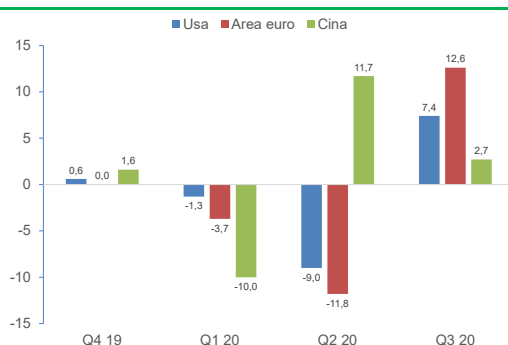


Prodotto interno lordo

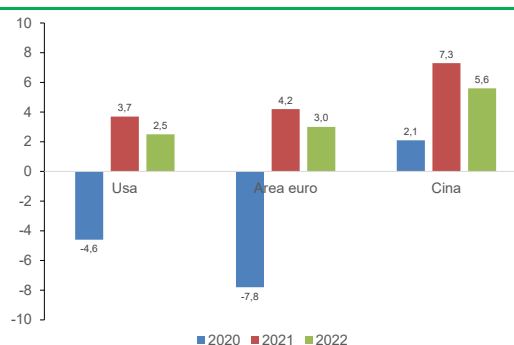
(variazioni percentuali t/t)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bce e Bloomberg

Commissione europea: previsioni Pil

(variazioni percentuali annue)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Commissione europea

Il 2020 sarà ricordato come uno dei **peggiori per l'economia globale**, e la recrudescenza autunnale del Covid-19 ricorda che **i rischi delle previsioni sono al ribasso**. Con l'eccezione della Cina, **molti Paesi** potranno tornare sui **livelli di Pil del periodo pre-Covid non prima del 2022**. Il Pil mondiale dovrebbe chiudere l'anno con un **-4,4%** rispetto al 2019.

La crisi ha portato a grandi mutamenti: fra questi **il diffondersi del lavoro a distanza**, e il **ridisegno del commercio internazionale**, con la revisione del funzionamento delle catene del valore.

In prospettiva, **la Cina**, che pure ha segnato un **-10% t/t** nel primo trimestre, prosegue sul sentiero di crescita, **gli Stati Uniti** sembrano in grado di **mantenersi su un trend positivo**, mentre vi è qualche **difficoltà per l'Area euro**, che secondo le stime della Commissione europea dovrebbe **contrarsi del 7,8% quest'anno e risalire solo del 4,2% nel 2021**.

n. 32 23 novembre 2020

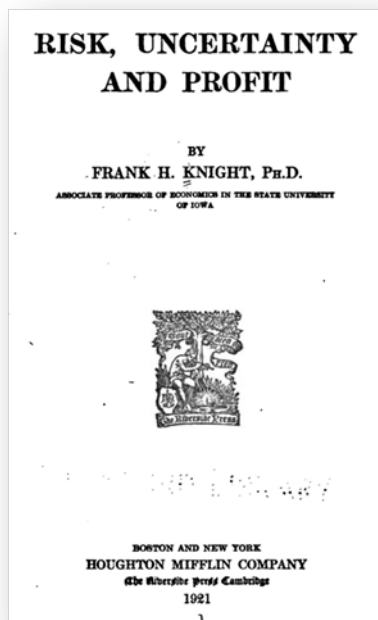


BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Editoriale – Governare l'incertezza

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com



Nel 2021 sarà esattamente un secolo dalla pubblicazione di “Risk, uncertainty and profit”, l’opera più celebre dell’economista americano Frank H. Knight. Una lettura che torna di attualità oggi, nel momento in cui la pandemia mette sotto gli occhi di tutti la differenza tra rischio ed incertezza. L’incertezza intesa come radicale ignoranza del futuro, e dei rischi causati dalla marcia in un tunnel lungo e poco illuminato. Saper affrontare l’incertezza, nel ragionamento di Knight, rappresenta il valore aggiunto sociale ed economico prodotto dal fare impresa. Un valore aggiunto che supera il problema di rischi non precisamente quantificabili. L’irrompere della pandemia nelle vite di miliardi di persone, nelle società e nelle economie rappresenta da quasi un anno una enorme e logorante fonte di incertezza. Un’incertezza di fronte alla quale la via perdente è quella della rimozione, dell’attendismo, della negazione. Al contrario, governare la complessità dell’incertezza pandemica significa essere in grado compiere un’impresa. Miscelando capacità organizzativa, anticipazione, tensione all’innovazione e assunzione di responsabilità. Imparando dalle “best practices”. E realizzando un diverso “policy-mix” tra le leve che si hanno a disposizione.

Saper governare l’incertezza da pandemia è quanto stanno dimostrando di saper fare le banche centrali. In primis, la Banca Centrale Europea. Già di fronte alla crisi dei rischi sovrani le autorità monetarie europee avevano dato prova del saper compiere il salto di qualità imposto dalla difficoltà del momento. Era l’estate del 2012, il tempo del

“whatever it takes”. Oggi, in un contesto ben più impegnativo, la BCE fa ancora di più. Quella che si combatte contro il virus non è una guerra-lampo per impedire alle aspettative dei mercati di deragliare. Azzardando una sintesi, al “whatever it takes” oggi si aggiunge un “how long it will take”.

Il sostegno della politica monetaria al credito e ai debiti, privati quanto pubblici, continuerà per il tempo necessario per resistere nelle trincee all’assalto delle ondate della pandemia e lanciare il contrattacco. La potenza e la lungimiranza della politica monetaria sono essenziali per attenuare i focolai di incertezza economica scatenati dalla pandemia. Focolai che, come la Presidente della BCE ha recentemente ricordato, riguardano insieme famiglie e imprese. Da una parte c’è il cosiddetto “paradox of thrift”, il rischio di un avvitamento tra aumento dell’incertezza, il formarsi di nuovo risparmio, la caduta ulteriore del reddito delle famiglie. Dall’altra parte incombe il “firm exit multiplier”, la sindrome delle serrande abbassate con centinaia di migliaia di imprese per le quali l’incertezza assoluta del domani può condurre alla decisione di chiudere l’attività.

Rompere queste ed altre spirali di incertezza è fondamentale. Per riuscire nell’impresa non basta il ponte gettato dalle autorità monetarie. Sta alle politiche fiscali sapere sostenere le famiglie e le imprese, i territori e i settori maggiormente esposti alle conseguenze economiche delle inevitabili chiusure che il contrasto alle ondate pandemiche impone. Occorrono sostegni adeguati e veloci, che vadano oltre la garanzia della sussistenza e contribuiscano concretamente a rinsaldare un senso di empatia e di coesione sociale utile anch’esso a ridurre la radicalità dell’incertezza. Esempi virtuosi in questa direzione già ci sono, partendo dalla Germania dove la commisurazione dei ristori degli urti della seconda ondata viene parametrata ai corrispondenti fatturati dello scorso anno. Oltre a questo, compito della politica fiscale è lavorare su fronti diversi ma ugualmente afferenti alla lotta all’incertezza pandemica. Un paio di esempi. L’estensione e il rafforzamento delle infrastrutture tecnologiche che rendono possibile la didattica a distanza. La costruzione di politiche attive del lavoro che accompagnino una ricomposizione settoriale della macchina produttiva nella direzione della sostenibilità e della salute.

Politica monetaria e politica fiscale servono a ridurre l’incertezza pandemica. Ma per vincere la guerra al virus occorre arricchire il “policy-mix” con una leva che diventa prioritaria sulle altre. È la politica sanitaria. Su questo fronte oggi in Italia l’impresa decisiva la stanno di nuovo compiendo le decine migliaia di operatori impegnati in prima linea negli ospedali e sul territorio. È un impegno che va riconosciuto ogni giorno dalla comunità nazionale e accompagnato, ad un livello macro, da un ridisegno strutturale che investa stabilmente su welfare, coesione e ricerca. Piegare oggi la curva dei contagi rappresenta la priorità per la tenuta del sistema, sanitario ed economico, di oggi e di domani. E per tenere stretti gli spread, epidemici ed economici, nei confronti delle migliori esperienze, in Europa e altrove.



Il quadro macro nell'anno del Covid-19

A. Mastrota  alessandra.mastrota@bnlmail.com

L'anno che sta per concludersi sarà ricordato come uno dei peggiori per l'economia globale, benché l'iniziale forte pessimismo delle stime si sia via via ridotto. La recrudescenza autunnale del Covid-19 con l'introduzione di alcune forme di lockdown in molti Paesi ricorda però che i rischi delle previsioni sono ancora al ribasso. Con l'eccezione della Cina, unica fra le maggiori economie a concludere il 2020 con una variazione del Pil positiva benché in netta frenata rispetto al 2019, molti Paesi potranno tornare sui livelli del periodo pre-Covid non prima del 2022. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale dello scorso ottobre, il Pil mondiale dovrebbe chiudere l'anno con un -4,4%, quasi 8 punti percentuali in meno rispetto alla previsione di gennaio 2020. Nel primo semestre di quest'anno il commercio globale ha subito una brusca caduta: -2,7% t/t nel Q1 del 2020, -12,2% nel Q2.

La crisi ha portato a mutamenti profondi nel tessuto economico dei Paesi colpiti: fra questi il diffondersi sul mercato del lavoro della tecnologia con l'ampliamento della pratica dell'attività a distanza, e il ridisegno del commercio internazionale con la revisione del funzionamento delle catene del valore.

Nel Q3 del 2020 il Pil è salito quasi ovunque più delle stime (+12,6% t/t nell'Area euro): la ripresa è dovuta soprattutto ai consumi privati; l'andamento degli investimenti è rimasto più debole. È andato bene il settore manifatturiero, mentre è più in sofferenza quello dei servizi. La ripresa della pandemia rinnova però le incognite sui prossimi mesi. La fase di rallentamento a partire dai mesi estivi emerge dai numeri sul commercio globale e da alcuni indici di mercato come il Baltic Dry Index e il Crb; i sondaggi Pmi anticipano un possibile trend congiunturale ancora positivo per gli Stati Uniti e la Cina e una battuta d'arresto per l'Area euro, che secondo la Commissione europea nel 2020 segnerà -7,8% su base annua.

In sintesi, la Cina rallenta nettamente ma si conferma in lieve crescita, gli Stati Uniti sembrano in grado di mantenersi su un sentiero positivo, mentre vi è qualche difficoltà in più per l'Area euro, all'interno della quale vi è difformità di ripresa, determinata sia dalle condizioni interne che dall'interconnessione tra le economie. Una variabile importante per capire la forza della ripresa nei prossimi mesi è rappresentata anche dalle eventuali scelte governative in merito alle numerose forme di lockdown che possono essere attuate.

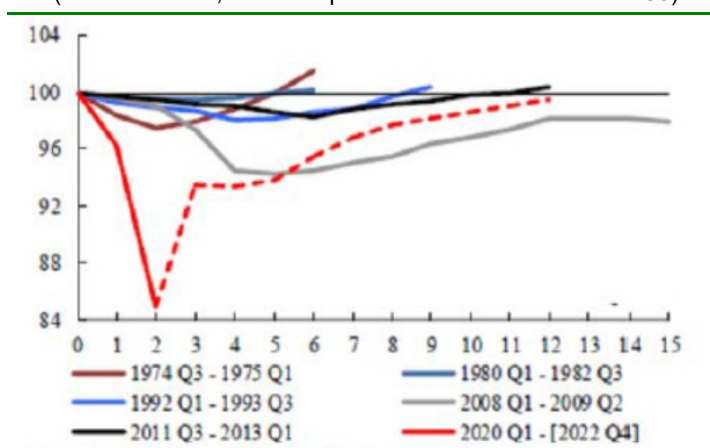
L'andamento dell'economia globale

L'anno che sta per concludersi sarà ricordato come uno dei peggiori per quanto riguarda l'economia globale: una crisi senza precedenti indotta da una pandemia che ha rapidamente fatto il giro del mondo ed ha costretto governi ed autorità monetarie ad adottare misure di entità inimmaginabile fino a qualche tempo fa. Cosa sia successo è ormai noto: la crisi ha colpito simultaneamente, anche se in modo differenziato, quasi tutto il mondo; ha bloccato sia la domanda che l'offerta mondiali; è causata da una pandemia che a tutt'oggi continua a determinare un elevato livello di incertezza epidemiologica, nonostante che in queste settimane si stia facendo strada la concreta possibilità di poter ricorrere al vaccino, almeno per alcune fasce di popolazione, già nei prossimi mesi.

Nel frattempo, le previsioni espresse ad inizio anno si stanno traducendo in dati a consuntivo. Da un lato, l'iniziale forte pessimismo espresso dalle istituzioni preposte alle stime sull'andamento economico si è attenuato nel corso dell'anno, con una revisione migliorativa dei tassi di contrazione del Prodotto interno lordo di quasi tutti i Paesi; dall'altro, dopo l'estate, la recrudescenza del Covid-19 e l'introduzione, anche se parziale, di alcune forme di lockdown, spinge nuovamente alla cautela e ricorda che i rischi preponderanti delle previsioni sono ancora rivolti verso uno scenario peggiorativo.

Area euro, durata delle più recenti recessioni in numero di trimestri

(Numero indice, trimestre precedente alla recessione=100)



Fonte: dati Bce, European Economic Forecast, Autunno 2020

Se confrontata con quelle avvenute nell'Area euro dal secondo dopoguerra, questa recessione non ha precedenti per velocità ed entità di peggioramento della situazione; potrebbe essere una fra le più lunghe di quelle registrate negli ultimi anni anche perché, a differenza di quanto accaduto in passato, ha colpito pesantemente soprattutto il settore dei servizi che storicamente si riprende con più difficoltà e più lentezza rispetto alla manifattura.

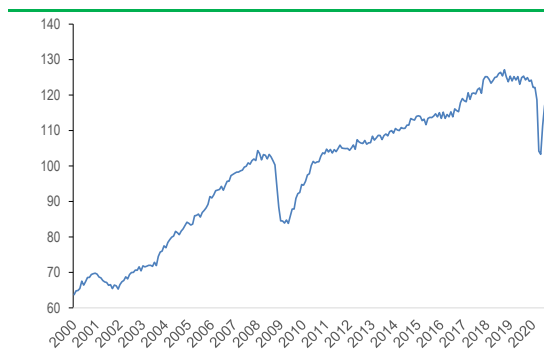
Con l'eccezione della Cina, unica fra le principali economie in grado di concludere il 2020 con una variazione del Pil positiva, anche se ben più contenuta rispetto agli anni precedenti, molti Paesi potranno tornare sui livelli del periodo pre-Covid non prima del 2022. Secondo le stime del Fmi stilate lo scorso ottobre, il Pil mondiale dovrebbe chiudere l'anno con un -4,4%, quasi 8 punti percentuali in meno rispetto alla stima del +3,3% che risale a gennaio 2020: una variazione che rappresenta la maggior contrazione dalla seconda guerra mondiale.¹ La crisi dovuta al Covid-19 si è innestata su un trend di crescita che si stava già indebolendo: il commercio globale nel 2019 si era ridotto dello 0,4% rispetto all'anno precedente (nel 2019 era cresciuto del 3,5%), ma quest'anno ha subito una brusca caduta: -2,7% nel primo trimestre del 2020 rispetto al trimestre precedente, -12,2% nel secondo rispetto al primo.

La crisi e la risposta che ad essa hanno dato governi e Banche centrali hanno portato a mutamenti profondi nel tessuto economico e sociale dei Paesi colpiti. Alcuni processi già avviati hanno subito una brusca accelerazione: si tratta ad esempio del diffondersi sul mercato del lavoro della tecnologia, con la pratica del lavoro a distanza che ha portato ad accelerare o ad anticipare una serie di investimenti già pianificati. Un

¹ La grande recessione del 2009 aveva determinato un calo del Pil mondiale dello 0,6%.

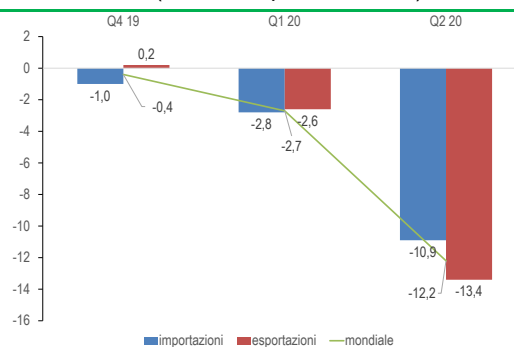
secondo cambiamento riguarda il ridisegno del commercio internazionale, con la revisione del funzionamento delle catene del valore. La pandemia ha reso evidenti i rischi di dipendere dalla globalizzazione per i settori produttivi: nel periodo in cui solo la Cina era bloccata per via del Covid-19, in altri Paesi alcune produzioni (tipicamente il settore automobilistico e quello dell'elettronica) rischiavano di fermarsi per i ritardi con cui si ricevevano componenti prodotte in Cina. Il fenomeno delle *supply chain* a livello mondiale è nato a metà degli anni '80: da allora il commercio internazionale è cresciuto ben di più dell'output globale man mano che i Paesi emergenti, fra cui la Cina, entravano nel giro dell'economia mondiale. Una prima frenata si è avuta all'inizio del 2009, con il calo del Pil mondiale e in un momento in cui in Cina è aumentata la domanda interna. La necessità di avvicinare produttore e consumatore, già emersa in concomitanza con altri episodi gravi quali ad esempio il devastante terremoto in Giappone del 2011, si è resa particolarmente evidente all'inizio della pandemia, quando i Paesi colpiti dal Covid-19 hanno scoperto di dipendere quasi esclusivamente dalla Cina per la fornitura di molto materiale sanitario, dalle mascherine chirurgiche ad altri importanti dispositivi medici.

Commercio mondiale
(volumi, Indice 2010=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Central Plan Bureau Netherlands

Commercio mondiale, importazioni ed esportazioni
(variazioni percentuali t/t)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Central Plan Bureau Netherlands

Per quanto riguarda il mondo del lavoro, negli Stati Uniti la proporzione di lavoratori fra i 25 ed i 54 anni al lavoro sono scesi per la prima volta sotto il 70% in quasi 50 anni; a livello mondiale si stima che abbiano perso l'occupazione un quinto dei giovani; secondo la World Bank le economie a basso reddito non cresceranno per la prima volta in 60 anni e le persone che si troveranno in estrema povertà aumenteranno del 15%.

Anche le risposte in termini di politiche monetarie e fiscali sono state senza precedenti. Negli Stati Uniti ad esempio l'aumento dell'ammontare dei sussidi alla disoccupazione ha determinato il fatto che due terzi dei beneficiari ricevessero una somma superiore a quella del loro salario. Le varie misure sono state intraprese in una condizione di emergenza, che si auspicava che fosse di relativamente breve durata.

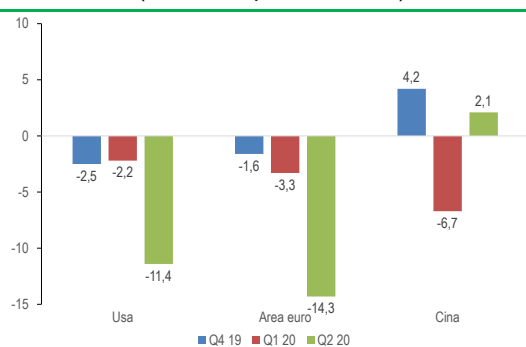
Pil: forte calo in primavera, buon rimbalzo in estate, autunno in rallentamento

I dati macro del terzo trimestre hanno sorpreso in senso positivo nella maggior parte dei Paesi: negli Stati Uniti, nell'Area euro ed anche in Cina, con variazioni del Pil che sono risultate superiori alle stime. La ripresa in generale è stata determinata soprattutto

dalla dinamica dei consumi privati, in genere la componente più stabile del Pil, che nei primi mesi dell'anno erano invece scesi più del Prodotto interno lordo ed avevano segnato livelli negativi record; l'andamento degli investimenti è invece rimasto più debole. Piuttosto dinamico il rimbalzo del settore della manifattura, mentre è restato e resta più in sofferenza quello dei servizi, penalizzati molto spesso dalla necessità di mantenere il distanziamento fisico (si pensi al settore del turismo e dei viaggi, a quello della cultura con i musei, i cinema, i teatri).

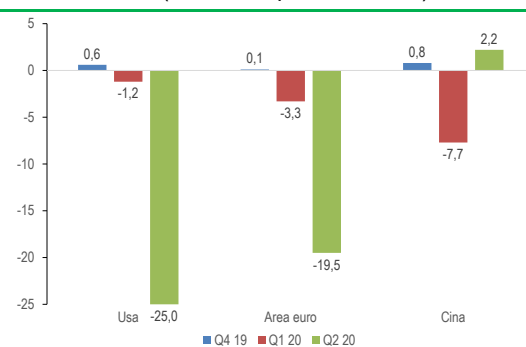
Importazioni

(variazioni percentuali t/t)



Esportazioni

(variazioni percentuali t/t)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Central Plan Bureau Netherlands

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Central Plan Bureau Netherlands

Se i risultati macro dei mesi estivi avevano fatto intravedere uno spiraglio, la ripresa della pandemia rinnova le incognite sulle stime di crescita per i prossimi mesi, che subiscono continui aggiornamenti. L'aumento dei contagi ha progressivamente comportato soprattutto nell'Area euro un rallentamento nella crescita, su cui gravano e graveranno le forme di contrasto al Covid-19 che i vari Paesi stanno adottando. L'incertezza per il futuro è chiaramente riflessa nelle recenti dichiarazioni della Presidente della Bce, Lagarde, che ha affermato che il coronavirus ha prodotto una recessione molto insolita ed è probabile che dia luogo ad una ripresa instabile².

La fase di relativa frenata a partire dai mesi estivi emerge dai dati del commercio globale che ha segnato tra giugno ed agosto tassi di incremento positivi, ma in calo, sia nelle esportazioni (+9,1% m/m a giugno e +3,7% m/m ad agosto) che nelle importazioni (+5,6% m/m a giugno e +2,2% m/m ad agosto). Se guardiamo ai singoli Paesi, il rallentamento delle esportazioni accumuna Stati Uniti, Area euro e Cina, anche se in modo differenziato, mentre le importazioni mantengono un trend crescente fra luglio ed agosto in Cina.

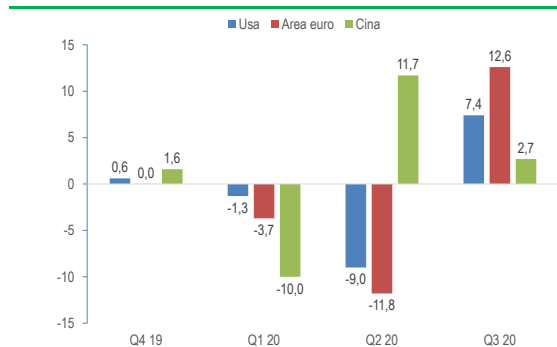
Per quanto riguarda il Pil, i dati trimestrali dei principali Paesi mostrano la debole fase di crescita che ha caratterizzato la fine del 2019 e la frenata dei primi mesi del 2020 dovuta allo scoppio del Covid-19, frenata che si è diffusa nel mondo con la stessa progressione della pandemia. La Cina è penalizzata nei primi mesi dell'anno e recupera nettamente già nel secondo trimestre, l'economia si assesta durante l'estate confermando una contenuta crescita nonostante la domanda internazionale resti debole³; nel primo semestre dell'anno sono in recessione nell'ordine Area euro⁴ e Stati

² Discorso della Presidente della Bce al "ECB Forum on Central Banking", 11 novembre 2020

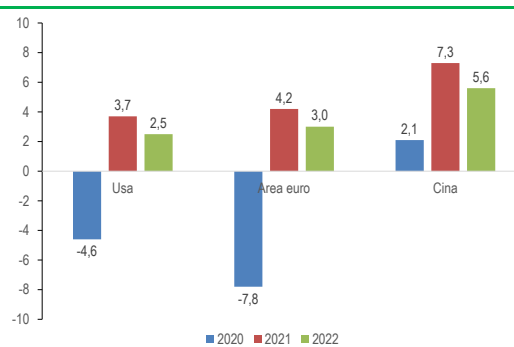
³ In Cina il livello della domanda di consumi interna rappresenta circa il 40% del Pil, contro un valore superiore al 65% nelle economie avanzate

Uniti, che riescono a recuperare nettamente nei mesi estivi. Hanno agevolato la ripresa gli effetti di politiche monetarie e fiscali ultra espansive seguite dalle Banche centrali e dai governi.

Prodotto interno lordo
(variazioni percentuali t/t)



Commissione europea: previsioni Pil
(variazioni percentuali annue)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bce e Bloomberg

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Commissione europea

Le attese per il futuro: qualche indicazione

Le previsioni della Commissione europea mostrano che il 2020 sarà negativo sia per l'Area euro (-7,8%)⁵ che per gli Stati Uniti (-4,6%), mentre la Cina, che registra comunque una notevole flessione rispetto al 6,1% dell'anno precedente, a fine anno dovrebbe segnare una variazione positiva nella crescita pari al 2,1%. Il 2021 sarà un anno di ripresa, anche se non tale da recuperare appieno il Pil "perso" quest'anno. Sulle previsioni gravano molte incognite: le strategie di contenimento che verranno adottate dai diversi governi, i cambiamenti nel comportamento dei consumatori (se il risparmio in parte forzoso accumulato negli ultimi mesi sarà trasformato in consumo oppure resterà accantonato a scopo precauzionale) e delle aziende (l'impatto sugli investimenti dell'aumento dell'incertezza e dell'avversione al rischio); terzo fattore tutt'altro che trascurabile e collegato alla futura funzione del risparmio accumulato finora, l'andamento del mercato del lavoro.

Già per la parte finale del 2020 si prospetta quindi per l'Area euro un rallentamento della ripresa, come conseguenza dei limiti alle attività economiche introdotti per l'ondata di Covid-19 che sta nuovamente colpendo l'Europa, in una fase in cui la diffusione globale della crisi pandemica non lascia molto spazio ad una crescita indotta dalle esportazioni; restano più favorevoli le prospettive per gli Stati Uniti. I segnali iniziano a manifestarsi in alcuni sondaggi che vengono utilizzati come anticipatori dei trend dell'economia: il Pmi composito⁶ dell'Area euro si è portato su valori che indicano stabilità nei prossimi mesi, mentre per gli Stati Uniti e la Cina lo scenario resta più favorevole. Stesso andamento per la fiducia dei consumatori, che dà segnali di debolezza nell'Area euro mentre sembra stabilizzarsi negli Stati Uniti.

⁴ Il calo del secondo trimestre nell'Area euro, pari al -11,8% t/t, è quasi quattro volte più ampio della peggior contrazione trimestrale avvenuta nella recessione del biennio 2008-2009.

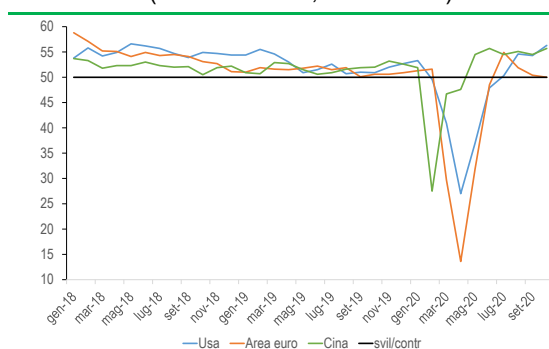
⁵ Nel 2009 il Pil dell'Area euro era sceso del 4,5% anno su anno.

⁶ I Pmi (Purchasing Manager Index) sono sondaggi condotti presso i direttori degli acquisti delle aziende: un valore superiore ai 50 punti indica aspettative di miglioramento nei tre/sei mesi successivi alla rilevazione rispetto alle condizioni correnti. L'indice composito raggruppa le indicazioni di più settori quali manifattura, servizi, commercio.

Indicativi anche i numeri sulla mobilità, stimati con i big data di Google sui movimenti delle persone (sintetizzati nei Google Community Mobility Reports): nell'Area euro a settembre il dato medio era dell'8,5% inferiore rispetto ad un anno prima, contro il -10% di luglio e agosto, ma già ad ottobre la media ha ripreso a scendere. La ripresa dei voli aerei era iniziata in ritardo, seguendo la tempistica della rimozione dei vincoli di movimento tra Paesi ed era riuscita nel periodo estivo ad arrivare al 50% rispetto all'anno precedente, ma già a settembre ed ottobre il trend mostra un'inversione di tendenza.

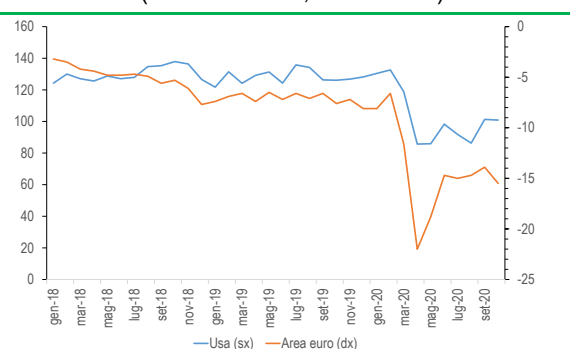
Pmi composito

(Numero indice, dati mensili)



Fiducia dei consumatori

(Numero indice, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Anche alcuni dati di mercato segnalano che la ripresa avviata in estate sembra aver perso slancio: il Baltic Dry Index, sintesi dei costi di nolo dei cargo navali ed utilizzato come *proxy* della domanda delle materie prime, ha reagito positivamente alla ripresa dell'attività in Cina, ma nelle ultime settimane sta tornando sui valori più bassi di un paio di mesi fa e si colloca a 1.100 punti, ben al di sopra dei minimi dello scorso maggio (intorno ai 400 punti), ma anche decisamente inferiori rispetto ai massimi di inizio ottobre (2.000 punti).

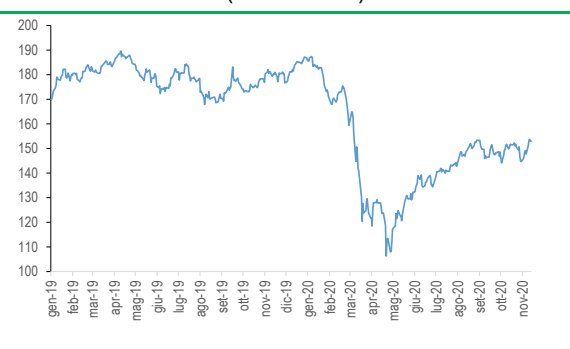
Baltic Dry Index

(Dati giornalieri)



Indice CRB sulle materie prime

(Dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

L'indice Crb, che raccoglie le quotazioni delle materie prime, è un'altra *proxy* dell'andamento dell'economia globale, in quanto riflette l'andamento della domanda di

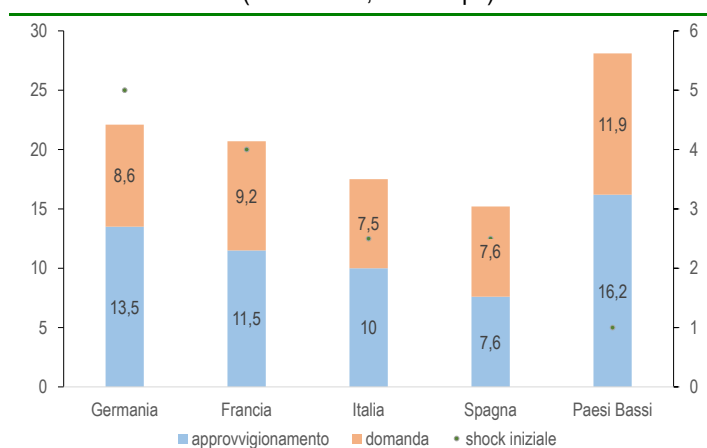
molte materie prime utilizzate nell'industria. Anche in questo caso l'indice è rimbalzato dai minimi di aprile (condizionato in larga parte dalle quotazioni del petrolio, sceso a minimi storici e che da allora ha raddoppiato le quotazioni), ma da agosto si è stabilizzato, indicando una possibile pausa nella domanda.

In sintesi, tra le principali economie la Cina, che pure ha segnato una contrazione del Pil del 10% t/t nel primo trimestre di quest'anno, riesce a riportarsi su un trend di crescita con una ripresa che, seppure con problemi, le consente di essere l'unica a non avere una variazione del Pil negativa nell'anno in corso; gli Stati Uniti, che hanno mostrato una ripresa migliore del previsto, sembrano in grado di mantenersi su un sentiero positivo, mentre vi è qualche difficoltà in più per l'Area euro.

La ripresa, così come la crisi, presenta molte differenze fra i Paesi dell'Area, per molteplici motivi. Uno di questi è la relazione tra queste economie perché le conseguenze di uno shock di domanda ed offerta in un Paese si diffondono nel resto del mondo in funzione del suo grado di interconnessione. Uno studio della Bce⁷ ha analizzato i 5 maggiori Paesi dell'Area (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi⁸) ed ha concluso che la trasmissione degli shock interni agli altri Paesi è molto elevata e quantificabile in una forchetta di valori compresi tra il 15% ed il 28%. Una perdita di Pil di 100 euro in Germania comporta una riduzione attraverso le catene di approvvigionamento di 13,50 euro nel resto dell'Area. Senza misure di politica economica che contrastino tale perdita, la riduzione di reddito che ne consegue innesca un identico shock sul lato della domanda che, continuando ad avere come riferimento la Germania, distribuito nelle componenti di spesa e produzione interna ed esterna, determina una contrazione del Pil dell'Area euro di ulteriori 8,60 euro. Nel caso dell'Italia, gli stessi valori ammonterebbero rispettivamente a 10,0 euro (trasmissione tramite catena di approvvigionamento) ed a 7,5 euro (trasmissione tramite i legami di domanda).

Trasmissione degli shock di un singolo Paese alle 5 maggiori economie dell'Area euro

(sx valori %, dx multipli)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bce

⁷ Bollettino Economico, numero 6/2020

⁸ Le maggiori economie dell'Area sono molto integrate con i Paesi Bassi in quanto questi rappresentano per l'Area euro il punto di consegna e di arrivo delle esportazioni ed importazioni dal resto del mondo.

Lo shock è indicizzato in base all'importanza del singolo Paese: nel grafico precedente il valore della Germania è pari a 5 perché ha un peso di cinque volte maggiore nel Pil dell'Area euro rispetto ai Paesi Bassi, utilizzati come base dell'indice e quindi con multiplo pari a uno.

L'Area euro risulta particolarmente colpita da questa seconda fase della pandemia, nella quale tutti i governi si interrogano su come coniugare il contrasto al propagarsi del Covid-19 con il tentativo di non danneggiare un'economia già messa a dura prova. Uno studio del Fondo monetario internazionale⁹ afferma che i *lockdown* generalizzati adottati nei primi mesi del 2020 dalla maggior parte dei Paesi sono indubbiamente una delle cause principali della recessione, ma essa è dovuta anche al distanziamento sociale volontario attuato dai singoli in risposta alla paura della pandemia¹⁰. Ne consegue che anche se il *lockdown* viene tolto o attenuato, non necessariamente ne deriva una ripresa forte fino a quando non venga risolto il problema sanitario. Lo studio, che utilizza soprattutto i dati sulla mobilità e sulle offerte di lavoro, evidenzia inoltre come gli effetti del *lockdown* penalizzino in particolar modo le donne e i giovani; la conclusione, forse intuitiva ma confortata dai dati, è che un *lockdown* è tanto più efficace quanto più è stringente ed attuato in tempi rapidi. Il danno economico è inferiore per le economie più avanzate, più preparate ad attuare il lavoro a distanza: in questi casi potrebbero essere sufficienti forme di *lockdown* meno stringenti. Ma il tema centrale resta quello secondo cui il ritorno ad una crescita "normale" sarà possibile solo con la fine dell'emergenza sanitaria. L'analisi non manca di dichiarati punti di debolezza: i dati sulla mobilità e sulle offerte di lavoro sono di breve periodo e sono una misura poco precisa dell'attività economica; inoltre non si analizzano le conseguenze di importanti effetti collaterali, come quelli sul settore dell'educazione e dei risvolti psicologici sulla popolazione.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

⁹ Fmi, "World Economic Outlook, A long and difficult Ascent", ottobre 2020

¹⁰ Il distanziamento sociale volontario è più diffuso nelle economie avanzate, meno nelle emergenti e poco presente nei paesi a basso reddito.