

³ Si vedano per esempio i dati della Protezione Civile riportati a pag. 27 di P. Surico e A. Galeotti: *The economics of a pandemic: the case of Covid-19*, LBS.

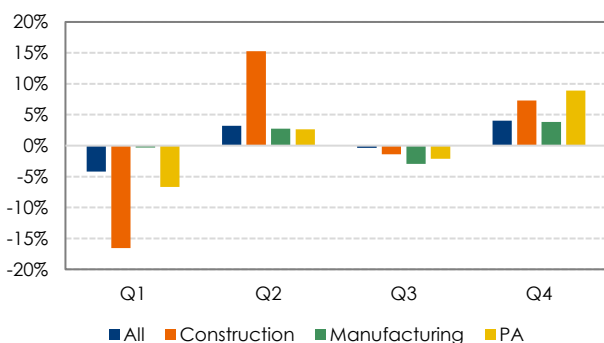
⁴ Si veda il rapporto citato alla nota 2.

prendendo esempio da quanto fatto in Corea del Sud e Singapore⁵. Il miglior stato di preparazione del sistema sanitario, lo stoccaggio preventivo di farmaci, dispositivi di protezione e attrezzature, nonché una più pronta adozione delle misure di isolamento sociale, protezione individuale e tracciamento dei contatti potrebbero forse condurre a minori impatti sociali ed economici rispetto a quelli sperimentati ora.

Misure di contenimento ed effetti economici di breve periodo

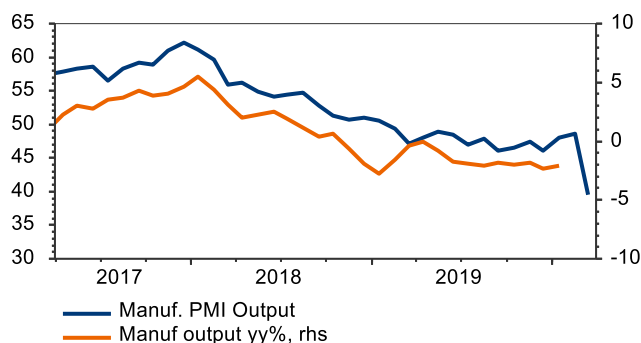
L'adozione di misure di fermo per periodi prolungati e applicate ad ampi settori produttivi può condurre a una riduzione di dimensioni inusitate dell'attività economica. Qualcosa del genere accade tutti gli anni in agosto. In Italia, la produzione nelle costruzioni cala tipicamente del 38-45% su base mensile, mentre quella manifatturiera è del 41-52% inferiore rispetto a luglio. In settembre, poi, si verifica un rimbalzo che riporta l'attività alla norma. Il fenomeno passa del tutto inosservato perché siamo troppo abituati a lavorare con dati destagionalizzati. Siccome la contrazione agostana dell'attività è programmata, non crea alcuna preoccupazione, né problemi di continuità alle imprese. Si può aggiungere che a livello di Eurozona la stagionalità del valore aggiunto è molto più contenuta, e diversa da settore a settore: il valore aggiunto nelle costruzioni mediamente cala del 16,6% nel primo trimestre e rimbalza nel secondo, mentre il manifatturiero ha stagionalità negativa (ma più modesta) nel terzo trimestre. A livello aggregato, il valore aggiunto è più basso nel primo trimestre e più alto nel secondo e nel quarto trimestre. Ovviamente, la situazione attuale è peggiore per una serie di ragioni, che rendono improbabile un rimbalzo altrettanto pronto: primo, è associata anche a una drastica repressione dei consumi, che invece non c'è in agosto; secondo, c'è incertezza riguardo alla durata del fenomeno, che in alcuni comparti (viaggi, turismo, ristorazione) rischia di essere persistente e portare a una riduzione di reddito e consumi; terzo, il fermo è avvenuto senza possibilità di programmazione degli approvvigionamenti e di gestione degli ordini; quarto, l'intensità è maggiore e la sua diffusione è pressoché simultanea in tutti i settori.

Stagionalità del valore aggiunto nell'Eurozona



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. Variazione trimestrale media del trimestre rispetto al periodo precedente, calcolata sugli ultimi dieci anni.

Primi segnali di caduta dalle indagini congiunturali di marzo



Fonte: IHS Markit ed Eurostat.

⁵ Si vedano i resoconti raccolti da T. Pueyo in "Coronavirus: the hammer and the dance", Medium 19 marzo 2020, e così sintetizzati nel caso della Corea: "It was pretty simple: efficient testing, efficient tracing, travel bans, efficient isolating and efficient quarantining". <https://medium.com/@tomaspuoyo/coronavirus-the-hammer-and-the-dance-be9337092b56>

Il fermo dell'attività avrà un impatto inusitato sui livelli di attività nel secondo trimestre

Per le ragioni appena descritte, l'impatto del fermo dovuto alla COVID-19 non avrà paragoni con le oscillazioni stagionali. Abbiamo provato a stimare l'intervallo della possibile caduta partendo dalle ipotesi sui tempi e l'intensità del fermo produttivo a livello settoriale per gli Stati membri dell'Eurozona. A tal fine, è stata impiegata la ripartizione su 10 settori di Eurostat. Tali ipotesi sul fermo sono state utilizzate per calcolare il possibile scostamento del valore aggiunto dalla norma; infine, lo scostamento è stato quindi tradotto in variazioni trimestrali equivalenti del PIL. Abbiamo utilizzato 3 scenari alternativi: (a) fermo breve (soltanto aprile, oltre a quanto già verificatosi in marzo), (b) fermo lungo (esteso a maggio), (c) fermo lungo con ritorno autunnale e nuova chiusura di un mese fra ottobre e novembre 2020.

L'impatto del fermo sul 2° trimestre sarà di proporzioni inusitate, 12% del PIL trimestrale ogni mese di stop.

Le percentuali di riduzione della tabella 2 dipendono dall'intensità e dalla durata del fermo. La riduzione è stata applicata proporzionalmente anche al primo trimestre nei paesi ove le misure di limitazione erano già in vigore da marzo. In tutti gli scenari si assume un rimbalzo dell'attività nel terzo trimestre, ma abbiamo altresì ipotizzato una normalizzazione meno rapida negli scenari di fermo più protratto, che potrebbero avere più probabilità di attivare effetti-soglia sfavorevoli.

Tabella 2 – Ipotesi di shock settoriale sottostanti gli scenari di simulazione

	Agriculture, forestry and fishing	Industry (except construction)	Construction	Wholesale and retail trade, transport, accommodation and food service activities	Information and communication	Financial and insurance activities	Real estate activities	Profess., scientific and technical activities; administrative and support services	Public administration, defence, education, human health and social work activities	Arts, entertainment and recreation; other service activities; activities of household
Q2										
Shorter lockdown	0%	17%	22%	14%	12%	10%	1%	11%	1%	18%
Longer lockdown	3%	33%	50%	42%	7%	19%	7%	33%	0%	59%
Longer lockdown and q4 breakout	3%	33%	50%	42%	7%	19%	7%	33%	0%	59%
Q3										
Shorter lockdown	0%	5%	0%	4%	0%	0%	5%	5%	0%	5%
Longer lockdown	0%	7%	5%	9%	0%	0%	5%	9%	0%	19%
Longer lockdown and q4 breakout	0%	7%	5%	14%	0%	0%	5%	9%	0%	29%
Q4										
Shorter lockdown	0%	1%	0%	2%	0%	0%	2%	2%	0%	2%
Longer lockdown	0%	1%	0%	2%	0%	0%	2%	2%	0%	2%
Longer lockdown and q4 breakout	2%	16%	16%	22%	3%	10%	3%	16%	0%	29%

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo

L'INSEE ha stimato per la Francia che l'attività dell'ultima settimana di marzo sia stata del 35% inferiore alla norma⁶, una percentuale che riflette uno scostamento di quasi il 90% per le costruzioni, del 52% per l'industria diversa dall'agroalimentare e del 36% per i servizi privati. Dal lato della domanda, ciò riflette una compressione forzata del 60% dei consumi di beni diversi da alimentari e bevande, che invece sono stimati in incremento del 6%, e dei servizi diversi da quelli immobiliari (-56%). Stimiamo che il calo sia maggiore in Italia, dove vige un fermo legale che interessa attività manifatturiere che pesano per due terzi degli addetti e quasi il 60% del fatturato; per il complesso dei servizi il fermo è meno stringente (meno del 40% del totale), ma deriva da situazioni estremamente differenziate a livello settoriale; nel commercio, le attività sospese incidono per il 49% degli addetti e il 45% del fatturato; nel complesso, stimiamo che in Italia il valore aggiunto dell'intera economia sia nella fase attuale inferiore alla norma di oltre il 40%.

Il grafico in copertina riassume le implicazioni dei tre scenari per l'andamento trimestrale del PIL. La contrazione del PIL nel secondo trimestre potrebbe superare il 20% nell'ipotesi di blocco generalizzato esteso a due mesi, ma sarà comunque nell'ordine del 10% anche con un solo mese

⁶ INSEE, *Point de conjoncture*, 26 Mars 2020, <https://www.insee.fr/fr/information/4471804>.

di fermo. In generale, ogni mese di fermo può sottrarre fra l'8 e il 12% su base trimestrale a seconda della severità e dell'intensità delle misure fiscali compensative. Inoltre, ci sono motivi per sospettare che il fermo possa avere impatti non lineari⁷.

Un fermo generalizzato molto protratto (più esteso di quello ipotizzato nei nostri scenari) accrescerebbe la probabilità di distruzione di capacità produttiva, può creare oneri insostenibili per il bilancio pubblico, pregiudicando la possibilità di contrastare adeguatamente gli effetti economici del fermo, e può fare da attivatore di crisi nel settore finanziario. Un simile scenario imporrebbe probabilmente una radicale riorganizzazione della struttura economica: un'ampia parte del reddito delle famiglie deriverebbe da trasferimenti pubblici, finanziati direttamente o indirettamente da creazione di base monetaria. Una quota crescente di imprese non essenziali sopravviverebbe in forma dormiente soltanto grazie ad aiuti pubblici, che punterebbero ad evitare la perdita di capacità produttiva e, soprattutto, di know-how.

Un fermo molto protratto potrebbe rivelarsi insostenibile

Quanto veloce sarà il recupero?

Ci sono ottime ragioni per prevedere una parziale ma rapida normalizzazione dei livelli di attività dopo la fine delle restrizioni. Dal lato dell'offerta, l'attività nelle costruzioni potrebbe risalire a livelli superiori a quelli normali per il completamento dei progetti in corso. Lo stesso potrebbe avvenire in parte del comparto manifatturiero. La ripresa sarà però frenata dalla paralisi di viaggi e turismo, che potrebbe allentarsi soltanto in minima parte nel terzo trimestre, e dal rischio che la sospensione del blocco trovi alcune imprese spiazzate da aziende localizzate in paesi non soggetti a fermo. Inoltre, non si possono escludere problemi connessi ai tempi necessari per riattivare le catene del valore.

Dal lato della domanda, mentre l'incertezza potrebbe frenare gli investimenti, i consumi delle famiglie saranno sostenuti dal ritorno a modelli ordinari di spesa, con tre eccezioni: acquisti di durevoli e semi-durevoli forse superiori alla norma per compensare il periodo di fermo; domanda di ristorazione, viaggi e turismo ancora frenata dal rischio sanitario; riduzione del potere d'acquisto per i lavoratori dipendenti o autonomi che hanno perso il reddito nonostante le misure di salvaguardia. Ipotizzando che le restrizioni siano rimosse entro la fine del secondo trimestre, riteniamo che i consumi potrebbero recuperare presto circa l'80% di quanto perso nel primo semestre. Al contrario, pensiamo che la ripresa delle esportazioni sarà parziale, frenata in particolare dalla perdurante debolezza di quelle di servizi.

In questa fase, dato il livello altissimo dell'incertezza di scenario, ha poco senso fare proiezioni sulla media annua del PIL. Nello scenario di fermo limitato ad aprile, **stimiamo una contrazione del PIL dell'Eurozona di -4,8% nel 2020, che salirebbe a -9,8% nello scenario di fermo esteso fino a maggio**. La crescita media annua sarebbe pari rispettivamente a 4,8% e 10,6% nel 2021. Il recupero potrebbe essere relativamente più rapido per i paesi dalla situazione fiscale più solida che per i paesi ad alto debito. Tuttavia, tale recupero può essere messo in discussione dalla risorgenza dell'epidemia nel 4° trimestre, se gli Stati dell'Eurozona si dimostrassero di nuovo incapaci di applicare la *best practice* mondiale nel controllo dell'epidemia.

Le misure di politica economica

La reazione di politica economica è diventata presto vigorosa, una volta che è stata acquisita la consapevolezza della crisi. Le misure fiscali sono state adottate a livello di Stato, e il quadro è destinato ad evolversi nel tempo. C'è un dibattito acceso riguardo all'opportunità di finanziare una parte dello sforzo a livello comunitario. Nel frattempo, la BCE ha offerto ampia copertura

⁷ Così per esempio ha argomentato il CPB nelle sue simulazioni per l'Olanda: *CPB Scenarios - economic consequences corona crisis*, March 2020, <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Scenarios-March-2020-Scenarios-economic-consequences-corona-crisis.pdf>.

monetaria indiretta al rifinanziamento dei deficit pubblici, oltre a intervenire con misure di prevenzione del rischio di *credit crunch* (completate dall'erogazione di garanzie pubbliche sul nuovo credito).

Politica fiscale: ognuno per sé

Nell'Eurozona, la risposta fiscale all'emergenza sta avvenendo su stretta base nazionale. Il bilancio comunitario è stato interessato soltanto da una riallocazione di circa 8 miliardi di fondi strutturali, ora destinati all'emergenza sanitaria.

Tutti i paesi dell'area euro hanno però annunciato misure attive di stimolo, cercando in particolare di compensare il prosciugamento del *cash flow* delle imprese e di garantire alle famiglie il mantenimento di un reddito minimo. Le misure includono rinvii delle scadenze fiscali e contributive, adozione o rafforzamento dei programmi che incentivano le imprese a ridurre le ore lavorate preservando l'occupazione, rafforzamento degli strumenti di sostegno al reddito per i disoccupati e i lavoratori autonomi penalizzati dalla COVID-19 e dalle misure di contenimento. Alcuni paesi hanno adottato una sorta di reddito universale minimo temporaneo, erogando assegni senza particolari condizioni a famiglie, lavoratori autonomi e piccole imprese – alcuni paesi, come Germania e Francia in modo più efficiente e rapido. Un'altra misura molto diffusa è stato il potenziamento dei sistemi pubblici di garanzia al credito, cruciali in questa fase per garantire che le piccole imprese mantenessero l'accesso al credito e potessero beneficiare dello stimolo monetario annunciato dalla BCE.

Al momento, **lo stimolo fiscale attivo è stimabile in circa il 2,2% del PIL dell'Eurozona** (v. Tabella 3), ma alcune delle misure hanno un costo variabile, che dipenderà dall'andamento della crisi sanitaria. Peraltro, la stima non considera che il differimento delle scadenze fiscali entro l'anno fornisce un sollievo importante ai soggetti interessati ma non incide sul fabbisogno del 2020. Inoltre, la tabella 3 non considera neppure l'effetto degli stabilizzatori automatici (riduzione delle entrate tributarie e contributive, aumento della spesa sociale legata a programmi in essere). In Germania, il calo delle entrate tributarie nel 2020 è stimato in circa 35 miliardi di euro. A livello aggregato, nello scenario di fermo breve (*short lockdown*) stimiamo che **gli stabilizzatori automatici potrebbero incidere ulteriormente sul disavanzo per circa 200 miliardi di euro, circa l'1,7% del PIL, mentre nello scenario di lockdown protratto il loro contributo salirebbe al 3,4% del PIL**. L'incremento del deficit pubblico aggregato dell'eurozona potrebbe quindi già valere circa due terzi della riduzione annua del PIL rispetto allo scenario pre-COVID, anche senza considerare un probabile prossimo potenziamento delle misure in alcuni paesi, come l'Italia.

Tabella 3 - Gli stimoli fiscali annunciati dagli 11 maggiori Stati membri dell'Eurozona

	PIL (2019)		Stimolo fiscale		Garanzie prestiti		Salvaguardia occupazione	Reddito minimo sussist.	Rinvio scadenze fiscali
	EUR mld	EUR mld	% PIL	EUR mld	% PIL				
Germania	3442	122.0	3.5	822	23.9		Y	Y	Y
Francia	2419	45.0	1.9	300	12.4		Y		Y
Italia	1780	25.0	1.4	340	19.1	Y(partial)	Y(partial)		Y
Spagna	1244.8	8.9	0.7	102	8.2	limited	Y(partial)		Y
Paesi Bassi	810.54	20.0	2.5		0.0	Y			Y
Belgio	472.8	10.0	2.1	50	10.6		Y(partial)		Y
Austria	398.5	14.0	3.5	24	6.0	Y			Y
Irlanda	346.9	7.2	2.1		0.0	Y	Y		
Finlandia	242.9	1.7	0.7		0.0				Y
Portogallo	211.4	1.0	0.5	3	1.4				Y
Grecia	187.8	10.0	5.3		0.0	Y			Y
Eurozona	11897	264.8	2.2	1641	13.8				

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IMF (Policy Response to COVID-19) e fonti nazionali.

La contropartita del sostegno fornito dai governi attraverso il proprio bilancio sarà un significativo aumento del debito pubblico. Il debito aumenterà sia per il contributo del maggior deficit, sia per l'erogazione di garanzie sul credito. In percentuale del PIL, la dinamica sfavorevole sarà amplificata dalla riduzione del PIL nominale. Escludendo l'impatto delle garanzie, nello scenario di *short lockdown* stimiamo nell'aggregato un incremento di 7 punti percentuali del rapporto debito/PIL rispetto allo scenario pre-COVID. Lo scenario di fermo prolungato aggiunge altri 5 punti percentuali a tale stima.

Politica monetaria: la BCE offre copertura monetaria allo sforzo fiscale degli Stati membri

Il finanziamento del maggiore fabbisogno sarà agevolato dall'allentamento monetario deciso dalla Banca Centrale Europea. La BCE ha annunciato una serie di misure, in parte finalizzate ad agevolare l'accesso al credito del settore privato non-finanziario, ma per il resto indirizzate a favorire il rifinanziamento del debito pubblico a condizioni ragionevoli in questa situazione di stress per i conti pubblici.

Fra le misure finalizzate, il 12 marzo la BCE aveva annunciato:

1. Condizioni più favorevoli sul programma TLTRO III, incluso un abbattimento del costo per le banche fino a 25pb sotto il tasso sulla *depo facility*. La BCE stima che questo potrebbe rifinanziare credito ulteriore per 1000 miliardi di euro. La misura è indirizzata alle PMI e alle famiglie, in quanto l'accesso alla TLTRO III alle condizioni più favorevoli implica che il livello del credito erogato non venga ridotto.
2. Il *supervisory board* della BCE ha deciso di allentare temporaneamente i requisiti patrimoniali e di liquidità. Le autorità nazionali, inoltre, hanno sospeso l'applicazione dei *buffer* di capitale anti-ciclici, riducendo ulteriormente il rischio di *credit crunch*. Sono state annunciate anche altre misure regolamentari che vanno nella medesima direzione.
3. Il programma APP è stato aumentato fino al 31 dicembre di 120 miliardi "per assicurare che la curva risk free dell'area euro sostenga condizioni finanziarie favorevoli per l'economia reale", come ha spiegato Lane⁸. L'APP sarà usato in modo flessibile per contrastare gli effetti indesiderati degli episodi di *flight to safety*, con una "presenza più energica della BCE sui mercati obbligazionari durante gli episodi di accresciuta volatilità".

Successivamente, in risposta a un ulteriore peggioramento delle condizioni generali di mercato, la BCE ha annunciato un nuovo programma di acquisto, il **PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)**, dotato di 750 miliardi di euro. Il PEPP interesserà le stesse tipologie di attività finanziaria oggetto dell'APP, con l'aggiunta dei titoli di stato della Grecia e della carta commerciale emessa da operatori non finanziari. Per quanto concerne i titoli di stato, la scadenza è però estesa fra 70 giorni e 30 anni e 364 giorni. Il PEPP è soggetto all'allocatione geografica in base alle quote di capitale, come l'APP, ma il suo regolamento prevede una gestione flessibile "temporalmente, fra categorie di attività finanziarie e fra giurisdizioni". L'annuncio del PEPP è stato efficace nel frenare le tensioni che stavano caratterizzando il debito sovrano nell'Eurozona.

Attraverso i vari programmi di acquisto, la BCE assorbirà quest'anno obbligazioni per 1060 miliardi di euro (8,9% del PIL dell'area), che saranno costituiti per almeno il 50% da titoli sovrani⁹. Sulla

⁸ P. Lane, *The Monetary Policy Package: An Analytical Framework*, 13 marzo 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html>

⁹ C. Manenti, "1060 miliardi", *Interest Rate Strategy*, 19 marzo 2020.

base delle stime di metà marzo, gli acquisti superavano le emissioni nette di 66 miliardi. Ipotizzando un ulteriore ampliamento dei programmi di emissione rispetto a quanto stimato in precedenza, nell'aggregato gli acquisti dell'Eurosistema dovrebbero sostanzialmente bilanciare l'offerta netta, sebbene con forti differenze fra giurisdizioni.

Che cosa attendersi, in caso di problemi di rifinanziamento?

L'ultimo Consiglio Europeo ha visto aprirsi una spaccatura fra il gruppo di 9 paesi che spingeva per finanziare con emissioni europee almeno parte della spesa per la gestione dell'emergenza e dei successivi programmi di rilancio dell'economia, da una parte, e altri Stati membri che invece privilegiano l'intervento nazionale, dall'altra. I primi sono giustamente preoccupati di due rischi: primo, che lo sforzo fiscale possa rendere problematico il rifinanziamento del debito; secondo, che condizioni difficili di accesso al mercato e l'inadeguatezza delle misure di salvaguardia possano allargare il divario fra i paesi ad alto debito e il resto dell'unione, compromettendone la tenuta e aumentando il rischio di tensioni sociali. Nella logica dei paesi contrari all'emissione di debito comune, però, l'Unione dispone già di strumenti per fronteggiare il rischio di rifinanziamento, ed è su questi che (secondo loro) bisognerebbe puntare.

A meno che Olanda e Germania non si convincano che potrebbe essere a rischio la sopravvivenza del mercato unico, **il minimo comun denominatore è costituito dalla combinazione di ECCL (Enhanced Conditions Credit Lines) del MES/ESM, programmi APP/PEPP della Banca Centrale Europea ed OMT (che potrebbero essere attivate per acquistare debito di uno Stato membro che abbia ottenuto una ECCL).** La ECCL potrebbe arrivare al 2% del PIL (nel caso dell'Italia, quindi, circa 35 miliardi di euro), ma ad essa potrebbero aggiungersi acquisti potenzialmente illimitati di debito pubblico da parte dell'Eurosistema con il programma OMT. La condizionalità sarebbe leggera, finalizzata soltanto a garantire che i fondi siano utilizzati per la gestione dell'emergenza sanitaria e delle sue conseguenze economiche e, successivamente, il rispetto del quadro fiscale europeo.

In alternativa, il presidente del MES/ESM, Regling, ha sottolineato che **ci sono tre vie per aumentare le emissioni comuni già disponibili, senza dover inventare meccanismi nuovi che potrebbero richiedere due o tre anni per diventare operativi: utilizzare il MES**, attivando uno dei programmi già previsti; **puntare sul prossimo bilancio comunitario** settennale e, quindi, su emissioni della Commissione Europea; **oppure utilizzare la BEI**¹⁰. Oppure, aggiungiamo, puntare su una combinazione dei tre strumenti citati. Probabilmente l'unico modo per ottenere il via libera a emissioni UE sarà quello di vincolarle a strumenti/programmi molto specifici, come gli interventi sul sistema sanitario o una integrazione dei meccanismi nazionali di assicurazione contro la disoccupazione¹¹, fermo restando il problema di doverne garantire il servizio con il trasferimento di entrate tributarie dai bilanci nazionali, se si vorrà evitare l'aumento del debito a livello di singoli Stati.

In conclusione, non tornerà tutto come prima

Se tutto andrà per il meglio, dopo l'inusitato calo del secondo trimestre l'attività economica tornerà ai livelli precedenti la COVID-19 abbastanza presto. Questo "meglio" è costituito da: un rilascio delle misure di contenimento entro la fine del secondo trimestre, e un miglioramento dei sistemi di prevenzione sanitaria per garantire che un eventuale ritorno della COVID-19 nei mesi autunnali o invernali sia gestito in linea con le migliori pratiche internazionali, e non con fermi generalizzati del paese. Ci saranno eccezioni, perché la stagione turistica 2020 è stata ormai

¹⁰ S. Fleming, "Euro bailout chief sees hurdles to quick 'coronabonds'", FT on line, 31 marzo 2020.

¹¹ Jim Brunnsden and Sam Fleming, "Brussels plans jobless reinsurance scheme to fight virus fallout", FT on line, 31 marzo 2020. Secondo quanto riportato, la Commissione proporrebbe la costituzione di un fondo da 80-100 miliardi di euro, cioè 0,7-0,8% del PIL dell'Eurozona. Il fondo estenderebbe prestiti agli Stati membri, e ciò eviterebbe di dover segregare entrate tributarie per servire il debito.

compromessa, e la ripresa di ristoranti e attività aggregative potrebbe essere rallentata dalle misure precauzionali ben oltre il secondo trimestre. Il "meglio" include anche una pronta reazione di politica fiscale e monetaria, che ora si va concretizzando, e che potrebbe aumentare nelle prossime settimane.

Anche se tutto andrà per il meglio, tuttavia, alcune cose nell'economia non saranno come prima. In effetti, la COVID-19 potrebbe agire da acceleratore di processi disgregativi già in corso nell'Eurozona, e che si supponevano molto più lenti. Lo sforzo fiscale produrrà un altro notevole aumento del rapporto debito/PIL in tutti i paesi europei. Le distanze sociali ed economiche fra i paesi finanziariamente più solidi e quelli più fragili diventeranno più ampie, aumentando le tensioni politiche e i rischi per la tenuta dell'unione monetaria. Per ora, questa frattura è stata ricomposta provvisoriamente applicandovi i programmi di acquisto BCE. Ma quale soluzione strutturale si sceglierà di adottare, e quando?

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001> che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com