

Le conseguenze macroeconomiche del SARS-CoV-2: incertezza e scenari di policy

Scritto da: Massimiliano Tancioni

“The readjustments by which the organism adapts itself to the environment require time, and the farther ahead the organism can see, the more adequately it can adapt itself, the more fully and completely it can leave. (...). It is a mere brute fact that wherever we find complicated adaptations we find consciousness, or at least are compelled to infer it. (...). Yet in our own experience we know that we do not react to the past stimulus, but to the image of a future state of affairs; and for common sense, consciousness, the image, is both present and operative wherever adaptations are dissociated by any immediate stimulus; i.e., are spontaneous and forward-looking“

(Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, 1921)

La diffusione del virus SARS-CoV-2 è un fenomeno incerto sotto molti aspetti: nell'origine, nella dimensione della sua effettiva diffusione presente, nell'evoluzione futura del contagio. Ciò rende altrettanto incerto qualsiasi tentativo di valutazione puntuale degli effetti macroeconomici potenziali. Questa premessa, a parere di chi scrive, non ne implica l'inutilità. Ogni decisione non può prescindere da una anticipazione, pur molto approssimata, della dimensione delle implicazioni economiche degli eventi in corso.

Tale anticipazione, data l'incertezza che la caratterizza, dovrà necessariamente procedere per scenari. Indipendentemente dalla probabilità a priori che può essere assegnata ad ognuno, scenari e

simulazioni costituiscono una razionalizzazione, nel dominio delle ipotesi specificate, degli effetti che possono essere ragionevolmente associati alle diverse opzioni di intervento.

Cercherò di sostenere che una definizione anticipata, credibile e strategica delle risposte di policy può rendere tali effetti meno incerti e drammatici. L'idea è che le misure che saranno adottate definiscano, insieme agli scenari, "l'immagine" (la consapevolezza) su cui famiglie e imprese baseranno le loro decisioni economiche presenti. Al di fuori dell'equilibrio, o in presenza di molti equilibri possibili, la risposta politica adeguata è quella in grado di ancorare le aspettative all'equilibrio socialmente preferibile. Tale politica ha necessariamente due caratteristiche: la dimensione illimitata dell'intervento e l'assenza di condizionalità nell'implementazione, il che si traduce nell'irrilevanza del debito eventualmente accumulato.

1.Strategia di simulazione e scenari. La valutazione degli effetti macroeconomici potenziali della diffusione del SARS-COV-2 si avvale necessariamente di un insieme di scenari di riferimento. Tutti condividono una ipotesi (che non è una previsione) di diffusione futura e una valutazione necessariamente molto approssimata della misura in cui questa si traduce, per effetto dei provvedimenti di contenimento adottati a livello nazionale, in shock di offerta (su lavoro e produzione) e di domanda (su consumi). Tali shock vengono riprodotti formalmente nel modello macro-econometrico BeTa, considerando la sua versione di economia aperta simmetrica con politica monetaria centralizzata, parametrizzato per rappresentare l'economia italiana e quella del resto dell'euro-zona (EZ). È utile sottolineare che il modello utilizzato considera il disallineamento tra tasso di interesse sul debito sovrano e tasso di policy attraverso una relazione che lega il primo alle variazioni del rapporto tra debito e posizione netta sull'estero e PIL (i "fondamentali" dell'economia). Tuttavia, esso non considera la possibilità che il rischio sovrano si traduca in restrizioni di liquidità al settore privato in ragione degli effetti sull'attivo del bilancio del settore bancario (*doom loop*).

Nel primo scenario (S1) si assume che lo shock multiplo riguardi solo l'Italia, nel secondo (S2) che esso colpisca, con la stessa intensità, anche il resto dell'EZ. L'autorità monetaria (BC) adotta, in entrambi gli scenari, una regola di aggiustamento automatica ma inerziale, con parametri stimati su dati relativi al periodo-pre-SARS-COV-2. In altri termini, la BCE non adotta politiche emergenziali. Il terzo scenario (S3) considera una situazione in cui, a fronte dello shock simmetrico, la BC fornisce al sistema economico pubblico e privato dell'EZ, tutta la liquidità necessaria alla solvibilità di sistema, il che permette di mantenere sostanzialmente invariato il tasso di inflazione (evitando spirali deflazionistiche) e di

contenere il deficit pubblico generato dalle minori entrate. In questi primi tre scenari non vengono considerati interventi fiscali sul lato della spesa.

Nel quarto scenario (S4) si assume che un ammontare equivalente di risorse venga fornita attraverso trasferimenti pubblici nazionali a famiglie e imprese (per il 75% del totale) e attraverso consumi pubblici (per il rimanente 25%). Il fabbisogno finanziario generato dalle minori entrate e dalle maggiori spese è in tal caso finanziato interamente con emissione di debito nazionale.

Il quinto ed ultimo scenario (S5) replica il quarto assumendo che la BC sterilizzi interamente il maggiore fabbisogno finanziario. Il debito generato dalle politiche di contenimento degli effetti macroeconomici degli shock è interamente assorbito e posto al di fuori della contabilità nazionale. Per ogni scenario, fornisco gli effetti attesi su PIL, tasso di disoccupazione e rapporto debito/PIL al primo, secondo e quarto trimestre dallo shock (marzo, giugno, e dicembre 2020)

Ribadisco che nessuna di queste simulazioni ha valore predittivo. L'informazione che esse forniscono è limitata alla valutazione dell'efficacia relativa delle opzioni alternative di intervento, rispetto ad uno scenario di inazione politica (S1 e S2).

L'ipotesi di diffusione di SARS-COV-2 sullo stock di occupati (primo shock di offerta), valida per l'Italia e replicata per l'EZ, si basa sulla media semplice dei risultati della simulazione in avanti di due curve di crescita sigmoidi (logistica ad andamento simmetrico, e Gompertz), con parametri stimati sulla serie storica dei casi totali registrati in Italia al 26 marzo 2020. Il riporto alla consistenza in popolazione del contagio viene ottenuta adottando un tasso di mortalità dell'1%. A muovere da questa stima, l'incidenza del contagio sull'occupazione viene stimata considerando quella osservata sulla popolazione di età compresa tra 20 e 70 anni e un tempo di guarigione medio di un mese*. Si noti che, ai fini della valutazione degli effetti macroeconomici, la dimensione stimata del fenomeno ha una rilevanza di secondo ordine. Ciò che è essenziale è invece la sua dinamica, poiché da questa dipende – per ipotesi – la forza e la persistenza dei provvedimenti di contenimento, che necessariamente producono effetti di primo ordine sia sulla capacità produttiva attivabile (offerta) che sulla domanda effettiva.

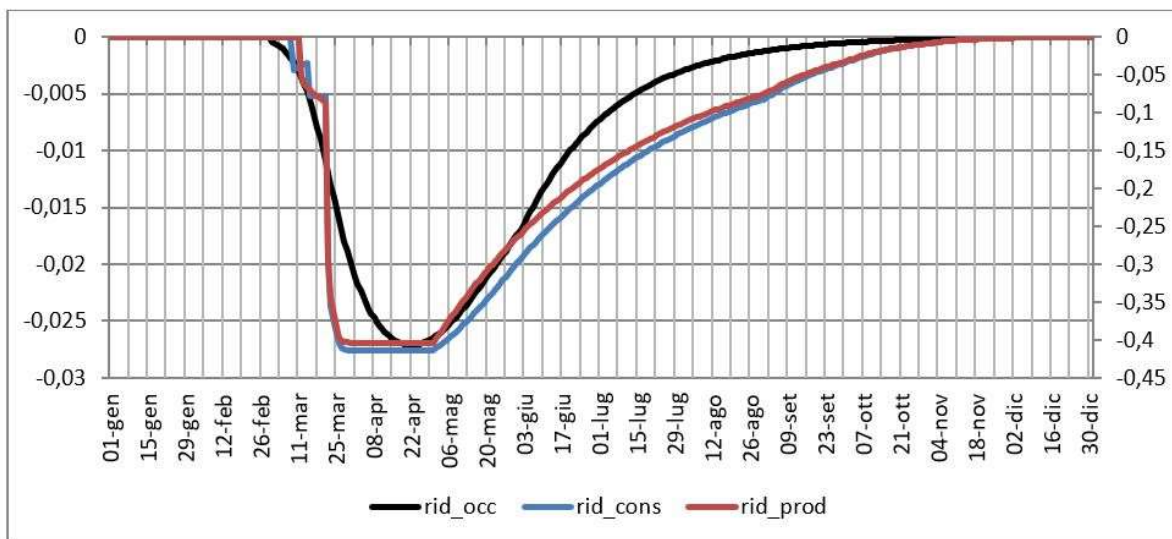
Il secondo shock di offerta e quello di domanda vengono dimensionati considerando, rispettivamente, le quote di valore aggiunto e di consumo interessate dai provvedimenti adottati. Tali quote (quindi gli shock) sono nulle prima del 9 marzo 2020, quindi crescono per raggiungere il loro massimo a partire dall'emanazione dei provvedimenti, in

corrispondenza dei quali assumono valori prossimi al 40% della capacità produttiva e del consumo aggregato. Tali shock, ipotizzati come pienamente noti agli agenti razionali che popolano l'economia, rimangono al loro massimo per due mesi, quindi decrescono seguendo la riduzione attesa del numero di contagi attivi.

È bene precisare che tale scenario è valido nella misura in cui è realistico assumere che, entro la fine della fase emergenziale, sia possibile conoscere l'effettiva consistenza in popolazione dei contagi, la loro identificazione e l'eventuale immunizzazione. Il ritorno all'attività normale ha questi prerequisiti, al momento non soddisfatti.

Il grafico sotto mostra, in deviazioni percentuali, la dimensione dello shock sull'offerta di lavoro (scala di sinistra) e quella degli shock di domanda ed offerta (scala di destra).

**Shock epidemiologico (occupazione), di domanda e offerta.
Deviazioni % dal controllo**



2.Effetti macroeconomici. Gli effetti macroeconomici attesi vengono sintetizzati nella tabella che segue. Essa riporta, rispetto ad una situazione di assenza di shock, la variazione percentuale sul trimestre del PIL, del tasso di disoccupazione e del rapporto tra debito e PIL indotta dal contagio SARS-COV-2 e dalle misure di contenimento indotte nei cinque scenari prima tratteggiati.

La contrazione attesa ad un anno si colloca in un intervallo molto ampio, definito da una stima minima compresa tra tre e quattro punti percentuali e una massima superiore ai 13 punti percentuali.

A tali contrazioni si associano aumenti del tasso di disoccupazione comprese tra i quattro e nove punti percentuali. Il risultato forse più

rilevante ai fini della definizione delle opzioni di policy praticabili è rinvenibile nella variazione attesa del rapporto tra debito e PIL. In assenza di pieno sostegno monetario da parte della BC (S1, S2, S4), questa è attesa in crescita fino a oltre 20 punti di PIL. Nello scenario S2, il rapporto tra debito e PIL si attesta su valori prossimi al 160%. Si consideri che il modello utilizzato non considera l'opzione del default sul debito sovrano, né considera la trasmissione del rischio sovrano sulla dimensione e il costo delle operazioni di finanziamento privato (*doom loop*). Ciò caratterizza la simulazione in direzione ottimistica.

Effetti macroeconomici degli shock nei diversi scenari

Scenario	Var. % PIL			Var. % TD			Var. Debito, punti %PIL		
	T1	T2	T4	T1	T2	T4	T1	T2	T4
S1	-7.9	-11.4	-9.5	4.5	3.8	6.3	12.7	18.3	17.3
S2	-11.2	-17.6	-13.4	6.8	8.0	9.2	18.0	27.5	24.7
S3	-6.6	-10.7	-5.4	3.8	3.6	4.1	7.0	10.7	4.3
S4	-8.6	-13.1	-9.4	5.0	5.0	6.3	16.4	24.6	21.4
S5	-5.4	-8.3	-3.6	3.0	2.0	3.8	6.1	8.7	3.3

Simulazioni deterministiche (profilo temporale e dimensione degli shock pienamente attesi) ottenute attraverso modello BeTa. T(.) definisce l'orizzonte, in trimestri, di simulazione.

3.Scenari, politiche e “immagini” del futuro. Le simulazioni proposte costituiscono immagini, o consapevolezza, di stati del mondo dell'immediato futuro, sotto incertezza. Sono il risultato di uno shock imprevisto (forse non imprevedibile), di una ipotesi di diffusione (non indipendente dalle azioni di contenimento), di un modello di funzionamento dell'economia (necessariamente falso) e delle politiche economiche che potranno essere (o non essere) adottate. Il primo scenario è superato dai fatti: la diffusione del virus riguarda ormai quote crescenti della popolazione europea. Il secondo scenario è quello che definisce, allo stato delle ipotesi e delle politiche fin qui adottate, uno scenario di inazione politica.

Il quarto è verosimilmente adatto a rappresentare una situazione in cui l'economia nazionale debba provvedere al finanziamento del crescente fabbisogno attraverso emissione di debito a denominazione nazionale. Esso approssima una situazione in cui il governo può ricevere un sostegno temporaneo all'acquisto del proprio maggior debito da parte della BC o di qualche fondo di stabilità, ma esso rimane interamente iscritto in capo al bilancio nazionale. È verosimile pensare che, nel medio termine, il rinnovo dello stock di debito avvenga a costi crescenti, per effetto della sua maggiore dimensione e per l'aumento prospettico del suo costo di servizio. Rinnovi ed emissioni risulteranno pertanto difficilmente sostenibili già nel medio periodo, indipendentemente dalla condizionalità degli aiuti, che non può che determinare ulteriori erosioni della capacità di spesa e delle basi imponibili.

Gli scenari di forte azione coordinata di politica economica (S3 e S5) costituiscono delle approssimazioni quantitative di alcune proposte recenti, che richiamano alla necessità ad azioni illimitate e pressoché incondizionate da parte delle autorità monetarie e fiscali (si vedano, tra le altre, quella di [Jordi Gali](#) e di [Mario Draghi](#)). Ciò che distingue i due scenari, nella logica del modello utilizzato, è la seguente. Nel primo (S3) l'azione illimitata ed incondizionata agisce attraverso la garanzia di liquidità al sistema bancario e ai governi, per i secondi nella misura della variazione di fabbisogno generato dalla sola componente ciclica sul lato delle entrate. Nel secondo (S5), l'intervento non condizionato opera attraverso la sterilizzazione monetaria del maggior fabbisogno generato da entrambe le componenti, cicliche e discrezionali, sul lato della spesa e delle entrate fiscali. Il maggior potenziale dell'ultima opzione è connesso all'attivazione diretta, da parte dello stato, di una componente di domanda aggiuntiva, non necessariamente garantita sotto uno schema puro di *helicopter money*.

C'è una ulteriore considerazione, in tal caso qualitativa, che renderebbe preferibile la seconda opzione nell'ipotesi di un pianificatore sociale razionale: la maggiore capacità di coordinamento e definizione strategica degli interventi. Uno schema di *helicopter money* puro potrebbe, sotto incertezza forte, perdere i vantaggi di coordinamento strategico e di ancoraggio delle aspettative.

Pur prive di un valore predittivo, le simulazioni proposte vogliono sostenere l'idea che una prospettiva drammaticamente incerta potrebbe essere resa meno sfavorevole dall'impegno illimitato e incondizionato dei governi ad una strategia, poiché le scelte di produzione e consumo non sono indipendenti dalla garanzia dell'esistenza di una domanda per i beni prodotti e di un prezzo compatibile con la remunerazione dell'atto di produzione.

Ridurre al minimo l'incertezza attorno a queste garanzie è forse l'unica opzione di policy percorribile, e dovrebbe costituire la consapevolezza, o immagine, delle modalità necessarie a minimizzare le perdite, non solo economiche, nel futuro. Queste considerazioni si applicano tanto a scenari di condivisione europea, auspicati da molti e da chi scrive, che a soluzioni autonome, per il momento taciute ma non necessariamente meno probabili.

**Evidentemente, si assume che i casi osservati siano solo una frazione di quelli effettivamente presenti in popolazione. Sotto le ipotesi date, e considerando il tasso di letalità osservato (10%), la consistenza in popolazione è circa dieci volte quella accertata per test. I dati utilizzati per la stima delle curve di diffusione e per la stima del valore in popolazione sono tutti di fonte ufficiale, Dipartimento della Protezione Civile e Istituto Superiore di Sanità.*

