

## Sommario\*

*L'economia internazionale, che già si era indebolita nello scorso biennio, è stata travolta dalla pandemia di COVID-19. Nelle previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) quest'anno si realizzerà la peggiore recessione globale dai tempi della grande depressione. Il brusco peggioramento delle attese di crescita ha rapidamente inciso sui mercati, dove i prezzi degli attivi più rischiosi e le quotazioni petrolifere hanno registrato forti flessioni. Le politiche economiche di molti paesi stanno rispondendo con rilevanti interventi di stimolo fiscale; la Banca centrale europea (BCE) ha varato nuove misure espansive, che porterebbero il suo bilancio su valori massimi storici. Nelle attese del FMI il commercio mondiale nel 2021 dovrebbe recuperare gran parte della contrazione di quest'anno, ma tale stima è estremamente incerta e dipende molto dall'ipotesi di regresso dell'epidemia nella seconda parte di quest'anno.*

*L'Italia è stata il primo paese europeo a essere colpito dalla pandemia, fuori dalla Cina. L'emergenza sanitaria ha richiesto l'adozione di misure di prevenzione senza precedenti basate sul distanziamento sociale, che stanno producendo i loro effetti sulla diffusione dell'epidemia, ma implicano fortissimi costi economici. In alcuni settori, quali il turismo e la ristorazione, il commercio al dettaglio, i trasporti e la logistica, l'attività si è ridotta fino a quasi annullarsi.*

*Secondo stime effettuate con i modelli previsivi di breve termine dell'UPB nel trimestre scorso il PIL dell'Italia si sarebbe ridotto di circa cinque punti percentuali. Verosimilmente la riapertura delle attività economiche, a partire da maggio, sarà necessariamente graduale, per cui nel secondo trimestre la contrazione congiunturale del prodotto risulterebbe ancor più marcata, collocandosi nell'ordine di dieci punti percentuali. Assumendo che non ci siano nuove ondate dell'epidemia nei prossimi mesi, la ripresa dell'economia italiana dovrebbe manifestarsi dal terzo trimestre. Queste previsioni sono soggette a un'incertezza senza precedenti, che può essere attenuata dalla politica economica. Il governo italiano ha varato primi interventi, con misure volte a sostenere i bilanci di famiglie e imprese, supportando l'occupazione, il reddito disponibile e le condizioni di finanziamento.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica. Nota completata con le informazioni disponibili il 16-04-2020.

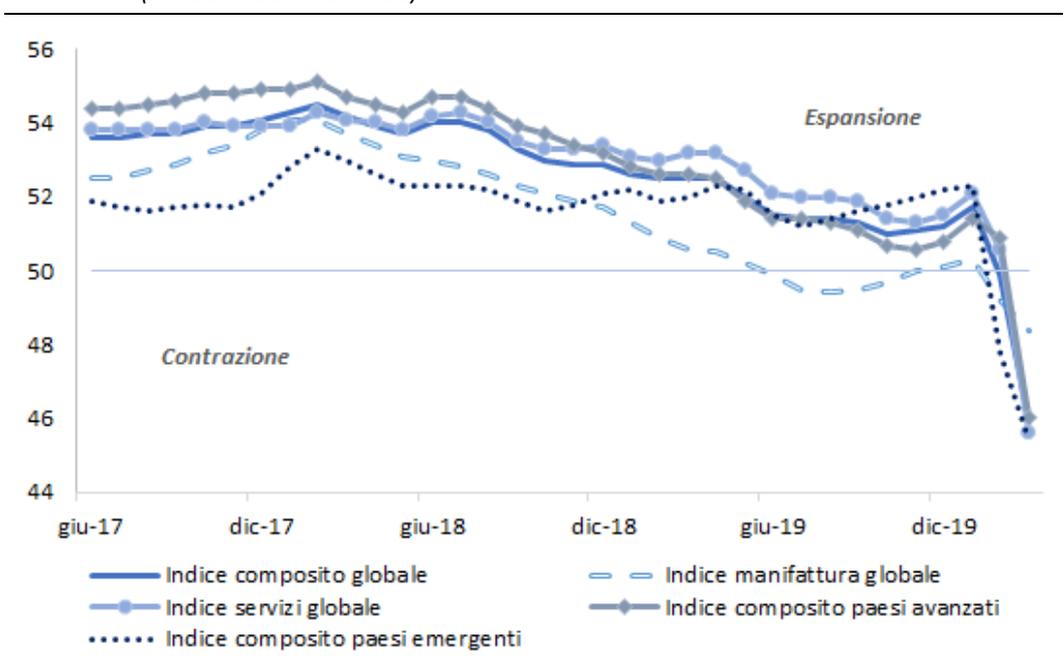
## Contesto internazionale

### La diffusione globale del coronavirus e il crollo dell'attività produttiva

La fase di moderata decelerazione dell'attività economica, che aveva interessato molte delle maggiori economie nello scorso biennio, sembrava essersi interrotta tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020 (fig. 1).

La diffusione della pandemia da coronavirus, dapprima in Cina e poi nel resto del mondo, ha cambiato radicalmente il quadro, determinando un peggioramento dell'attività e dell'*outlook* di intensità mai registrata dalla grande depressione. In Cina, dove le prime misure restrittive sono state introdotte a fine gennaio, l'attività economica è crollata in febbraio, con gli indici di fiducia dei direttori degli acquisti (*Purchasing Manager's Index* – PMI) della manifattura e dei servizi diminuiti rispettivamente a 40,3 e 26,5 (da valori sopra la soglia 50 in gennaio) e il valore aggiunto dell'industria nei primi due mesi sceso del 13,5 per cento in termini tendenziali. Le decise misure di contenimento hanno paralizzato larga parte dell'economia cinese per circa due mesi, ma sono state efficaci nel contenere la diffusione del virus. La graduale ripartenza è iniziata alla fine di marzo, la produzione industriale del mese è comunque diminuita in termini congiunturali, sebbene in misura relativamente contenuta (-1,1 per cento); gli indici PMI della manifattura e dei servizi sono risaliti, rispettivamente a 50,1 e 43,0. Secondo le stime preliminari il PIL cinese nel

**Fig. 1** – Indice JP Morgan Globale PMI (1)  
(media mobile a tre mesi)



Fonte: IHS Markit.

(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica l'espansione.

primo trimestre è diminuito del 6,8 per cento su base annua (9,8 per cento rispetto al trimestre precedente), come mai accaduto dall'inizio della serie storica, nel 1992. Gli effetti dell'epidemia sugli scambi con l'estero della Cina sono stati molto asimmetrici; mentre le importazioni sono diminuite solo dello 0,7 per cento in termini tendenziali, le esportazioni sono arretrate di oltre l'11 per cento.

In occidente la pandemia ha iniziato a diffondersi con oltre un mese di ritardo, dapprima in Italia e negli altri paesi europei, più tardi negli Stati Uniti. I PMI di manifattura e servizi per l'area dell'euro sono scesi rapidamente sotto 50 in marzo, rispettivamente a 26,4 e 44,5 per i servizi e la manifattura. Negli Stati Uniti, paese in cui l'accelerazione dei contagi è inizialmente avvenuta con lieve ritardo rispetto all'Europa, il coronavirus si è in seguito diffuso rapidamente e le misure di contenimento hanno tardato a essere adottate; l'indice PMI in marzo ha risentito meno che in Europa degli effetti della pandemia, a causa dello sfasamento nella diffusione del contagio, ma tra la fine di marzo e l'inizio di aprile c'è stata un'impennata della disoccupazione. Le richieste di sussidi per la disoccupazione, che da inizio anno erano nell'ordine delle 220.000 a settimana, sono esplose a circa 3,3 milioni nella terza settimana di marzo e a 6,9 milioni nella quarta. In sole 4 settimane i nuovi disoccupati sono stati 22 milioni, un valore simile alla nuova occupazione creata dal minimo relativo di dicembre 2009 all'inizio del 2020. La produzione industriale in marzo si è ridotta in termini congiunturali del 5,4 per cento, sebbene abbia risentito solo parzialmente della pandemia.

Se gli indicatori ad alta frequenza e le inchieste mostrano uno sfasamento tra i paesi, dell'ordine di poche settimane, i mercati azionari hanno invece reagito velocemente e in simultanea. Tra metà febbraio e la quarta settimana di marzo avevano registrato cali record, con una perdita tra i vari mercati che in media si aggirava intorno al 30 per cento. L'adozione di consistenti misure di politica monetaria e fiscale da parte dei maggiori paesi colpiti ha attenuato l'avversione al rischio dei mercati, inducendo un parziale recupero nelle ultime due settimane.

### ***Dalla fase uno dell'accordo tra Stati Uniti e Cina al collasso degli scambi***

Il 2020 si era aperto positivamente per il commercio internazionale. Dopo due anni di conflitti commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina, a gennaio era stato firmato tra i due paesi un accordo per una prima fase di distensione. L'intesa scongiurava l'introduzione di ulteriori restrizioni e rimuoveva alcuni dei dazi già imposti dagli Stati Uniti; le autorità cinesi si impegnavano a tutelare maggiormente la proprietà intellettuale delle imprese estere che intendono installarsi in Cina<sup>2</sup>, a liberalizzare i mercati finanziari nonché ad aumentare le importazioni di beni statunitensi (per 200 miliardi di dollari l'anno). In

---

<sup>2</sup> L'amministrazione americana sosteneva che per poter installare imprese in Cina le autorità richiedevano che vi fosse un *partner* maggioritario cinese oppure iter amministrativi tali per cui i segreti industriali non venivano di fatto tutelati.

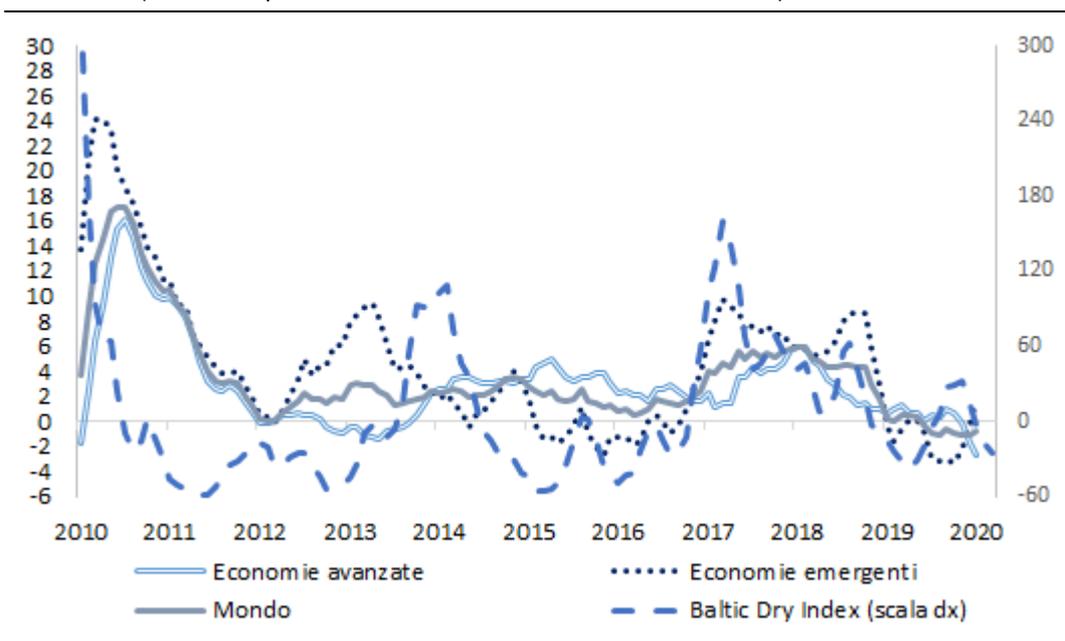
gennaio il FMI prevedeva che il commercio avrebbe accelerato al 2,9 per cento nel 2020, con elasticità rispetto al prodotto prossima all'unità.

Lo scoppio della pandemia ha modificato drasticamente le prospettive. La globalizzazione e i profondi legami tra i paesi nelle catene globali del valore hanno generato colli di bottiglia in quelle produzioni nazionali con significativo utilizzo di *input* intermedi d'importazione. I dati di commercio disponibili per i mesi di febbraio e marzo sono ancora incompleti, ma già si osservano notevoli effetti sui costi dei noli delle portacontainer *Baltic Dry Index* (la variazione tendenziale dell'indice in media mobile a tre mesi è passata da 31 a -25 per cento, tra novembre 2019 e marzo 2020; fig. 2).

### **Le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale**

Le previsioni del FMI, diffuse la settimana scorsa, stimano per l'anno in corso la recessione più profonda dalla grande depressione (tab. 1). Per il complesso dell'economia mondiale il PIL dovrebbe contrarsi del 3 per cento, con una revisione al ribasso di 6,3 punti percentuali rispetto alle stime di gennaio. La crescita del prodotto dovrebbe mantenersi positiva in Cina e in India, ma dato il ritmo di crescita della popolazione, il PIL in termini *pro capite* mostrerebbe comunque una riduzione. Per le economie avanzate la contrazione sarebbe addirittura del 6 per cento, 7,7 punti percentuali in meno rispetto alla previsione di inizio anno. Le previsioni sul commercio sono ancora più pessimistiche, anticipando una contrazione dell'11 per cento, rivista al ribasso di quasi 14 punti percentuali rispetto alle proiezioni di gennaio.

**Fig. 2** – Tasso di crescita delle importazioni e indice del costo del trasporto marittimo (variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB e Refinitiv.

**Tab. 1** – Previsioni del FMI  
(variazioni percentuali e differenze in punti percentuali)

	WEO aprile 2020			Differenze da WEO update gennaio 2020	
	2019	2020	2021	2020	2021
Prodotto mondiale	2,9	-3,0	5,8	-6,3	2,4
<i>Economie avanzate</i>	1,7	-6,1	4,5	-7,7	2,9
<i>Stati Uniti</i>	2,3	-5,9	4,7	-7,9	3,0
<i>Area dell'euro</i>	1,2	-7,5	4,7	-8,8	3,3
<i>Economie emergenti</i>	3,7	-1,0	6,6	-5,4	2,0
Commercio mondiale	0,9	-11,0	8,4	-13,9	4,7

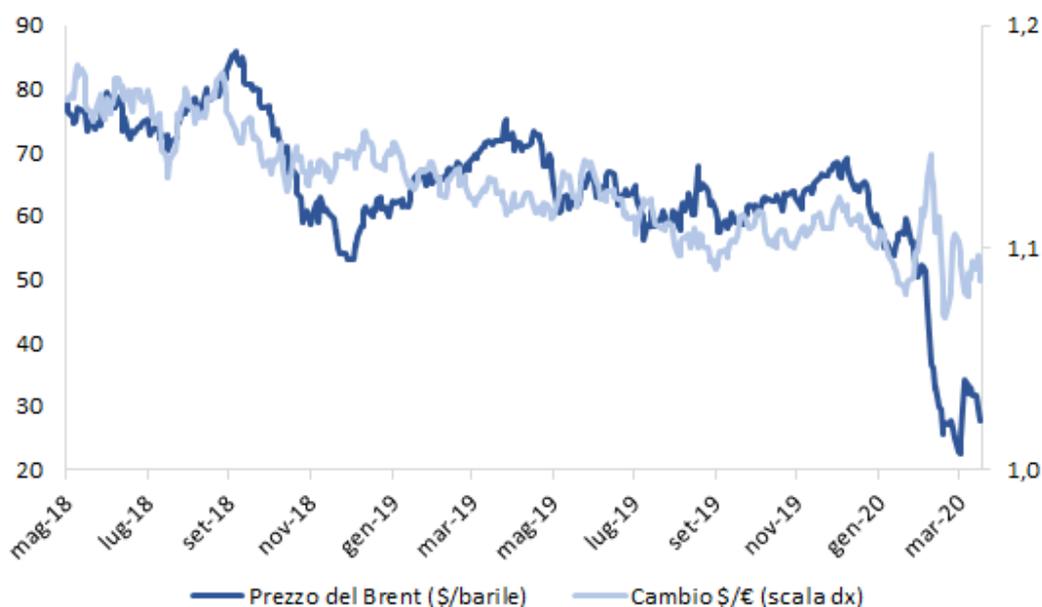
Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020.

### ***Il disaccordo tra paesi produttori favorisce il crollo delle quotazioni petrolifere***

La diffusione della pandemia ha fortemente inciso sul mercato petrolifero. Già dall'inizio di febbraio le attese di una decisa contrazione della domanda avevano indotto forti pressioni al ribasso dei prezzi (fig. 3). Per contenere l'onda ribassista l'OPEC+ nella riunione del 5 marzo proponeva un taglio produttivo di 1,5 milioni di barili al giorno da ripartire pro quota tra i paesi OPEC e non-OPEC. Il rifiuto dell'accordo da parte della Russia induceva l'Arabia Saudita a uno scontro, minacciando di incrementare la produzione e di venderla a sconto. La ritorsione saudita provocava un crollo delle quotazioni, che passavano in pochi giorni da 52 dollari per barile di inizio marzo a un minimo di 22,6 alla fine dello stesso mese. Il forte e inatteso *shock* di domanda comportava inoltre attese di veloce saturazione dei siti di stoccaggio, inducendo quindi ulteriori pressioni al ribasso. Un prezzo persistentemente inferiore ai 25 dollari per barile, ossia al *break even* per molti produttori di *shale oil* statunitense, implicherebbe il rischio di molti fallimenti. L'amministrazione americana ha quindi fatto pressioni affinché i paesi produttori trovassero un'intesa per sostenere le quotazioni. L'accordo, intervenuto il 12 aprile, impegna i paesi a ridurre l'estrazione di greggio di 9,7 milioni di barili al giorno, pari a circa il 10 per cento dell'offerta globale. L'effetto sui mercati è stato temporaneo, in quanto gli operatori temono che il taglio non sia ancora sufficiente a fronteggiare la minore domanda. Al 16 aprile il petrolio quotava leggermente sotto i 28 dollari per barile.

Sui mercati valutari il cambio del dollaro verso l'euro ha recentemente registrato una forte volatilità, con oscillazioni ampie tra 1,08 e 1,14, ma senza mostrare un chiaro *trend*. Sebbene il dollaro rimanga la valuta rifugio, ha anch'esso risentito delle turbolenze sui mercati finanziari. Tra il primo gennaio e il 16 aprile la valuta statunitense si è comunque apprezzata, di oltre tre punti percentuali contro l'euro (attestandosi a 1,085).

**Fig. 3** – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



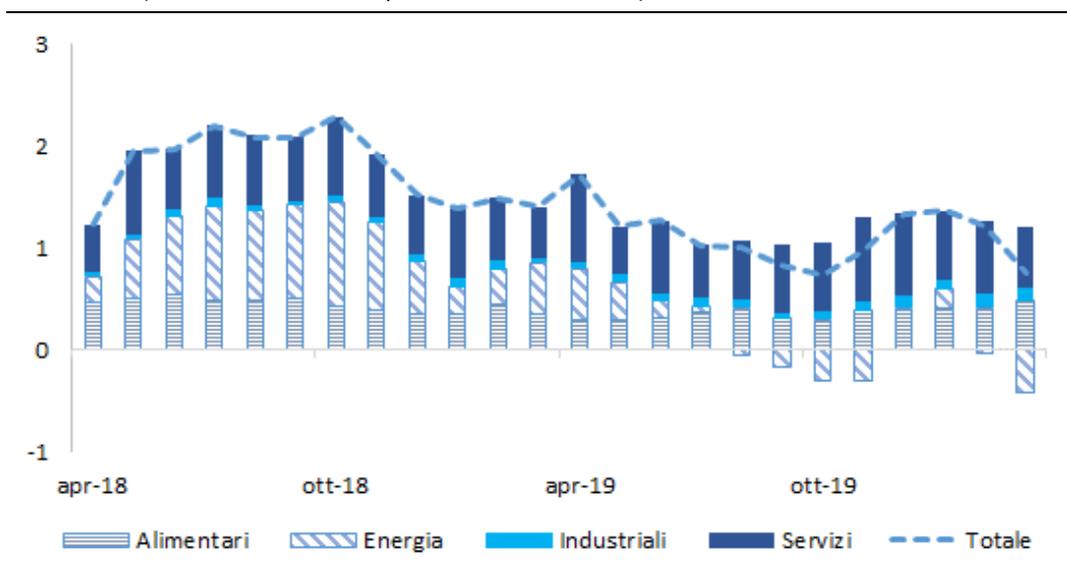
Fonte: Refinitiv.

### ***Le attese d'inflazione dell'area dell'euro si sono fortemente ridimensionate***

Tra la fine del 2019 e febbraio 2020 l'inflazione dell'area dell'euro aveva fluttuato tra l'1,2 e l'1,4 per cento annuo, similmente alla componente di fondo. In marzo la dinamica dei prezzi si è ridotta allo 0,7 per cento (fig. 4), per via della flessione sulla componente energetica; escludendo quest'ultima, l'indice ha infatti registrato una dinamica in linea con quella dei mesi precedenti. Le aspettative di inflazione mostravano una repentina riduzione già sul finire di gennaio, prima che la pandemia si diffondesse in Europa e che il prezzo del petrolio crollasse. Le misure di politica economica e monetaria adottate hanno invertito il *trend* e dalla fine di marzo le aspettative hanno parzialmente recuperato. Il 16 aprile le attese a 5 anni si collocavano intorno all'1 per cento; quelle a 2 e 10 anni risultavano rispettivamente 3 decimi sotto e sopra le prime (fig. 5).

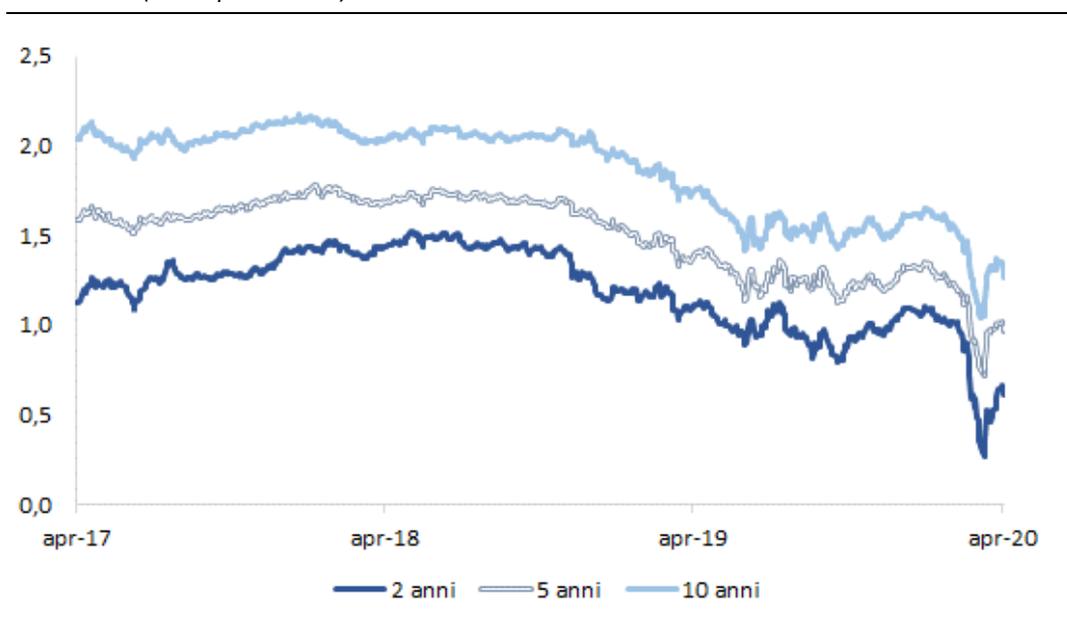
Nella riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo la BCE aveva adottato un primo pacchetto di misure per fronteggiare la pandemia. La reazione negativa degli operatori di mercato e il rapido allargamento dell'emergenza sanitaria hanno indotto la BCE, dopo pochi giorni, a espandere lo stimolo monetario, varando nuove misure, tra le quali un nuovo piano di acquisti di titoli privati e pubblici (*Pandemic Emergency Purchase Programme* – PEPP, del valore di 750 miliardi di euro). Con questo programma, il bilancio della BCE raggiungerà valori massimi storici; rispetto alla media di gennaio, al 10 aprile l'attivo si era già ampliato di quasi 600 miliardi di euro, ovvero del 12,7 per cento (fig. 6). La BCE ha inoltre adottato diverse altre misure, incluse quelle per ampliare il novero delle garanzie collaterali, ad esempio includendo i crediti commerciali.

**Fig. 4** – Inflazione dell'area dell'euro  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



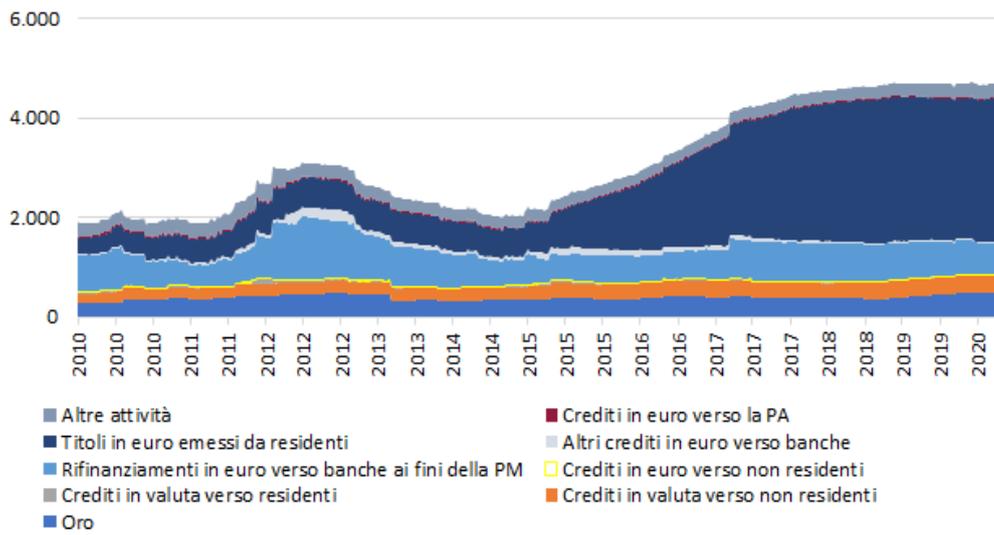
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

**Fig. 5** – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation swap*  
(valori percentuali)



Fonte: Refinitiv.

**Fig. 6** – Situazione contabile consolidata dell'eurosistema  
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

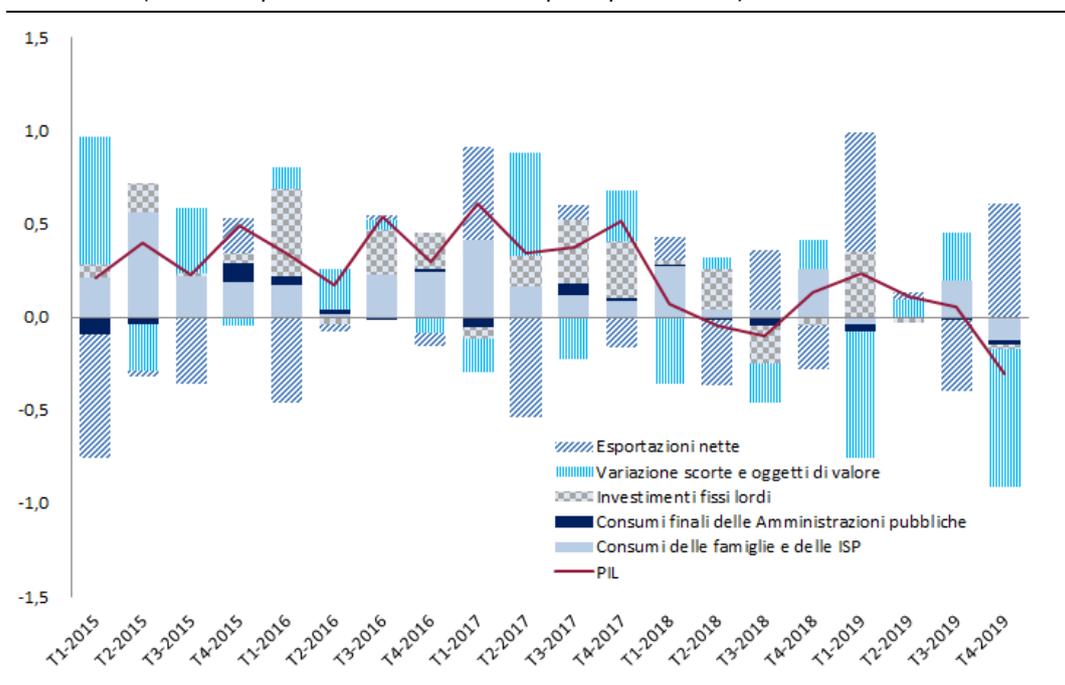
## Economia italiana

### La congiuntura si era già indebolita prima dell'emergenza sanitaria

La fase ciclica dell'economia italiana, complessivamente stagnante lo scorso anno, si era già deteriorata nell'ultimo trimestre del 2019. L'indebolimento congiunturale aveva riguardato anche i principali paesi dell'area dell'euro, ma per l'Italia era stato più intenso; il PIL si era ridotto dello 0,3 per cento in termini congiunturali, comportando un trascinarsi statistico negativo sull'anno in corso (-0,2 per cento). I dati di contabilità nazionale indicano che la flessione dell'attività in Italia nell'ultimo trimestre del 2019 rifletteva prevalentemente la contrazione del valore aggiunto dell'industria (-1,2 per cento). In termini di domanda (fig. 7), il contributo alla crescita della spesa interna era negativo, soprattutto per la componente delle scorte; l'apporto positivo della domanda estera netta rifletteva, più che la tenuta delle esportazioni (0,3 per cento), la decisa frenata delle importazioni (-1,7 per cento).

La rapida diffusione dell'emergenza sanitaria, a partire dalla fine di febbraio, ha cambiato il quadro congiunturale con una velocità e un'intensità senza precedenti in tempi di pace. Il primo caso autoctono di pandemia da COVID in Italia è stato ufficialmente rilevato il 21 febbraio. Due giorni dopo il Governo ha emanato un Decreto contenente misure restrittive per una decina di comuni del Nord Italia, estese l'8 marzo alla Lombardia e ad alcune province del Centro-Nord e poco dopo all'intero territorio nazionale. Le misure di

**Fig. 7** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti (variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

contenimento sono state rese progressivamente più pervasive, con limitazioni agli spostamenti e il distanziamento sociale, la sospensione delle attività scolastiche e universitarie, nonché la chiusura delle attività produttive non essenziali (nelle stime Istat riguarderebbe circa un terzo del totale nazionale, in termini di produzione e valore aggiunto). Secondo stime UPB i settori in cui la crisi ha un impatto medio alto, non soltanto per il *lockdown*, coprirebbero circa metà dei ricavi, delle retribuzioni e del gettito complessivo (Irpef, Ires, IRAP e IVA) delle imprese registrate fiscalmente <sup>3</sup>.

L'emergenza sanitaria produce impatti macroeconomici diretti sull'offerta e sulle variabili di domanda. Vanno poi prese in considerazione le reazioni nelle opinioni di famiglie e imprese, nonché nella propensione al rischio degli operatori dei mercati finanziari. Nel Riquadro si descrivono questi canali, i principali effetti a livello internazionale e le risposte di politica economica dei maggiori paesi.

In Italia il 17 marzo il Governo ha varato un primo intervento (DL 18/2020), allo scopo di fronteggiare con urgenza l'emergenza sanitaria e il rischio di fallimenti e licenziamenti che intaccherebbero la crescita potenziale. Il decreto include misure volte a potenziare la capacità di risposta del sistema sanitario e a sostenere i bilanci di famiglie e imprese. L'8 aprile è stato adottato un ulteriore decreto, per favorire l'accesso al credito e per evitare che situazioni di temporanea illiquidità comportino effetti duraturi sulla struttura produttiva.

### ***Le misure contro la pandemia e la forte incertezza incidono sulla spesa per consumi...***

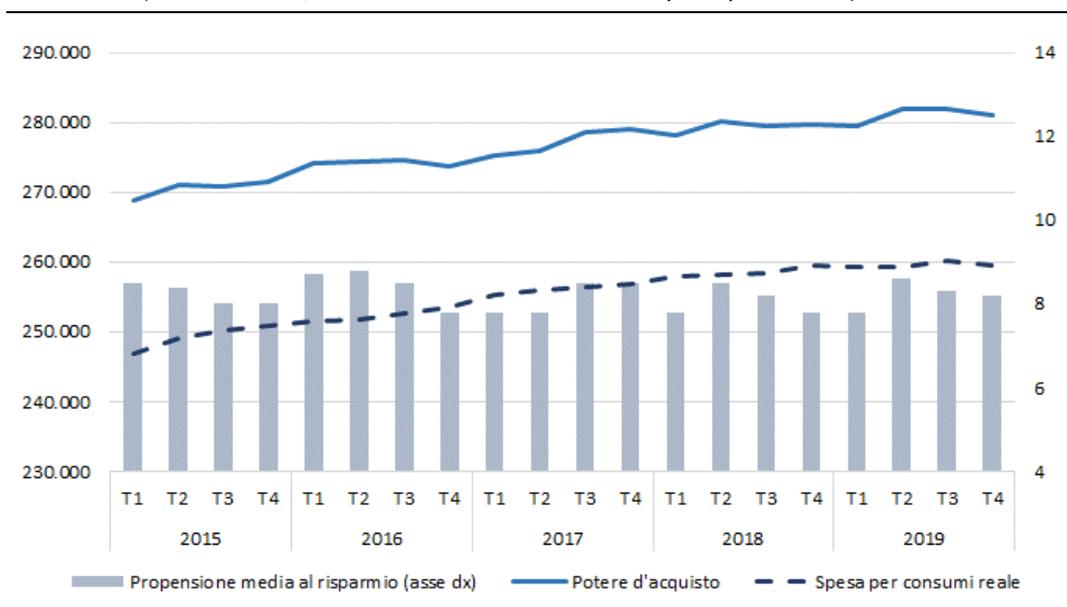
I consumi privati si erano lievemente ridotti nella media degli ultimi tre mesi dell'anno scorso (-0,2 per cento); erano diminuiti gli acquisti di beni, soprattutto durevoli e semi durevoli, mentre quelli di servizi erano aumentati moderatamente (0,3 per cento). La propensione al risparmio delle famiglie si era sostanzialmente stabilizzata, all'8,2 per cento del reddito disponibile (fig. 8).

Le spese delle famiglie per servizi ricreativi, ricettivi e di trasporto avevano cominciato a risentire dell'emergenza sanitaria già dalla fine di febbraio (con cali tendenziali compresi tra sei e nove punti percentuali secondo le stime di Confcommercio); a partire dalla prima decade di marzo, con la chiusura di molti canali di distribuzione, si è realizzato un sostanziale blocco della domanda, a eccezione di poche voci di spesa (prevalentemente riconducibili alla filiera alimentare e alla farmaceutica).

---

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli si veda la [Memoria del Presidente dell'UPB](#) sul DDL AS 1766 di conversione del DL 17 marzo 2020, n. 18,).

**Fig. 8** – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie  
(milioni di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

L'indice sulla fiducia dei consumatori, che fino a febbraio si era mantenuto su livelli prossimi a quelli medi del 2019, ha subito una decisa contrazione in marzo, primo mese di rilevazione dell'indagine dall'inizio della pandemia. La scomposizione secondo le due coppie di dimensioni corrente/futuro ed economico/personale evidenzia come la flessione di marzo dell'indice aggregato sia stata indotta prevalentemente dal deterioramento delle attese sullo stato complessivo dell'economia, a fronte di una relativa tenuta dei giudizi correnti sulla componente personale.

Le rilevazioni sulla fiducia sono state condotte nella prima metà del mese, mentre le misure di contenimento sono state inasprite alla fine di marzo. È plausibile che il dato di marzo non colga interamente il peggioramento delle opinioni delle famiglie e non si può escludere che i giudizi dei consumatori siano ulteriormente peggiorati in aprile; il dato non potrà però essere osservato a causa della sospensione dell'indagine, per via delle difficoltà di rilevazione.

Nell'insieme, le misure di distanziamento sociale e di blocco delle attività non essenziali hanno influenzato fortemente le decisioni di spesa delle famiglie che, in marzo, si sono orientate prevalentemente al comparto alimentare, anche in sostituzione delle consumazioni fuori casa, e per i servizi di comunicazione sospinti dalle esigenze di lavoro e di istruzione, oltre che di interazione sociale da remoto. Per quanto riguarda le altre voci di spesa, le stime più recenti di Confcommercio segnalano contrazioni profonde, prossime all'azzeramento della domanda, come nel caso delle immatricolazioni di autoveicoli, al trasporto aereo e ai servizi relativi al tempo libero (in prevalenza quelli ricreativi, alberghieri e della ristorazione).

L'entità e la tempistica del recupero dei consumi delle famiglie dipendono dalla ripresa della mobilità delle persone, dalla progressiva rimozione dei vincoli all'apertura delle imprese operanti nella distribuzione nonché dall'efficacia dei provvedimenti di sostegno al reddito e all'occupazione e di alleggerimento degli oneri finanziari.

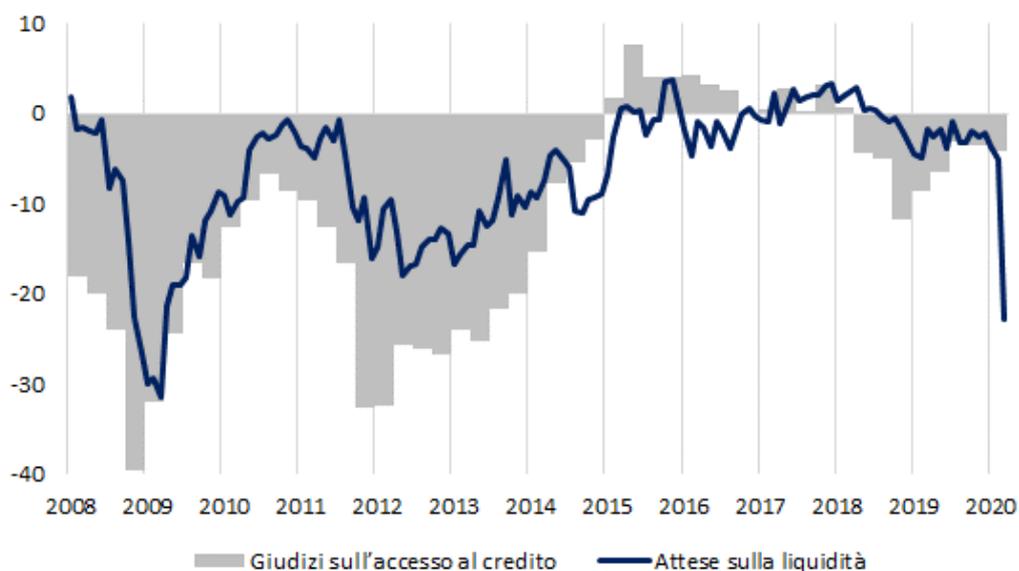
### *...così come su quella per investimenti*

Il ritmo di crescita congiunturale dell'accumulazione di capitale si era progressivamente indebolito nel corso del 2019, fino a segnare una stasi nel quarto trimestre; il ristagno di fine anno rifletteva la contrazione degli investimenti in costruzioni, compensata dall'incremento delle spese per impianti, macchinari e armamenti (e in particolare dei mezzi di trasporto). Il tasso di investimento, dato dal rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, in ottobre-dicembre era rimasto pressoché invariato (al 21,5 per cento), in linea con la media dell'ultimo biennio. La quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, era lievemente aumentata.

A seguito della diffusione della pandemia già alla fine di gennaio si è assistito a un'interruzione delle filiere produttive globali, conseguenti il blocco di linee di produzione cinesi, con effetti sulla realizzazione e sulle decisioni di investimento. Alle strozzature dal lato dell'offerta si è successivamente aggiunta la minore domanda estera, derivante dal dilagare del coronavirus tra i principali *partner* commerciali dell'Italia, nonché la chiusura (parziale o totale) delle attività produttive nazionali, determinata dalle disposizioni volte a contenere l'epidemia.

Le inchieste qualitative registrano il forte peggioramento delle opinioni delle imprese, nonostante siano state in gran parte rilevate prima dell'entrata in vigore delle maggiori restrizioni all'attività economica, nell'ultima settimana di marzo. L'indagine di marzo della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle Aspettative di inflazione e crescita delinea un deciso ridimensionamento dei giudizi correnti e delle attese sulla situazione economica generale e sulle condizioni operative delle imprese. L'indagine Istat di marzo sulla fiducia delle imprese ha evidenziato un peggioramento del saldo degli ordini interni di beni strumentali nella media dei primi tre mesi dell'anno rispetto al quarto trimestre del 2019 a causa principalmente del calo nell'ultimo mese. A tale dinamica si è accompagnato un marcato peggioramento delle attese sulle condizioni di liquidità per l'intero comparto manifatturiero (-22,9 a marzo a fronte del -5,1 di febbraio; fig. 9), che ha raggiunto valori prossimi a quelli registrati durante la crisi globale finanziaria, pur in presenza di condizioni di finanziamento pressoché stabili.

**Fig. 9** – Giudizi sul credito e attese di liquidità nella manifattura  
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



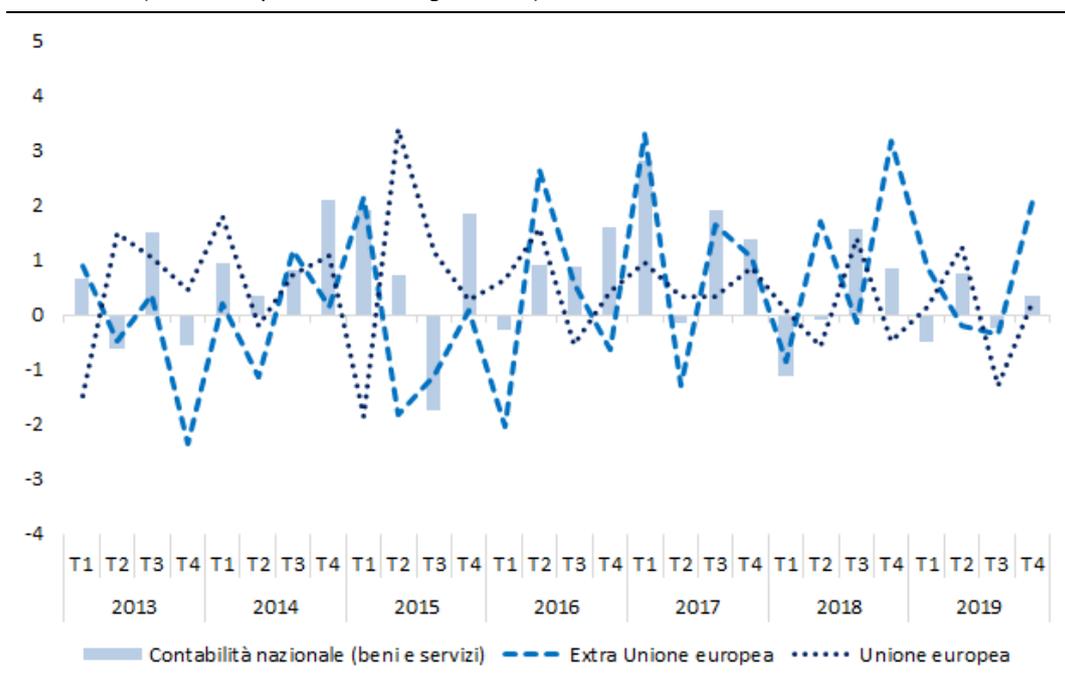
Fonte: Istat.

Il mercato del credito alla fine del 2019 aveva registrato nuovi progressi nel risanamento dei bilanci degli operatori bancari, a riflesso di un rafforzamento finanziario del settore e di migliori politiche di erogazione delle banche. La crescita del credito al settore privato non finanziario è proseguita in febbraio (sia in termini tendenziali sia su base trimestrale), trainata dall'incremento dei prestiti alle famiglie per mutui e per credito al consumo a fronte di una lieve contrazione dei prestiti alle imprese. Dalla fine di febbraio, l'incertezza generata dal diffondersi della pandemia, con conseguenti tensioni sui mercati finanziari, ha comportato un deciso incremento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, con riflessi negativi sul costo della raccolta. Gli interventi di politica monetaria attivati dalla BCE a partire da metà marzo, tuttavia, allevieranno i costi di approvvigionamento del comparto bancario, grazie alla possibilità di poter far ricorso ai finanziamenti presso la banca centrale a condizioni più vantaggiose che in precedenza.

### ***Le esportazioni avevano tenuto fino allo scorso anno***

Nonostante il rallentamento del commercio internazionale, le esportazioni nel 2019 avevano registrato un tasso di crescita (1,4 per cento) in linea con quello dell'anno precedente. Riguardo ai mercati di sbocco (fig. 10), le dinamiche congiunturali sui beni indicavano che i flussi orientati all'esterno dell'Unione europea erano positivi, seppure molto volatili, mentre quelli all'interno avevano assorbito a fine anno il calo del periodo estivo.

**Fig. 10** – Esportazioni totali e per area geografica (1)  
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Gli istogrammi rappresentano le variazioni congiunturali dei valori concatenati delle esportazioni totali di fonte contabilità nazionale. Le linee mostrano le variazioni congiunturali dei volumi delle esportazioni di beni di fonte commercio estero, destagionalizzati dall'UPB.

Nella media del primo bimestre dell'anno le vendite all'estero erano aumentate verso ambedue le aree di riferimento, soprattutto in gennaio. Tuttavia questi dati delineano un quadro che ancora non incorpora la frenata dell'interscambio commerciale in seguito alla diffusione della pandemia.

Sebbene alcune imprese nazionali operanti in settori essenziali stiano proseguendo l'attività produttiva anche successivamente all'emanazione delle restrizioni volte a contenere l'epidemia, esse registrano decise contrazioni della domanda estera. La flessione delle vendite di beni all'estero è stata preceduta da una fortissima contrazione dei flussi turistici, che concorrerebbero alla forte contrazione delle esportazioni di servizi.

Le ultime inchieste qualitative disponibili sembrerebbero anticipare ulteriori peggioramenti della domanda estera nei mesi centrali dell'anno: mentre i giudizi correnti su ordini e fatturato estero in marzo erano sostanzialmente stabili, le attese di breve periodo segnavano un brusco peggioramento (da 4,8 a -12,8 nel primo trimestre, il valore più basso dal primo trimestre del 2009).

In riferimento alle importazioni, nella media del 2019 si è registrata una lieve flessione (-0,2 per cento), nonostante l'incremento della domanda interna e di quella estera. Le prospettive del volume di importazioni sono fortemente negative, non solo per la contrazione della domanda interna ma anche per gli effetti della pandemia sull'offerta interna e sul blocco delle catene internazionali del valore.

### ***Le indicazioni congiunturali più recenti prefigurano una crisi senza precedenti***

Il settore industriale aveva iniziato l'anno con un recupero, tuttavia la flessione della produzione in febbraio aveva riportato l'indice su un livello appena superiore alla media del quarto trimestre del 2019. L'emergenza sanitaria ha successivamente determinato il blocco delle attività produttive non essenziali o strategiche, i cui effetti sono già evidenti negli indicatori qualitativi. L'indice PMI del settore manifatturiero si è collocato in marzo a quota 40,3 (da 48,7 di febbraio), il dato più basso dall'aprile del 2009. Dalle risposte delle imprese intervistate emerge come la forte contrazione sia ascrivibile principalmente al crollo dei livelli di produzione e dei nuovi ordini. Nello stesso mese, l'indice di fiducia del comparto manifatturiero dell'Istat è diminuito di circa dieci punti, per effetto del deterioramento dei giudizi sugli ordini correnti e, soprattutto, delle attese a breve termine sull'attività produttiva. Le prospettive del comparto permangono fortemente orientate al ribasso.

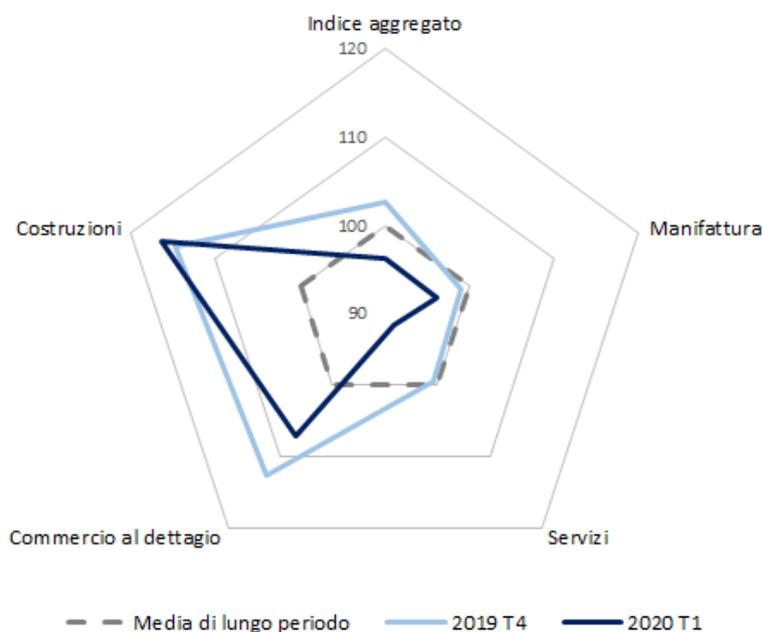
La produzione dell'edilizia nel 2019 aveva registrato un incremento di circa due punti percentuali. In gennaio l'attività aveva continuato a espandersi e l'indagine sul mercato delle abitazioni condotta da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa in gennaio e febbraio aveva tratteggiato un quadro relativamente positivo. Le misure di contrasto all'emergenza sanitaria si sono estese al settore delle costruzioni solamente nella parte finale del mese scorso. Le recenti indagini qualitative Istat segnalano peggioramenti dei giudizi sugli ordini e, soprattutto, delle attese sull'occupazione; la flessione in marzo appare relativamente contenuta, nel confronto con altri comparti produttivi.

Il terziario rappresenta il settore più colpito dall'emergenza sanitaria. L'anno scorso il valore aggiunto dei servizi era appena aumentato (0,3 per cento), ma già nei primi mesi dell'anno in corso si è registrato un brusco peggioramento. Il turismo è stato il comparto che per primo ha subito gli effetti dell'emergenza sanitaria. Dalla fine di gennaio si erano ridotti gli arrivi di visitatori dalla Cina e nell'arco di poche settimane anche quelli da altre provenienze, estere e successivamente anche nazionali. L'emergenza sanitaria ha poi coinvolto anche altre attività del terziario. Il progressivo inasprimento delle misure di distanziamento sociale ha determinato il blocco delle attività legate alla ristorazione, a fiere e convegni e quindi al trasporto aereo e ferroviario, impattando fortemente anche sul comparto della logistica. Gli indicatori qualitativi più aggiornati segnalano l'intensità eccezionale della frenata registrata dal settore: il PMI relativo si è collocato in marzo al minimo storico (17,4), per via del marcato peggioramento dei nuovi ordini e della domanda estera.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, nel primo trimestre di quest'anno si è contratto sensibilmente (fig. 11), in particolare nei servizi.

L'incertezza di famiglie e imprese continua ad aumentare. L'indice UPB, pur mantenendosi al di sotto dei massimi del biennio 2013-14, nel primo trimestre dell'anno è decisamente peggiorato (fig. 12), soprattutto a riflesso del balzo registrato in marzo dalle componenti relative ai servizi e al commercio al dettaglio.

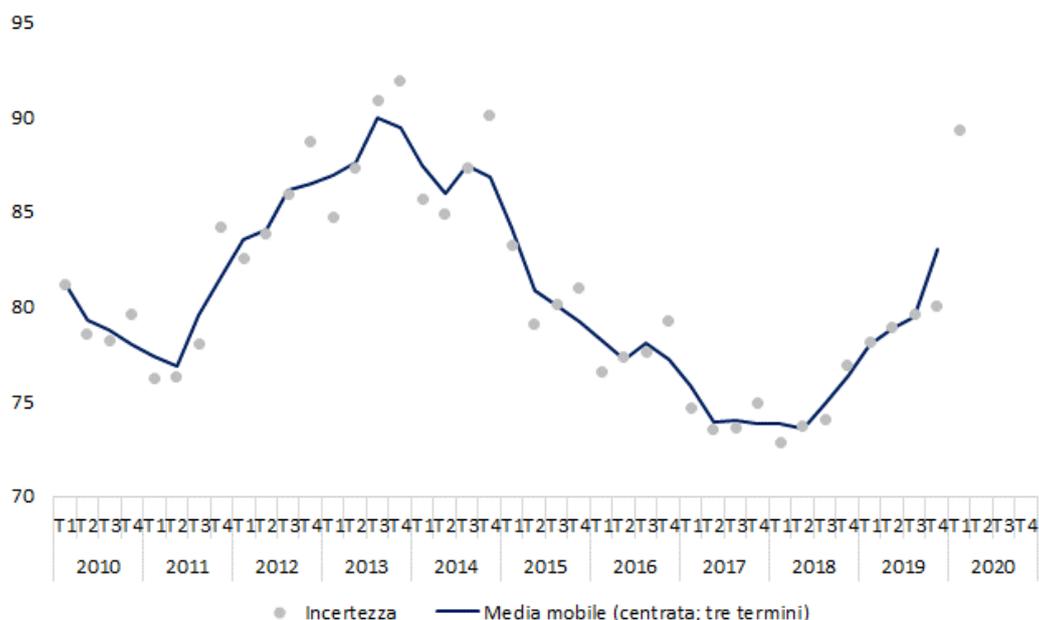
**Fig. 11** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998-marzo 2020 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

(1) L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (Istat *Economic Sentiment Indicator*).

**Fig. 12** – Indice di incertezza dell'UPB (1)  
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La metodologia utilizzata per il calcolo dell'indice di incertezza fa riferimento alla procedura dettagliata nel Riquadro "L'incertezza misurata sui dati delle indagini presso imprese e consumatori" pubblicato nella Nota sulla congiuntura UPB di aprile 2017.

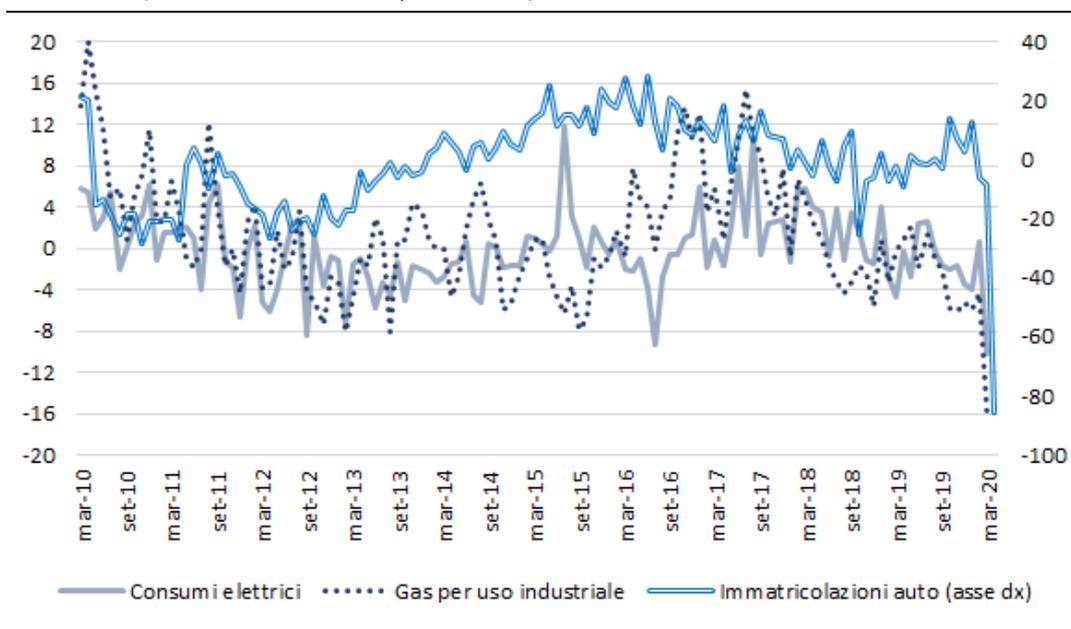
Gli indicatori sintetici del ciclo economico, elaborati da diverse istituzioni, colgono un quadro ancora parziale degli effetti della pandemia sull'attività reale, in quanto le banche dati di riferimento si riferiscono in gran parte al periodo precedente l'emergenza. Alcuni segnali di forte contrazione dell'attività economica sono comunque già desumibili da variabili ad alta frequenza, come il consumo di energia elettrica e di gas per usi industriali, che in marzo si sono ridotti rispetto allo stesso mese del 2019 tra dieci e quindici punti percentuali. Al contempo il blocco delle vendite ha sostanzialmente annullato il mercato dell'auto, che ha registrato un calo tendenziale delle immatricolazioni mai visto prima, di oltre l'80 per cento (fig. 13).

### *Le stime di breve periodo*

Gli esercizi di previsione macroeconomica risultano a oggi estremamente complessi; gli scenari futuri appaiono fortemente dipendenti non soltanto da variabili macroeconomiche, ma anche dalle attese e dai comportamenti di individui e autorità in risposta all'emergenza sanitaria. La situazione evolve molto rapidamente, pertanto è estremamente difficile – giova ripeterlo – fare previsioni.

La costruzione di scenari prospettici richiede in questa circostanza anche ipotesi su quando l'epidemia potrebbe attenuarsi in Italia. Al riguardo si è applicato l'approccio

**Fig. 13** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(variazione tendenziale percentuale)



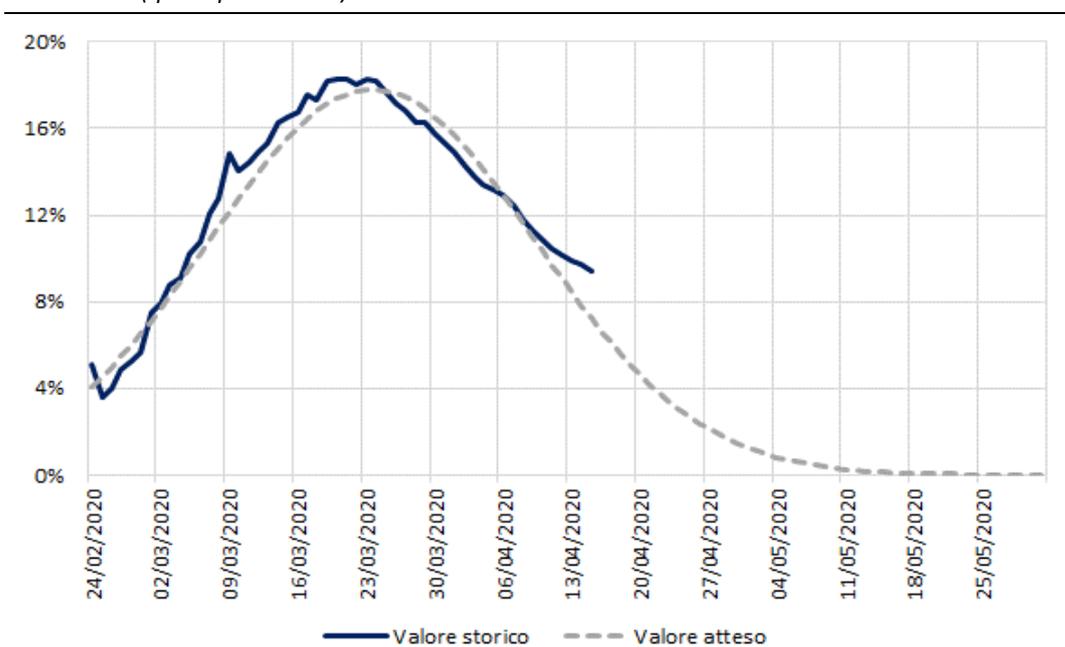
Fonte: Terna, Snam e ANFIA.

statistico recentemente proposto in un lavoro dell'EIEF<sup>4</sup> al rapporto tra il numero di casi positivi e di tamponi effettuati. Tale indicatore ha il vantaggio di depurare i casi positivi per il numero di esami effettuati, tuttavia va interpretato con cautela in quanto risente dei ritardi nelle rilevazioni e nella comunicazione dei risultati dei tamponi.

La funzione stimata (fig. 14) sembrerebbe indicare che, dopo il picco osservato nell'ultima settimana di marzo, il rapporto tra positivi e tamponi esaminati dovrebbe tendere ad azzerarsi intorno a metà maggio. Tale stima è basata sulla rappresentazione dei dati storici osservati, per cui ha una validità predittiva soltanto nell'ipotesi di regolamentazioni delle autorità e comportamenti individuali che si mantengono costanti.

L'UPB realizza le proprie previsioni di breve termine sul PIL dell'Italia con una pluralità di modelli a frequenza mista, che sfruttano in maniera ottimale l'informazione degli indicatori congiunturali mensili<sup>5</sup>. Tra questi rivestono maggiore importanza le serie cosiddette *hard*, come la produzione industriale, il commercio estero, le vendite al dettaglio, che però sono al momento disponibili solo fino al mese di febbraio, ossia prima che il coronavirus producesse rilevanti effetti sull'economia italiana. Tuttavia i modelli utilizzano anche indicatori più tempestivi, sui flussi energetici (elettricità e gas), sulle vendite di autovetture e su ricerche effettuate sul motore di ricerca *Google*, già disponibili per il mese di marzo.

**Fig. 14** – Casi positivi al COVID-19 in rapporto al numero dei tamponi  
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati del Dipartimento della Protezione civile.

<sup>4</sup> Si veda la nota di Franco Peracchi disponibile all'indirizzo: <http://www.eief.it/eief/index.php/forecasts> in cui si analizza la serie dei nuovi positivi, definiti come la differenza tra il giorno corrente e il precedente del totale dei casi, che, a sua volta, rappresenta la somma dei soggetti positivi, dei dimessi e dei deceduti.

<sup>5</sup> Si veda <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>

Tenendo conto di questi indicatori tempestivi, si stima che nel trimestre scorso il PIL si sarebbe ridotto di circa cinque punti percentuali. Il trimestre corrente sconta maggiormente gli effetti del blocco, in quanto inizia su livelli molto bassi in aprile e risente del pesante trascinarsi statistico di marzo; nell'ipotesi che le restrizioni vengano allentate in misura molto graduale a partire da maggio si prefigura una contrazione congiunturale del PIL del secondo trimestre dell'ordine di ulteriori dieci punti percentuali. Queste previsioni sono soggette a un'incertezza senza precedenti storici, in quanto riconducibile non soltanto ai consueti fattori economici, ma anche a variabili sociali e sanitarie.

Le previsioni di breve periodo sono normalmente volte ad anticipare le prime stime ufficiali degli aggregati di riferimento. In questa circostanza vi è il rischio che l'accuratezza delle stime preliminari nei paesi più coinvolti dall'epidemia possa risentire di uno *shock* inedito, come quello attuale. Un primo aspetto riguarda la raccolta dei dati; diverse informazioni utili alla contabilità nazionale sono acquisite chiedendo alle aziende di compilare questionari, ma in diverse circostanze potrebbe essere difficile ottenere le risposte o anche solo individuare le imprese effettivamente attive; nel caso dell'Italia, ad esempio, sono state sospese per il mese di aprile le indagini sulla fiducia di imprese e famiglie. Le statistiche ufficiali potrebbero inoltre essere influenzate dagli slittamenti delle scadenze fiscali e contributive, soprattutto nei paesi che fanno molto affidamento sui dati amministrativi. In termini di offerta, il PIL potrebbe non catturare completamente l'*input* di lavoro delle imprese che adottano modalità alternative a quelle standard, come nel caso dello *smart working*. Inoltre, i prezzi con cui vengono deflazionati gli aggregati nominali potrebbero essere discontinui nei settori in cui gli scambi si sono ridotti fino a quasi annullarsi. Infine, ma non meno importante, il dato anomalo di aprile avrà un impatto non trascurabile su molte serie storiche mensili e trimestrali, che verranno verosimilmente riviste all'indietro in seguito all'applicazione dei modelli che rimuovono le componenti stagionali.

Nel complesso le serie storiche macroeconomiche che verranno rilasciate nei prossimi mesi andranno interpretate con una cautela maggiore di quella già normalmente riservata alle statistiche ufficiali preliminari. Una valutazione più solida della posizione ciclica in corso potrà essere effettuata solo retrospettivamente, quando gli istituti di statistica avranno avuto modo di recuperare e integrare eventuali informazioni storiche mancanti e caratterizzare meglio le osservazioni anomale (*outlier*) di marzo e aprile.

### ***L'occupazione frena ed esplosa il ricorso alla Cassa integrazione guadagni***

Il mercato del lavoro si era indebolito già prima della crisi sanitaria da COVID-19. La dinamica delle ore lavorate di contabilità nazionale era risultata discontinua nel 2019, con una flessione nel quarto trimestre (-0,3 per cento in termini congiunturali) allineata a quella del PIL. La domanda di lavoro, misurata attraverso le posizioni lavorative, aveva decelerato nella seconda metà dello scorso anno, tuttavia la variazione nel complesso del 2019 aveva sopravanzato quella del PIL.

Il numero delle persone occupate nel secondo semestre del 2019 aveva rallentato fortemente (0,2 per cento, da 0,5 nei precedenti sei mesi), per la riduzione della componente relativa agli autonomi e la frenata dell'occupazione a tempo indeterminato, a fronte della graduale espansione della componente a termine. Nei mesi iniziali dell'anno in corso, prima che l'emergenza sanitaria dilagasse, gli occupati erano diminuiti (-0,4 per cento nel bimestre gennaio-febbraio rispetto al quarto trimestre del 2019), per effetto della caduta sia del numero dei dipendenti permanenti (-0,3 per cento, per la prima volta dal terzo trimestre del 2018) sia degli autonomi.

Al momento non si dispone di informazioni sul mercato del lavoro relative al periodo dell'emergenza sanitaria, che potrebbe ostacolare la produzione delle statistiche ufficiali<sup>6</sup>. Ad esempio, le misure di distanziamento sociale potrebbero incidere sulla raccolta dei dati della Rilevazione Continua sulle Forze di Lavoro, per la parte relativa alle prime interviste, effettuate presso il domicilio della famiglia. Il blocco di una quota significativa della base produttiva, disposto fino al 3 maggio, si rifletterà in una eccezionale riduzione delle ore lavorate nei mesi primaverili. Secondo stime dell'Istat, i provvedimenti di sospensione o riduzione dell'attività produttiva riguarderebbero il 51,3 per cento delle imprese e il 42,9 per cento degli addetti<sup>7</sup>. Le imprese attuerebbero forme di riduzione dell'orario di lavoro sia attraverso lo smaltimento di ferie e di congedi parentali sia, in maggior misura, mediante il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), estesa dal decreto legge "Cura Italia" a tutte le imprese, indipendentemente dal settore produttivo e dal numero di addetti.

Secondo le informazioni diffuse dall'INPS, le richieste per la CIG con causale "COVID-19" pervenute fino al 10 aprile riguardano circa 2,9 milioni di lavoratori mentre le istanze relative all'assegno ordinario coinvolgono circa 1,7 milioni di beneficiari; nessuna informazione è disponibile sulle domande pervenute per la CIG in deroga con causale COVID-19 che in prima battuta sono raccolte dalle Regioni e poi inviate all'INPS. Si stima, in base alla struttura dell'occupazione nei comparti interessati dalla sospensione o riduzione dell'attività produttiva, che il numero complessivo di ore autorizzate possa attestarsi su livelli ampiamente superiori rispetto ai valori massimi storicamente osservati su base mensile dalla crisi finanziaria del 2009.

L'utilizzo della CIG favorisce il *labour hoarding* da parte delle imprese, che tendono a preservare la base occupazionale e quindi il potenziale, in modo da disporre delle risorse per la ripresa dell'attività quando i vincoli alla produzione saranno rimossi. La minore reattività dell'occupazione alla perdita di PIL risentirebbe anche di effetti istituzionali, connessi al divieto (per due mesi a partire dal 17 marzo) per i datori di lavoro di avviare procedure di licenziamenti collettivi o individuali. D'altro canto l'occupazione potrebbe risentire dell'elevata incidenza di contratti a termine in scadenza nei mesi della crisi

---

<sup>6</sup> Si veda D'Amuri, F., Viviano, E., "L'impatto di breve periodo del COVID-19 sulla ricerca di lavoro", Banca d'Italia.

<sup>7</sup> Si veda Istat, "Contributo e posizionamento all'interno del sistema produttivo italiano dei settori di attività economica, secondo la classificazione Ateco a 5 cifre".

sanitaria. Sulla base delle informazioni relative alla durata delle nuove attivazioni a termine desumibili delle Comunicazioni Obbligatorie per il 2019<sup>8</sup>, si stima che il numero dei contratti in scadenza nel primo semestre dell'anno in corso sia circa la metà di quelli mediamente attivati nel secondo semestre del 2019; è probabile che soltanto in misura estremamente limitata saranno trasformati in posizioni a tempo indeterminato.

In mancanza di informazioni aggiornate per l'intero territorio nazionale i dati delle Comunicazioni Obbligatorie del Veneto<sup>9</sup> indicano un sostanziale arresto delle dinamiche di mercato del lavoro. Tra il 1° febbraio e il 5 aprile l'attivazione di nuove posizioni lavorative ha rallentato fortemente (40.000 unità in meno rispetto allo stesso periodo del 2019), soprattutto per i contratti a termine (contribuiscono per circa tre quarti alla riduzione complessiva dei contratti); l'evoluzione sfavorevole è stata diffusa tra i principali comparti produttivi, soprattutto nei settori del commercio e dei servizi turistici. Le cessazioni sono tuttavia risultate modeste, plausibilmente frenate dal temporaneo blocco dei licenziamenti.

Il tasso di disoccupazione, che nel quarto trimestre si era attestato al 9,7 per cento, è rimasto sostanzialmente invariato all'avvio dell'anno in corso. Nel periodo contrassegnato dall'emergenza sanitaria, il calo della partecipazione al mercato del lavoro sarebbe accentuato dai provvedimenti di distanziamento sociale introdotti per contenere la crisi da COVID-19, poiché riducendo la mobilità rendono più costosa la ricerca attiva del lavoro, determinando un aumento dello scoraggiamento<sup>10</sup>.

La crescita dell'inattività potrebbe moderare l'aumento del tasso di disoccupazione, che tuttavia secondo le attese dei consumatori rilevate in marzo (fig. 15) segnerebbe un deciso incremento.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie per l'intera economia già l'anno scorso si era indebolita (1,1 per cento, da 1,5 nel 2018). La decelerazione era risultata particolarmente accentuata nella Pubblica amministrazione a partire dal terzo trimestre. Il 2020 si è aperto con un elevato numero di contratti in attesa di rinnovo, i cui negoziati sono stati sospesi a seguito dell'emergenza sanitaria. Secondo stime formulate dall'Istat sulla base dei contratti in vigore alla fine del 2019, in assenza di ulteriori rinnovi quest'anno l'indice delle retribuzioni contrattuali orarie per l'intera economia aumenterebbe solo dello 0,3 per cento. Il costo del lavoro, nel periodo di blocco di alcune attività produttive, dovrebbe rallentare sensibilmente, per effetto della sospensione dei termini per il versamento dei contributi sociali (disposta fino al 31 maggio). Si attenuerebbe anche l'incidenza delle altre voci di costo del lavoro maggiormente connesse al ciclo produttivo (come gli straordinari e le missioni).

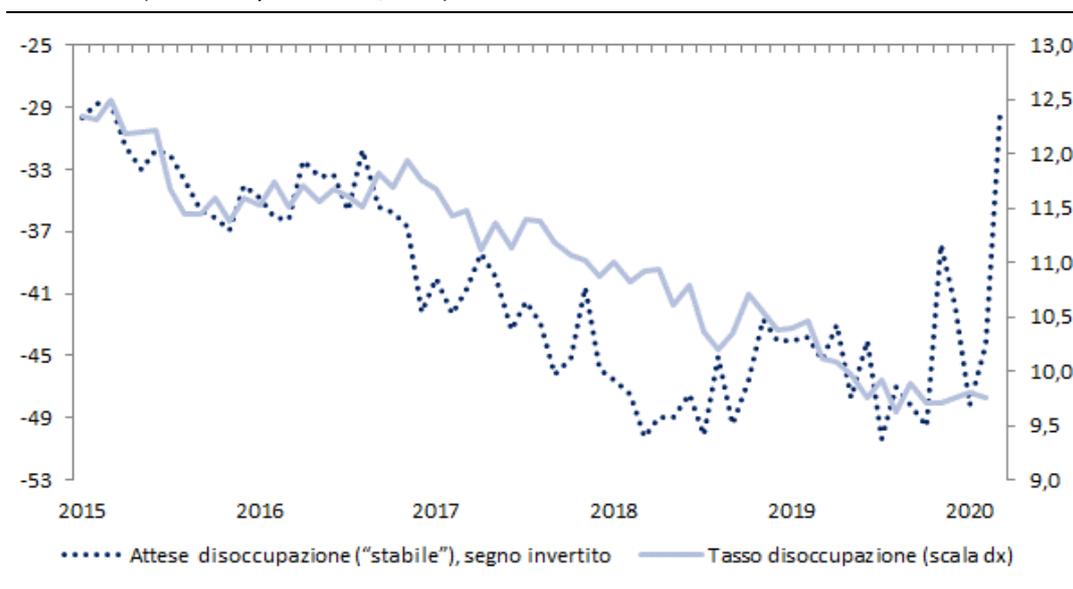
---

<sup>8</sup> Si veda la Nota trimestrale sulle tendenze dell'occupazione a cura di Istat, Ministero del Lavoro, INPS, Inail e Anpal.

<sup>9</sup> Si veda Anastasia, B., Bovini, G., Rasera, M., Viviano, E., "Prime indicazioni dal mercato del lavoro: i dati delle Comunicazioni Obbligatorie del Veneto", Banca d'Italia.

<sup>10</sup> Si veda D'Amuri, F., Viviano, E. (*op. cit.*).

**Fig. 15** – Tasso di disoccupazione e attese di disoccupazione dei consumatori  
(incidenze percentuali; saldi)



Fonte: Istat.

La caduta della produttività oraria nel quarto trimestre del 2019 (-0,3 per cento la variazione tendenziale) ha riflesso l'aumento delle ore lavorate a fronte di una stasi del valore aggiunto. L'esigenza di arginare il contagio da COVID-19 ha notevolmente ampliato il ricorso da parte delle imprese a forme di lavoro agile (*smart-working*), in particolare nel comparto bancario e assicurativo, nella Pubblica amministrazione e in diversi servizi professionali. L'incidenza sarebbe invece bassa nel settore primario e secondario<sup>11</sup>. Nel complesso, l'ampio ricorso al lavoro a distanza potrebbe comportare difficoltà nella misurazione della quantità di lavoro, poiché si esplica in intervalli di tempo non necessariamente consecutivi; questo potrebbe riflettersi in una sovrastima delle ore lavorate per posizione lavorativa e quindi in una diminuzione della produttività per ora lavorata. Tuttavia, secondo alcune analisi la produttività misurata in termini *pro capite* potrebbe invece beneficiare della maggiore flessibilità per il lavoratore nell'organizzare il proprio tempo di lavoro<sup>12</sup>.

***L'inflazione al consumo s'indebolisce e le attese delle imprese vengono riviste velocemente.***

Il 2020 si era aperto con la prosecuzione della fase di debolezza dei prezzi osservata lo scorso anno, a riflesso di una domanda interna moderata e pressioni all'origine dei processi produttivi contenute.

<sup>11</sup> Si veda Basso, G., Barbieri, T., Schicchitano, S., "I lavoratori a rischio durante l'epidemia da COVID-19", Banca d'Italia.

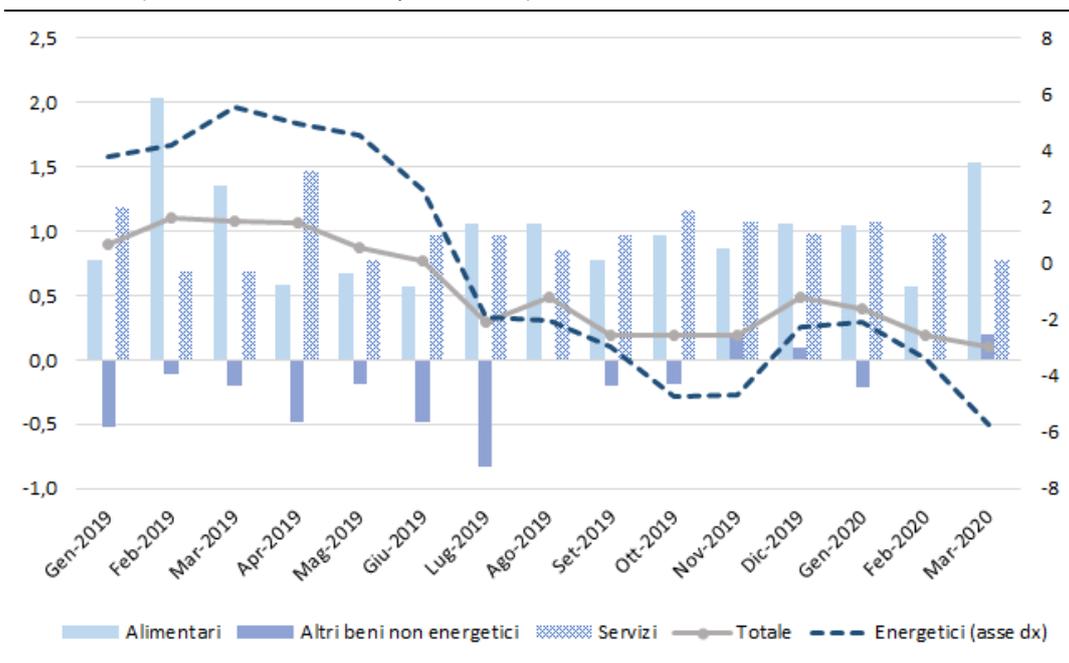
<sup>12</sup> Si veda Boeri, T., Caiumi, A., "Lavori che possiamo continuare a svolgere", [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

In marzo l'inflazione al consumo (NIC) si è ulteriormente ridotta, allo 0,1 per cento (da 0,3 di febbraio). I prezzi dei beni energetici non regolamentati sono diminuiti su base annua del 2,7 per cento, riflettendo i minori costi petroliferi; quelli dei servizi hanno rallentato (allo 0,8 per cento). Per contro, i prezzi di beni alimentari e tabacchi hanno accelerato in misura non trascurabile (rispettivamente all'1,1 per cento e al 2,5 per cento; fig. 16), verosimilmente anche in relazione alla domanda in condizioni di *lockdown*. L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è rimasta stabile allo 0,7 per cento.

Anche i dati sull'inflazione sono influenzati dall'emergenza sanitaria. L'Istat ha dichiarato difficoltà nell'acquisizione delle informazioni, per cui sono state introdotte alcune modifiche metodologiche. L'indagine sui prezzi al consumo si basa normalmente su diverse fonti: raccolta di dati in carico agli Uffici Comunali di Statistica, rilevazione centralizzata, *scanner data*, grandi fornitori di dati e archivi amministrativi. Durante l'emergenza sanitaria le maggiori criticità hanno riguardato l'attività degli Uffici Comunali di Statistica, che si è svolta inizialmente con difficoltà al Nord e dall'11 marzo è stata sospesa su tutto il territorio nazionale. Per le stime dell'inflazione di marzo si è pertanto fatto ricorso in maniera più ampia del solito all'imputazione delle mancate rilevazioni; alcuni prezzi sono stati tenuti costanti rispetto al mese precedente (ad esempio per i servizi la cui offerta è stata sostanzialmente azzerata, come il trasporto aereo).

Le basse pressioni inflattive dall'estero (i prezzi all'importazione in febbraio sono diminuiti dell'1,5 per cento su base annua) e la brusca flessione delle quotazioni del petrolio si riflettono nei prezzi alla produzione nell'industria, già da febbraio (-2,6 per cento

**Fig. 16** – Indice armonizzato dei prezzi al consumo per tipologia di prodotto  
(variazione tendenziale percentuale)

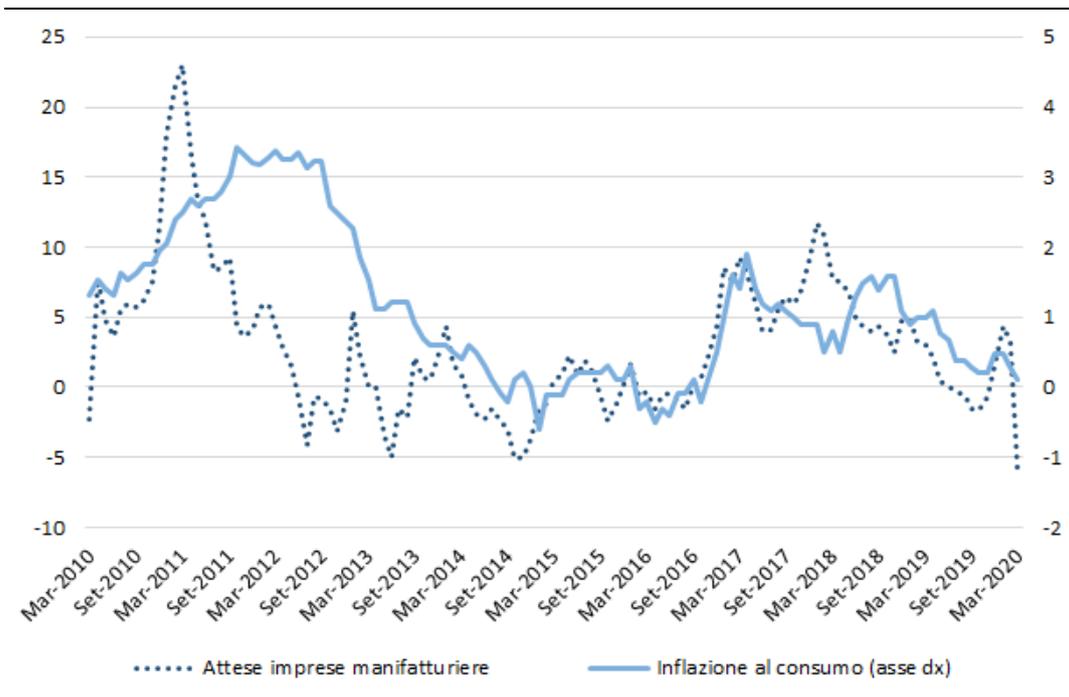


Fonte: Istat.

tendenziale). Tuttavia cominciano a emergere differenze nei prodotti, che sembrano rispecchiare i diversi impatti dell'emergenza sanitaria tra i settori: appaiono infatti in controtendenza i prezzi dei beni delle industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (2,0 per cento tendenziale), dei prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (1,2 per cento), dei computer, prodotti di elettronica e ottica (1,8 per cento).

Le aspettative di inflazione, rilevate nelle inchieste dell'Istat di marzo, sembrano divergere tra imprese e famiglie. Nel 42,1 per cento del campione i consumatori intervistati a marzo attendevano prezzi in aumento o accelerazione nei successivi 12 mesi (dal 38 per cento a inizio anno), plausibilmente in relazione al processo che ha visto una corsa agli acquisti di beni di prima necessità al momento del blocco. Si riducono invece le aspettative degli imprenditori sui prezzi di vendita (saldo a -5,9 in marzo; fig. 17), soprattutto nel comparto dei beni intermedi e strumentali (saldo -6,6 e -6,1). Le attese delle imprese sono prossime ai valori osservati in precedenti periodi di deflazione.

**Fig. 17** – Inflazione al consumo e aspettative delle imprese manifatturiere (variazione percentuale e saldo)



Fonte: Istat.

## Riquadro – La pandemia da COVID-19 e le ripercussioni economiche globali

Tra la fine del 2019 e i primi giorni del 2020 il coronavirus si è originariamente diffuso in Cina e in particolare nella provincia di Huabei. Dopo aver inizialmente imposto restrizioni alla circolazione delle persone, il 23 gennaio le autorità cinesi hanno ordinato il *lockdown* di Wuhan (capoluogo dell’Huabei) e di altre città. Nonostante il rapido contagio all’interno della Cina, a livello internazionale nei primi due mesi dell’anno la situazione era apparsa sotto controllo anche in considerazione del fatto che paesi vicini, come la Corea del Sud, erano riusciti a contenere la diffusione del virus in tempi relativamente rapidi. A partire dal mese di marzo il quadro è invece cambiato radicalmente. L’epidemia si è estesa velocemente verso occidente, inizialmente in Italia e negli altri paesi europei, poi anche negli Stati Uniti. L’11 marzo l’Organizzazione Mondiale della Sanità ha dichiarato l’epidemia da COVID-19 una pandemia. Diversi paesi hanno attivato misure di contenimento, che vanno dalla chiusura di attività produttive alla limitazione della circolazione delle persone fino al completo *lockdown*.

Al 16 aprile, in base ai dati pubblicati dalla Johns Hopkins University, sono stati notificati complessivamente più di 2 milioni casi di COVID-19, con oltre 138.000 decessi. I sette paesi con maggior numero di contagi, Stati Uniti, Spagna, Italia, Germania, Cina Francia e Regno Unito nel 2018 rappresentavano oltre il 50 per cento del PIL mondiale e circa il 40 per cento del commercio internazionale; in questi sette paesi la popolazione è meno di un terzo di quella mondiale, ma gli individui positivi sono circa il 70 per cento del totale mondiale (tab. R1).

I sette paesi maggiormente colpiti risultano anche quelli più integrati con il resto del mondo attraverso la catena globale del valore (CGV o *Global Value Chain*). La tabella R2 riporta alcune misure d’integrazione basate sul commercio in termini di valore aggiunto. La parte superiore mostra il valore aggiunto riconducibile alle esportazioni, scomposto a seconda che sia stato generato internamente o a sua volta importato da un altro paese (secondo la metodologia di Koopman *et al.* 2014)<sup>13</sup>. In particolare, la quota di valore aggiunto estero delle esportazioni risulta particolarmente elevata nei paesi dell’area dell’euro, dove tra il 2000 e il 2014 è aumentata in media intorno a 5 punti percentuali. Ancora più rilevante è la seconda parte della tabella, che riporta una misura di partecipazione dei singoli paesi alla CGV; tale misura è ottenuta dalla somma della partecipazione a monte (*backward participation*) pari alla quota di valore aggiunto estero delle esportazioni del singolo paese e della partecipazione a valle (*forward participation*), data dalla

**Tab. R1** – PIL, popolazione, import, export e casi di COVID-19 (1)  
(valori percentuali)

	PIL	Popolazione	Importazioni	Esportazioni	COVID-19
Stati Uniti	21,8	4,3	13,2	8,6	28,8
Cina	13,1	18,7	10,8	12,8	5,1
Germania	4,8	1,1	6,5	8,0	7,3
Francia	3,6	0,9	3,4	3,0	7,3
Regno Unito	3,5	0,9	3,4	2,5	4,1
Italia	2,6	0,8	2,5	2,8	8,9
Spagna	1,9	0,6	2,0	1,8	9,7
Totale	51,2	27,3	41,8	39,4	71,3
Resto del mondo	48,8	72,7	58,2	60,6	28,7

Fonte: Unctad, Johns Hopkins University.

(1) PIL, popolazione, importazioni ed esportazioni, di fonte Unctad, si riferiscono al 2018.

<sup>13</sup> Robert Koopman, Zhi Wang, e Shang-Jin Wie (2014) “Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports”, *American Economic Review*, 104(2). Dal punto di vista tecnico, si è utilizzata la *routine* che fa riferimento a Federico Belotti, Alessandro Borin e Michele Mancini (2020) “Icico: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output tables in Stata”, *Policy Research working paper*. n. WPS 9156. Washington, D.C.: World Bank Group.

**Tab. R2** – Scomposizione del contenuto delle esportazioni e partecipazione alla catena globale del valore – Anno 2014)

	Stati Uniti	Cina	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Spagna
Contenuto domestico	87,9	84,1	73,3	72,8	81,0	74,0	69,1
Valore aggiunto domestico (VAD)	87,2	83,1	71,9	72,3	80,8	73,6	68,9
VAD assorbito all'estero	80,8	80,7	69,8	71,1	79,4	72,9	68,4
VAD assorbito internamente	6,4	2,4	2,1	1,2	1,4	0,7	0,5
Doppio conteggio domestico	0,7	0,9	1,4	0,5	0,3	0,3	0,3
Contenuto estero	12,1	15,9	26,7	27,2	19,0	26,0	30,9
Valore aggiunto estero	12,0	15,7	26,1	27,0	18,9	25,9	30,7
Doppio conteggio estero	0,1	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2
Commercio legato alla CGV	36,5	32,2	46,3	45,9	40,8	44,1	46,0
CGV a monte	12,8	16,9	28,1	27,7	19,2	26,4	31,1
CGV a valle	23,7	15,4	18,1	18,2	21,6	17,8	14,8

Fonte: elaborazioni su dati WIOD 2014.

quota di valore aggiunto sul totale delle esportazioni del singolo paese e utilizzato come *input* per le esportazioni degli altri paesi. La misura complessiva sintetizza quindi il grado di interdipendenza complessiva che il singolo paese ha con i *partner* commerciali attraverso gli scambi. Il totale della partecipazione alla CGV è intorno al 45 per cento per i paesi dell'area dell'euro, circa il 40 per cento per il Regno Unito, superiore al 35 per cento per gli Stati Uniti e poco sopra il 32 per cento per la Cina. Anche in questo caso l'incremento rispetto al 2000 risulta non trascurabile, collocandosi intorno al 5 per cento per Germania, Francia e Spagna, all'8 per cento per l'Italia. L'elevata integrazione suggerisce che già uno *shock* che colpisce un'economia tende a propagarsi velocemente al resto del mondo; uno *shock* simmetrico, che colpisce più paesi allo stesso tempo risulterà ulteriormente amplificato nella rete dei rapporti commerciali.

Il rapido propagarsi della pandemia ha reso necessari provvedimenti stringenti di limitazione alla circolazione e in diversi casi anche il blocco delle attività produttive. Nonostante vi siano delle differenze tra gli specifici provvedimenti adottati dai singoli stati è possibile tratteggiare un quadro per molti aspetti diffuso dell'impatto dell'emergenza sull'economia. Si identificano al riguardo tre principali canali di trasmissione macroeconomica dello *shock* causato dalla pandemia: canale di offerta, canale di domanda, canale finanziario. A questi si può aggiungere un ulteriore canale che amplifica i tre precedenti e cioè quello sulla fiducia.

Il canale di offerta è principalmente rappresentato dall'obbligo di chiusura di diverse attività produttive, ritenute non essenziali. Questo canale può essere attenuato con l'adozione di modalità di lavoro alternative (*smart working*) o parzialmente compensato da effetti positivi in particolari settori (vendite *on-line*, assistenza alla salute, produzioni di medicinali e macchinari e attrezzature medicali), ma generalmente la componente negativa prevale. Sebbene in misura più contenuta, l'effetto d'offerta si manifesta anche attraverso la riduzione temporanea della forza lavoro dovuta al contagio. Oltre alle conseguenze dirette vi sono poi quelle indirette, si pensi ad esempio al blocco delle catene globali del valore. Il caso del settore automobilistico già dalle prime fasi della pandemia ne è un esempio, in quanto la provincia di Huabei è un polo di componentistica per auto che rifornisce anche gruppi automobilistici occidentali. Gli effetti sopra menzionati, se limitati nel tempo, avrebbero esiti trascurabili sulla capacità produttiva di un paese, mentre se si protrassero nel tempo, potrebbero indurre perdite del prodotto potenziale di una economia.

Dal punto di vista della domanda, il canale di trasmissione può avere natura oggettiva, dovuta all'impossibilità di effettuare l'acquisto perché l'offerta di quel bene è preclusa oppure per la contrazione del reddito disponibile delle famiglie, ma anche psicologica perché consumatori e imprese adottano un atteggiamento più prudente. L'industria alberghiera, ad esempio, risente sia delle restrizioni alla mobilità sia di fattori precauzionali propri dei viaggiatori; il tasso di

occupazione delle strutture alberghiere in marzo si è ridotto, rispetto a 12 mesi prima, da quasi il 50 per cento di Taiwan a oltre il 90 per cento in Italia<sup>14</sup>.

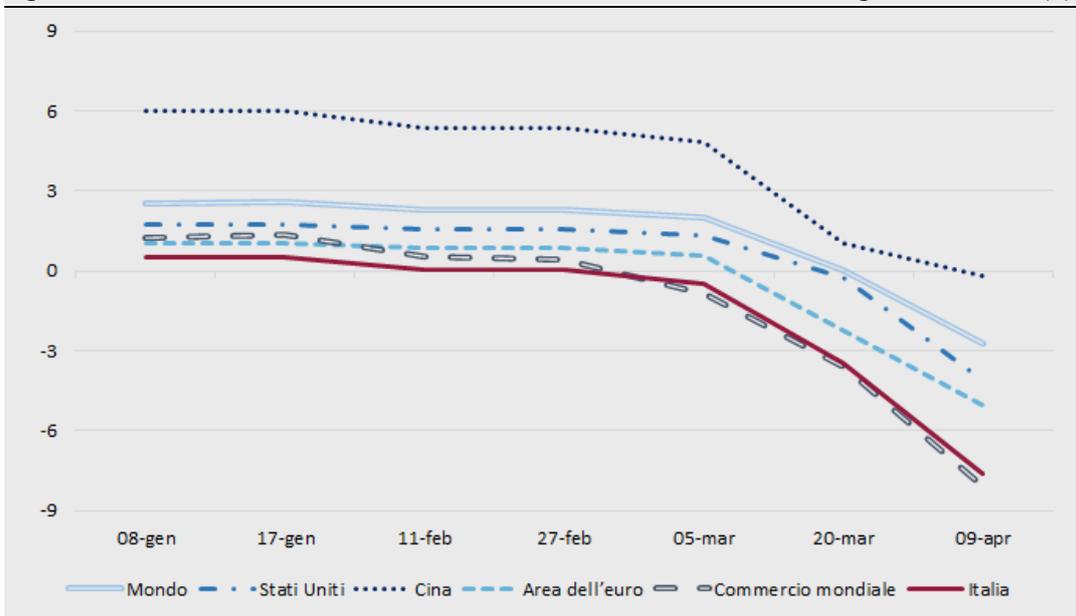
I citati impatti sulla domanda e sull'offerta hanno indotto gli analisti a rivedere le previsioni macroeconomiche in misura senza precedenti (fig. R1). Per molti paesi le attese sono di una recessione ben peggiore di quella registrata durante la crisi finanziaria del 2008-09, la più rilevante dalla grande depressione.

Il deterioramento delle attese di crescita a causa dello *shock* sanitario ha rapidamente inciso anche sui mercati finanziari. In seguito al mutare delle prospettive di profitto si è ridotto il valore delle attività, incidendo negativamente sulle capacità di spesa delle famiglie e sulla disponibilità a concedere credito da parte degli intermediari finanziari. Tra l'inizio dell'anno e la quarta settimana di marzo i mercati azionari mondiali, scontando una forte contrazione dell'economia, hanno perso tra il 20 e il 30 per cento della capitalizzazione, per poi recuperare parte delle perdite in seguito agli annunci dei provvedimenti di politica economica adottati da diversi paesi (fig. R2). Anche le quotazioni del prezzo del petrolio hanno subito una decisa contrazione, di oltre il 50 per cento, sia per le attese di un forte calo della domanda, sia per il mancato accordo in sede OPEC+ sul taglio della produzione (di veda al riguardo la sezione sul Contesto internazionale).

Lo *shock* relativo ai tre canali sopra discussi può essere amplificato se a esso si aggiunge un calo di fiducia. Le attese in questo contesto possono dipendere molto, oltre che dall'evoluzione dell'epidemia, dalle valutazioni degli operatori riguardo all'efficacia degli interventi adottati dalle istituzioni.

L'attuale crisi pandemica si è propagata attraverso tutti e tre i canali sopra citati. Le politiche fiscali e monetarie hanno risposto proattivamente, compatibilmente con i vincoli di bilancio e di operatività sui mercati da parte delle banche centrali. In diversi paesi i governi hanno cercato di tutelare l'occupazione e sostenere le persone più esposte allo *shock*, come i lavoratori a tempo o gli autonomi e i piccoli imprenditori, sia con il sostegno al reddito sia alleviando il peso fiscale.

**Fig. R1** – Previsioni settimanali di Oxford Economics sull'attività economica globale nel 2020 (1)

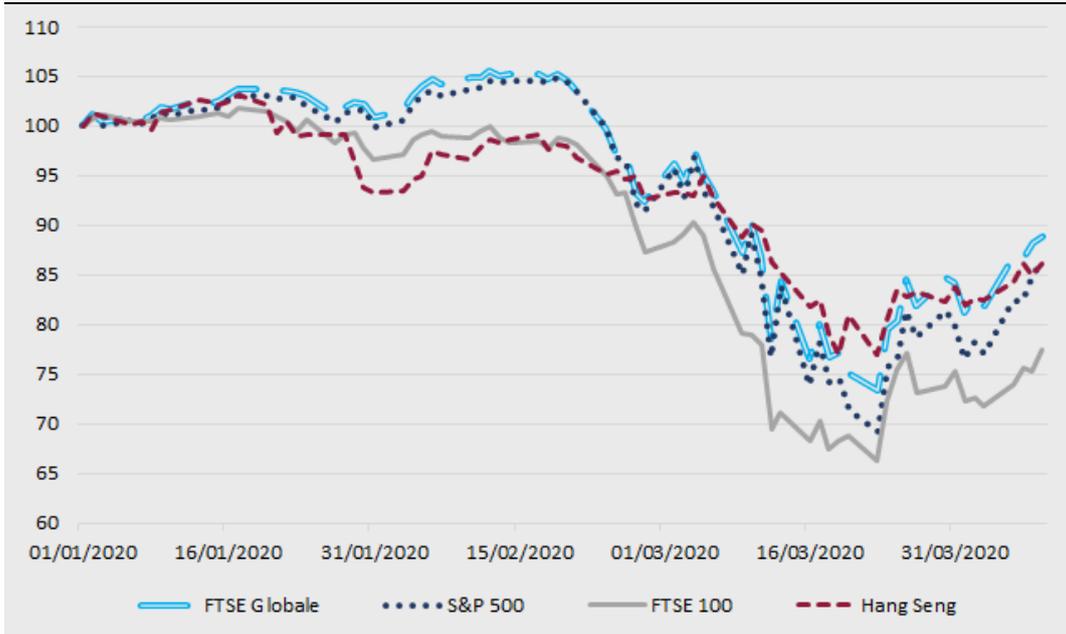


Fonte: Oxford Economics.

(1) Le diverse linee rappresentano le previsioni sulla variazione del PIL di diverse aree e del commercio mondiale nel 2020, effettuate nelle scorse settimane.

<sup>14</sup> Dati riportati da Phocuswire su rilevazioni STR global relative al 21 marzo 2020 (<https://bit.ly/34v16ur>).

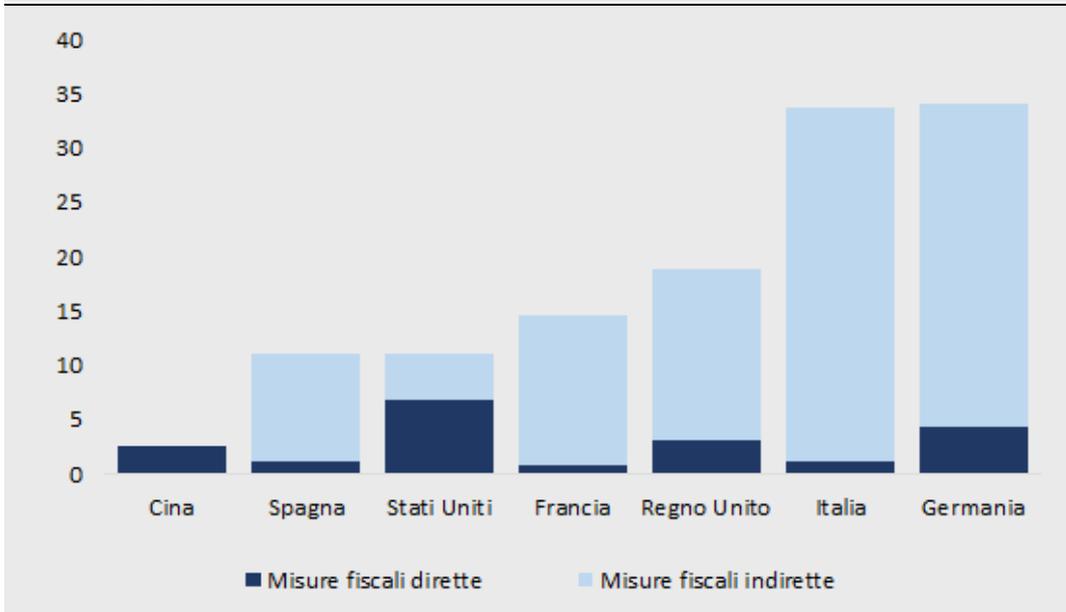
**Fig. R2** – Andamento dei principali indici di mercato azionario  
(01/01/2020 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

Sono state anche introdotte misure per sostenere il credito, tramite moratorie e garanzie sui prestiti bancari che, pur non rappresentando maggiori uscite o minori entrate immediate da parte del settore pubblico (fig. R3), migliorano le condizioni finanziarie di famiglie e imprese. Dal punto di vista monetario le banche centrali hanno annunciato e avviato programmi per garantire la liquidità al mercato e incentivare l'erogazione di credito.

**Fig. R3** – Revisioni delle previsioni di crescita del PIL e del commercio internazionale nel 2020  
(1)



Fonte: FMI Fiscal Monitor aprile 2020.

(1) Le misure fiscali dirette rappresentano maggiori spese e minori entrate del bilancio pubblico. Le misure fiscali indirette, sono prestiti, aumenti di capitale e garanzie.