Virus, finanza e imprese:

che fare?

Marco Pagano

Università di Napoli Federico II, CSEF ed EIEF

Incontri del DISES su “Covid-19 e Crisi”

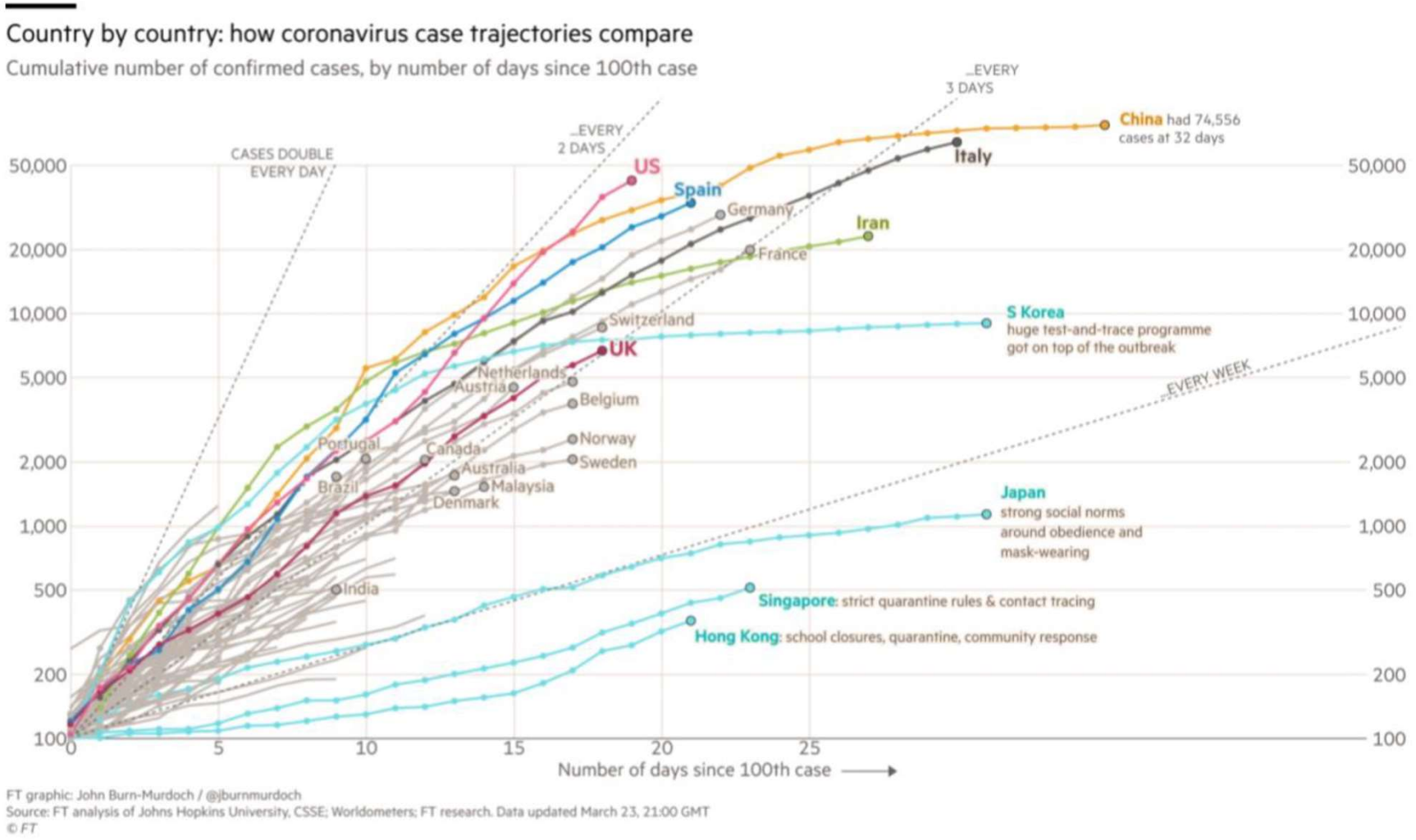
27 marzo 2020

Schema

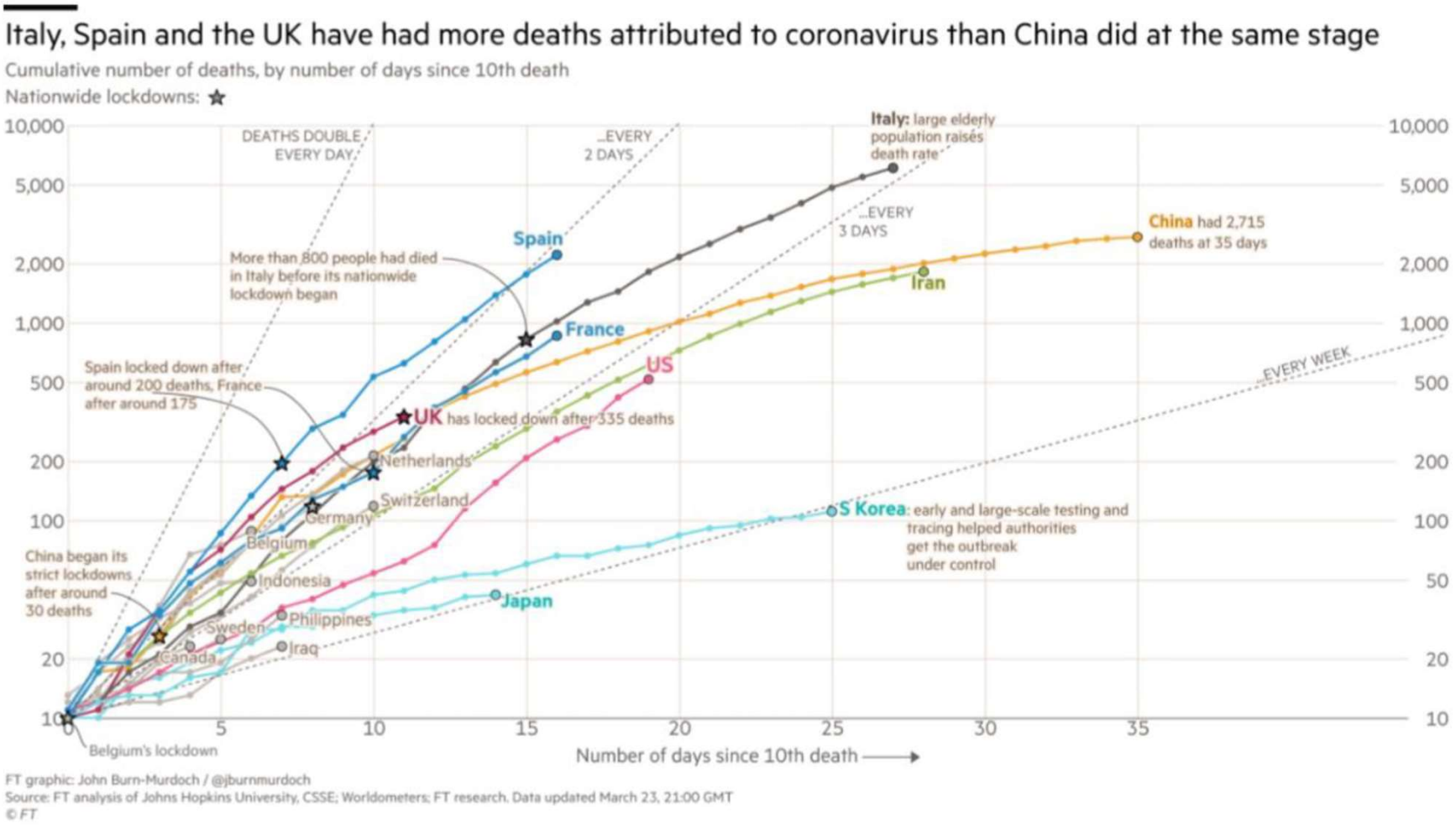
- Cosa sta succedendo?
  - curva del contagio e strategie di contenimento
- Economia della pandemia
  - esternalità → il mercato `fallisce" → interviene lo Stato
  - violento shock sia dal lato della domanda che dell'offerta
  - aggravato dal *lockdown*, almeno nel breve periodo
- Effetti sulla finanza e sulle imprese
  - caduta delle vendite → carenza di **liquidità**
  - disponibilità di credito?
  - perdite → minor **capitale** di rischio → aumento della`leva"
  - che fare ora, nella crisi?
  - che fare domani, per ricostruire?

Cosa sta succedendo?

Estensione del contagio: numero cumulativo di casi

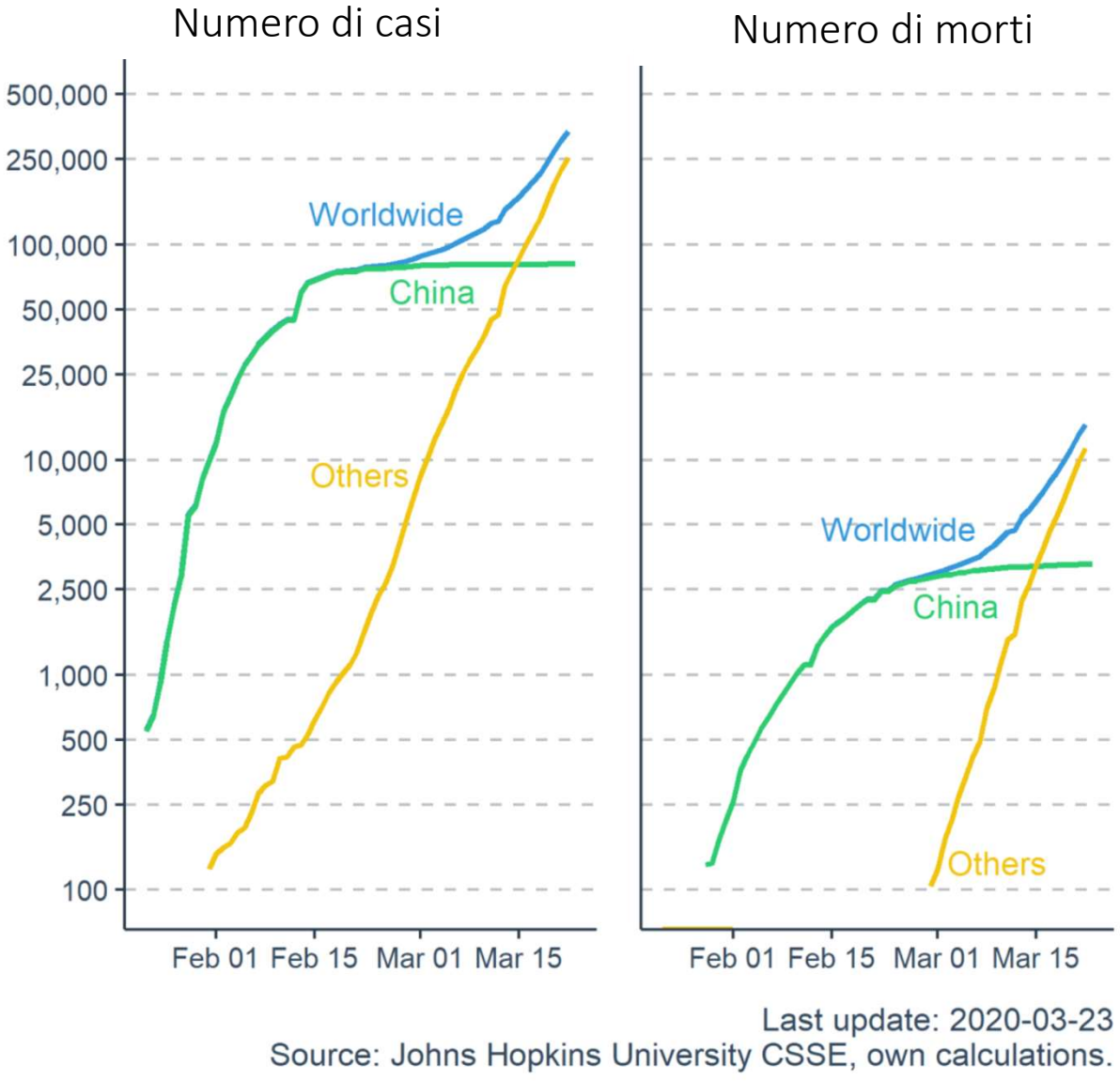


Estensione del contagio: numero cumulativo di morti



Estensione del contagio: Cina e resto del mondo

Il resto del mondo ha superato la Cina



L'epicentro si è ormai spostato prima in Europa e ora anche negli Stati Uniti.

Prossimo fronte: paesi in via di sviluppo!

Potenziale letalità e politiche di contenimento

- Rapporto dell'Imperial College COVID-19 Response Team rilasciato ieri 26 marzo:
  - ˝in assenza di interventi, il COVID-19 avrebbe prodotto 7 miliardi di contagi e 40 milioni di morti a livello globale nel giro di quest'anno˝
  - ˝strategie di contenimento basate sull'isolamento degli anziani (60% di riduzione dei contatti sociali) ridurrebbero questo bilancio alla metà, salvando 20 milioni di vite, ma prevediamo che anche in questo caso i sistemi sanitari di tutti i paesi saranno rapidamente sopraffatti˝
  - con strategie di isolamento sociale (*lockdown*) ed estesi test (come oggi in Italia) ˝38,7 milioni di vite potrebbero esser salvate se lo si fa presto (quando ci sono 2 morti per milione di abitanti) e 30,7 milioni di vite se lo si fa con un numero maggiore di morti (16 morti per milione)˝
  - ˝ogni **ritardo** ... porterà a un **maggior numero di morti**˝

Politiche sanitarie attuate

- Grande varietà di risposte:
  - Cina, Corea, Italia: lockdown relativamente veloce ed esteso (anche se con esitazioni iniziali: perfino a Wuhan solo dopo 2 settimane), tests estesi (molto estesi in Corea), tracciamento degli infetti tramite app (in Cina e Corea, non ancora in Italia)
  - Altri paesi dell'Europa continentale: reazione più lenta, ma alla fine adozione delle stesse politiche usate in Italia
  - Gran Bretagna: iniziale teorizzazione della politica di nessun intervento, basata sull'idea che il contagio avrebbe consentito (ai sopravvissuti) di raggiungere l'immunità di gregge → grande ritardo nell'adozione del *lockdown*
  - Stati Uniti: stessa idea, stesso ritardo → gli Stati Uniti hanno appena superato Italia e Spagna per numero di morti

Cosa spiega la diversità di politiche sanitarie?

- Molti fattori:
  - **Grado di centralizzazione del sistema sanitario**: i paesi dell'Europa continentale hanno sistemi sanitari nazionali (SSN) pubblici, mentre gli Stati Uniti no, e la Gran Bretagna ha un SSN depauperato da passati tagli di bilancio
  - **Protezione delle libertà individuali**: la Cina ha uno Stato di polizia, quindi molto intrusivo nella vita delle persone; in genere nei paesi asiatici la popolazione è meno gelosa delle libertà individuali che in Europa e soprattutto negli Stati Uniti
  - **Tradeoff tra vite da salvare e perdita economica**: quanto più esteso è l'isolamento sociale, tanto maggiori sono le perdite di produzione, occupazione e profitti, almeno nel breve periodo
  - Questo punto ci porta all'**analisi economica della pandemia...**

Economia della pandemia

La pandemia è il regno delle esternalità

- Due nozioni dal vostro primo corso di micro: la prima è:
- Esternalità: situazione in cui la produzione o il consumo di un **individuo** influisce sul benessere di **altri**, senza che questi siano compensati del danno (o paghino per il beneficio)
- Se ci sono esternalità, "il mercato fallisce": l'equilibrio concorrenziale è inefficiente → l'intervento dello Stato può aumentare il benessere sociale
- La pandemia è il regno delle esternalità:
  - se un individuo è libero di andare in giro per strada, ne ha un beneficio ma può contagiare altri senza pagar loro alcun compenso → lo Stato interviene con il *lockdown*
  - se un individuo può acquistare tutte le mascherine che vuole, può essere impossibile farle avere ai medici → la Protezione Civile centralizza la distribuzione le mascherine

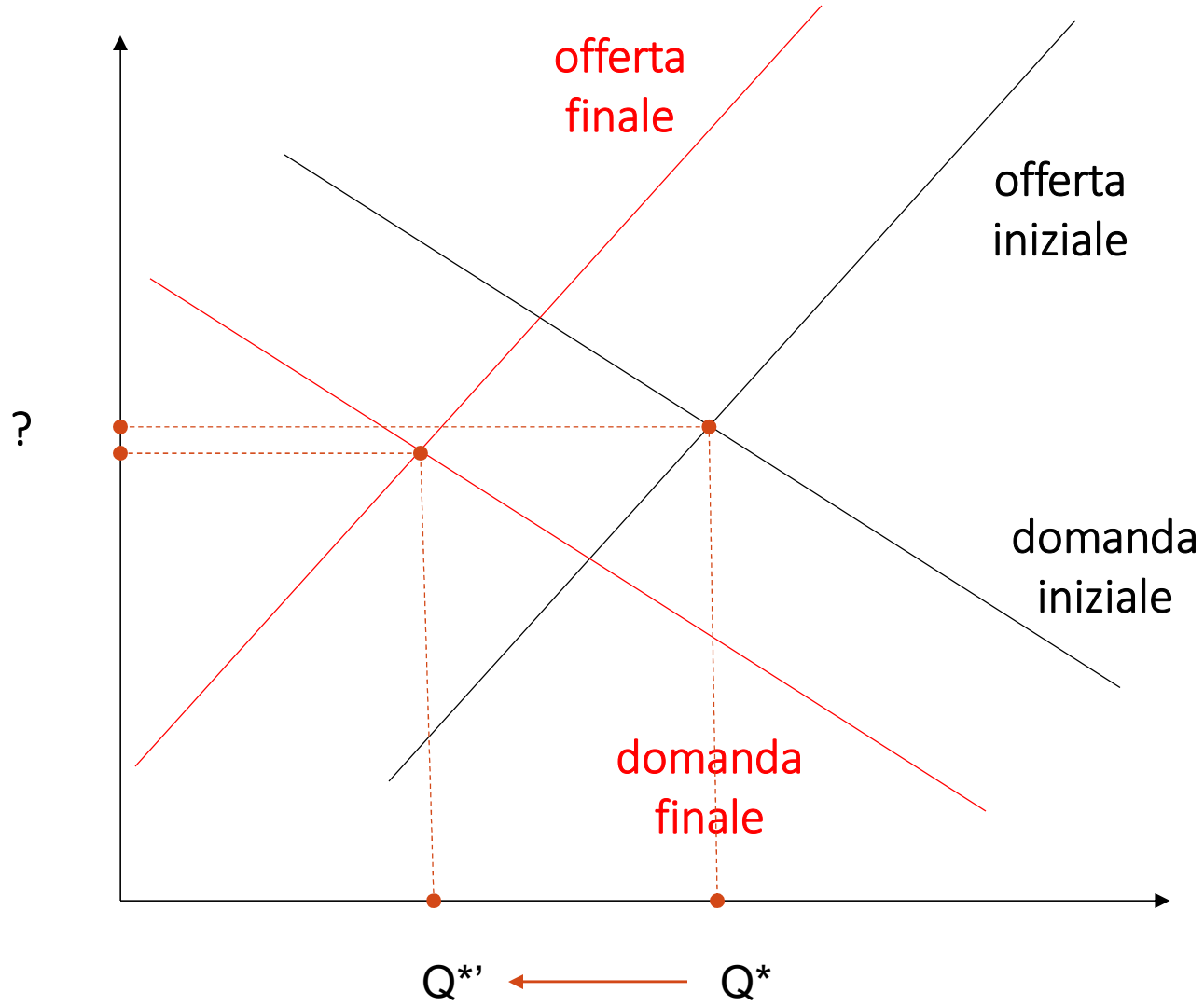
Più Stato, meno mercato

- **Previsione**: lo Stato occuperà un posto più importante nella vita sociale, almeno fin quando la crisi non sarà superata, e forse anche dopo: persistenza...
- Non a caso i paesi che stanno reagendo meglio alla crisi sono quelli in cui lo Stato ha già un ruolo centrale e in cui c'è forte disciplina sociale: vedi il confronto tra Cina e Stati Uniti – gli estremi opposti
- Potrà avere effetti anche nell'equilibrio internazionale del potere: "nell'antica Grecia, la diffusione della peste ad Atene consentì a Sparta, che era più disciplinata, di diventare una potenza dominante" (Lucy Neville-Rolfe)

Shock di domanda e shock di offerta

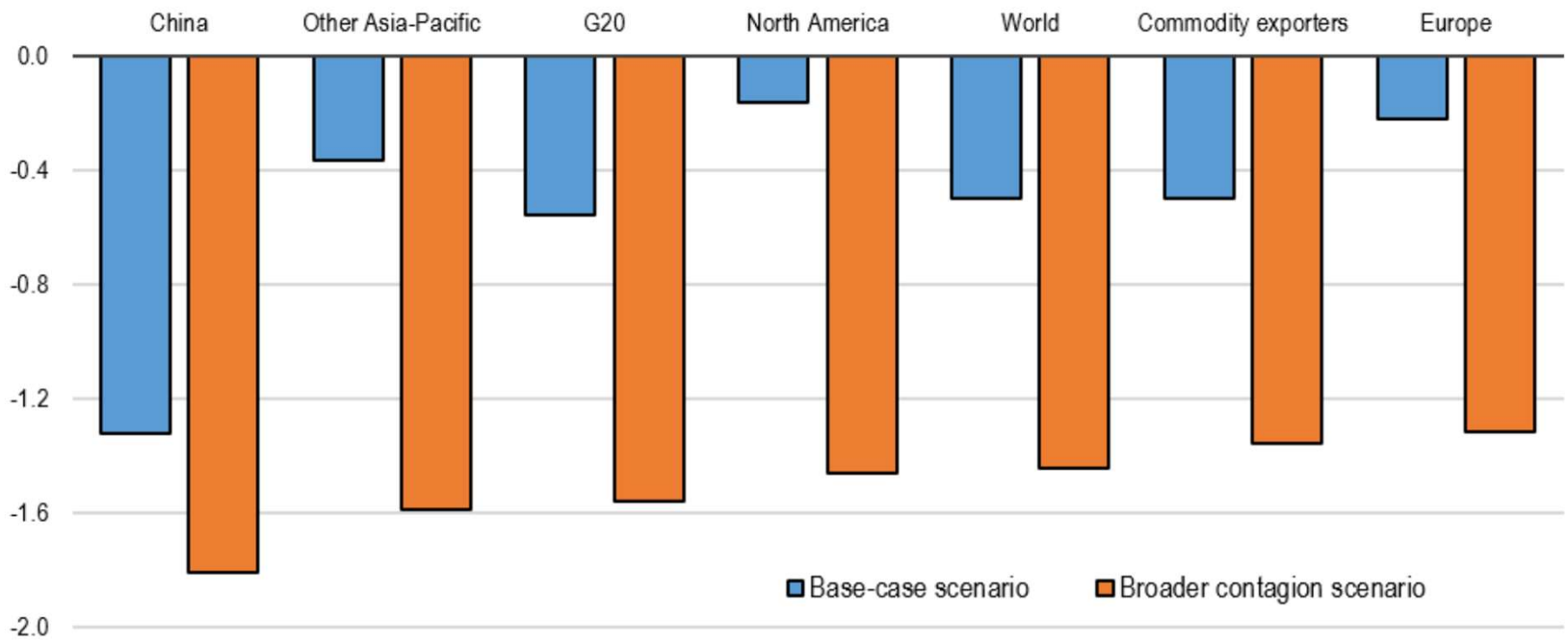
- Ancora dal primo corso di micro: domanda, offerta, equilibrio
- Nella pandemia si verifica una situazione rara:
  - Shock negativo sul lato della domanda:
    - le persone non possono uscire e viaggiare, molti guadagnano meno, altri vengono licenziati → caduta dei **consumi**
    - le imprese operano in perdita e prevedono perdite anche in futuro → caduta degli **investimenti**
    - solo lo Stato (di nuovo!) compensa in parte il calo della domanda con più spesa pubblica e trasferimenti
  - Shock negativo sul versante dell'offerta:
    - si interrompono le catene con cui le imprese si approvvigionano di materie prime, semilavorati
    - i lavoratori non possono andare a lavorare a causa del *lockdown*

Meno produzione, effetto incerto sui prezzi



Recessione globale

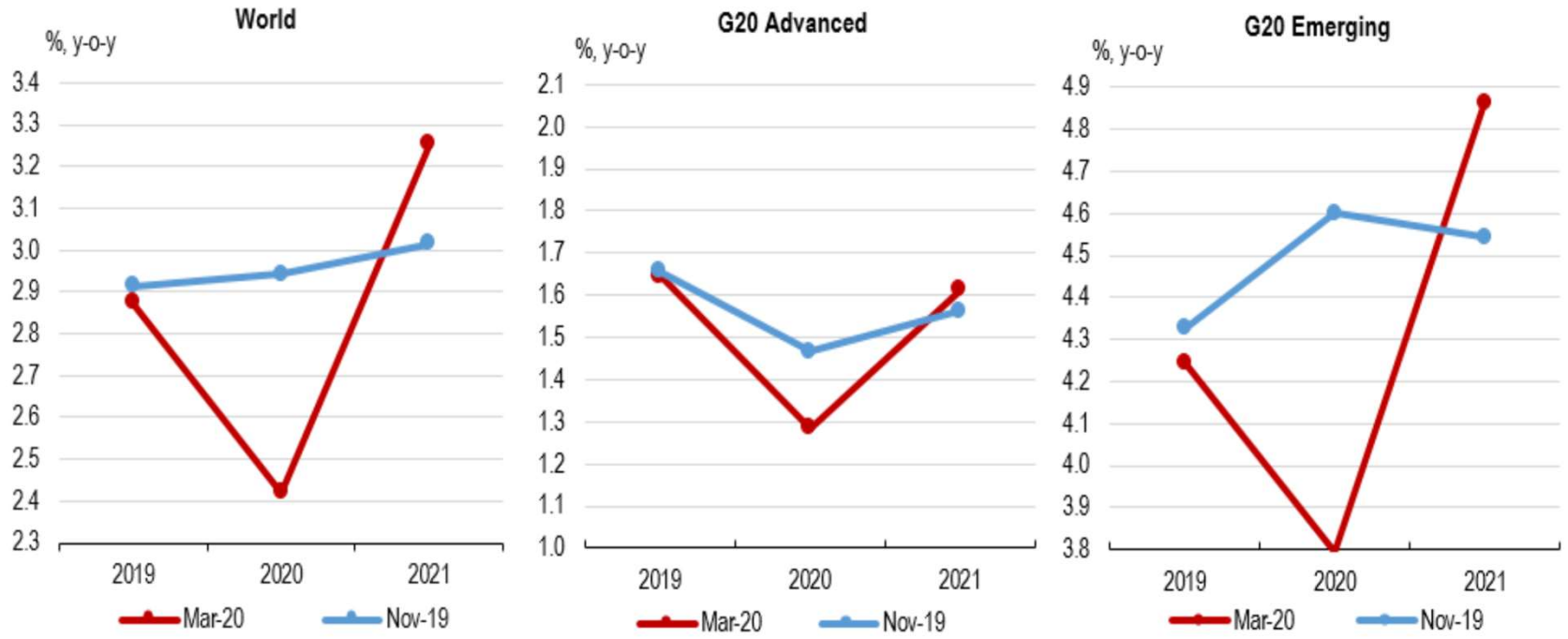
Stima della variazione percentuale della crescita del PIL nel 2020 rispetto alle attese (OCSE, 3 marzo 2020)



Lo scenario base (barre azzurre) è quello di un'epidemia concentrata nella Cina. Quello di un contagio più ampio (barre arancioni) è quello di una pandemia, che è quello realizzatosi.

Andamento a V della crescita, ma quanto profonda?

Stima della variazione percentuale della crescita del PIL nel 2020 rispetto alle attese (OCSE, 3 marzo 2020)



Previsioni di novembre 2019 in azzurro, previsioni di marzo 2020 sono in arancione. Elemento cruciale di incertezza nelle previsioni: quanto durerà il lockdown? Nessuno lo sa!

Entrambi gli shocks sono aggravate dal *lockdown*

- Se le persone sono bloccate a casa
  - possono consumare meno: non possono andare in aereo o in treno, non possono andare in auto, andare al ristorante o in alberghi, ecc.
  - il numero di chi può lavorare è ridotto al minimo: servizi essenziali, industria alimentare, industria farmaceutica, settori essenziali per rifornire queste (es., plastica per imballaggi)
- Tensione attuale tra governo e Confindustria
  - Tradeoff tra salvare vite (lockdown più severo e lungo) e salvare l'attività economica (lockdown più blando e lieve)
  - Anche se il tradeoff è attenuato dal fatto che se non si dà sicurezza alle persone, queste comunque non vorranno aumentare i consumi nè andare a lavorare

Effetti sulla finanza e sulle imprese

Entrambi gli shocks riducono fatturato e liquidità

- Le imprese **vendono meno** (in molti casi non vendono più niente) e anche quelle che possono farlo hanno difficoltà a produrre: shock negativo alla loro **liquidità**
- Perché non chiedono liquidità (credito) alle banche?
  - Le banche diventano molto caute e severe nella concessione di credito nelle crisi economiche: esse stesse subiscono perdite per insolvenze dei loro clienti
- Unico fattore compensativo: l'immissione di liquidità (moneta) da parte delle banche centrali
- La BCE ha appena varato un programma di acquisto di titoli di €750 miliardi: il *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP). La Fed ha varato un programma analogo.
- Ma più **moneta** non vuol dire per forza più **credito**! In mezzo ci sono le banche: pericolo di ***liquidity hoarding***

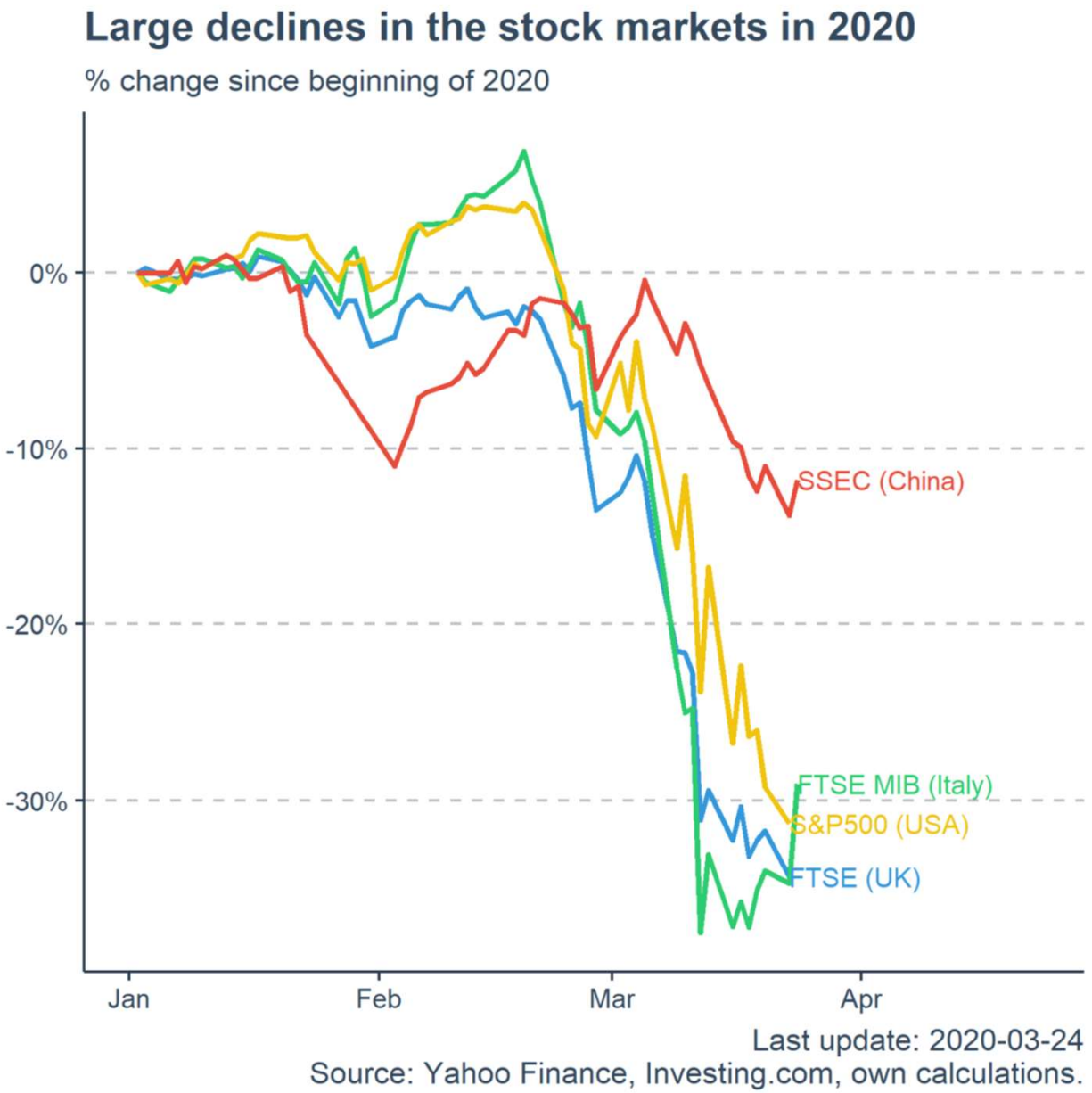
Una proposta: *COVID-19 Liquidity Lifeline Funding*

- La proposta (Brunnermeier, Landau, Pagano e Reis) è
  - far arrivare liquidità (prestiti a tasso zero e a lungo termine) direttamente dalla BCE alle imprese di tutta l'area euro, attraverso la Banca Europea degli Investimenti (BEI), che in cambio emette obbligazioni e le vende alla BCE
  - parametrare la concessione del credito sui debiti in scadenza delle imprese nei prossimi mesi per saldare crediti in scadenza, impregni precedenti con fornitori
  - consentire la restituzione del prestito attraverso le agenzie delle entrate nazionali

Entrambi gli shocks riducono profitti e capitale

- Anche se le imprese vendono meno (o non vendono più), esse hanno ancora spese per personale, fornitori, canoni di locazione, bollette, ecc. → fanno perdite → shock negativo al loro capitale di rischio
- Questo aumenta il loro rapporto di leva finanziario (cioè il loro grado di indebitamento) → aumenta anche il loro rischio di insolvenza → quanto la crisi finirà, avranno difficoltà a farsi finanziare per investire
- Avranno anche poco incentivo a investire, perché dei proventi dell'investimento godrebbero soprattutto i creditori (*debt overhang problem*)
- Quindi le imprese italiane investiranno ancor meno dopo la crisi → l'economia italiana (che già cresce molto poco da un trentennio) crescerà ancor meno

Calo dei profitti attesi riflessa nel crollo delle Borse



Altra proposta: un fondo azionario pan-europeo

- La proposta è creare un fondo pan-europeo attraverso la BEI che
  - sottoscriva nuove emissioni di azioni da parte di imprese che non fossero già in perdita prima della crisi
  - finanziandolo con
    - capitale proprio
    - partecipazione di società di gestione del risparmio
    - emissione di obbligazioni a lungo termine, potenzialmente sottoscritte anche queste dalla BCE
  - con l'impegno che le società così finanziate non distribuiscano dividendi nè riacquistino azioni proprie nell'immediato futuro

Conclusione

- Le politiche di **intervento sanitario** degli Stati sono fondamentali per salvare le vite
- Ma altrettanto fondamentali saranno le **politiche finanziarie** per salvare le imprese e l'economia:
  - Fornire **liquidità** per "tenere in vita il malato"
  - Ricostituire il **capitale** delle imprese per consentirne la "guarigione"
- E in entrambi i casi sarà fondamentale farlo a livello **pan-europeo** e non solo nazionale, perché
  - i costi sopportati da ciascun paese per ridurre il contagio vanno a beneficio di tutti
  - così anche la crescita di ciascun paese nella ripresa andrà a beneficio di tutti