

Appunti presi dalle slide della London Business School
(Aprile 2, 2020)

Non possiamo fare con precisione una analisi costi-benefici di tale situazione. L'econometria è lo studio/misura dell'economia. Si può imparare qualcosa dal passato, ma solo se nel passato è accaduto qualcosa di simile alla situazione attuale. Se no, i dati passati/storici non ci dicono nulla (come in questo caso). Per analizzare i costi economici, dobbiamo dunque fare delle *regole del pollice*.

Più del 50% delle persone non può lavorare da casa (e in generale la produttività del teleworking è inferiore). Alcuni settori, come quello delle costruzioni, trasporti, manifatturiero, *retailers*, ristoranti e bar, agenzie di viaggio, che corrispondono > 50% di lavoratori, non possono lavorare da casa.

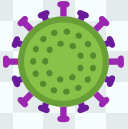
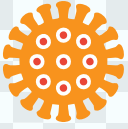
Assumiamo un temporaneo crollo delle attività economiche: 50% per un mese e 25% nei due mesi seguenti: **il PIL collassa di almeno il 10% su base annuale**. (Gourinchas, 2020). NB. Questo dato riflette solo i costi diretti dell'isolamento (e non quelli indiretti, come incertezza, panico, depressione, costi sociali etc). Se i paesi prolungano il *lockdown*, ed aggiungiamo la spirale negativa di domanda e offerta, i **costi effettivi potrebbero toccare il 15% del PIL** (senza interventi di policy). Il calo del PIL durante la Grande Recessione è stato del 4.5% e non è stato ancora recuperato. La diminuzione del PIL dovuta alla crisi Covid-19 sarà, probabilmente, permanente. Una recessione globale nei paesi avanzati è inevitabile, e la recessione in Cina sembra ormai probabile già nel secondo trimestre del 2020!

Chi sono quelli in difficoltà? Consideriamo le piccole-medio imprese. E consideriamo i flussi di cassa (*cash flow*) in rapporto agli *assets*. Molte imprese (e.g. imprese in *information and technology*) hanno flussi di cassa nettamente > degli *assets* (= immobili, attrezzature, macchinari etc). Queste imprese pagano i propri fornitori e lavoratori sulla base degli introiti (*cash flows*) che ottengono attraverso le vendite. Appena nessuno consuma più (per via dell'incertezza nel futuro, per via della perdita di lavoro, ma anche solo per via dell'impossibilità di acquistare beni), queste imprese falliscono e l'occupazione crolla.

Lo Stato deve dunque intervenire, pagando una % significativa del salario di tutti i dipendenti. Per i mesi e per la % che ritiene opportuno (= scelta politica), il Governo paga – al posto dell'impresa stessa – i salari (NB. Non può pagare il 100% dei salari, perché l'impresa deve comunque avere incentivo a generare flussi di cassa (= vendere)). In questo modo, dai un influsso di soldi all'impresa, che quindi può continuare a pagare i debiti coi fornitori e il salari (*ma se non c'è domanda di beni, non c'è nemmeno produzione!*). Così facendo, fai un'iniezione di denaro anche al lavoratore stesso (= tramite l'impresa che può continuare a pagare, almeno per una buona %, gli stipendi). Il reddito oggi del consumatore corrisponde al suo consumo domani.

Il problema della crisi economica attuale riguarda **le imprese di piccole-medie dimensioni** (imprese familiari), che hanno pochi lavoratori (10-50 lavoratori), di cui l'Italia ne ha una miriade (sono piccole, ma tante e quindi rilevanti per il funzionamento economia italiana). Queste di solito non sono coperte da cassa integrazione (penso che la cassa integrazione copra solo le imprese di una certa dimensione). Ecco perché è fondamentale che lo Stato intervenga per supportare le piccole-medie imprese (e le famiglie). [NB. La dimensione di un'impresa, la puoi calcolare tramite il numero dei dipendenti. Si dice che il numero dei dipendenti è una *proxy* della dimensione].

Dare i soldi direttamente in mano alle imprese (o alle famiglie), per il Governo ha una portata immensa [misure adottate in US sia nel 2001 con Bush sia nel 2008 con Obama: Il Governo



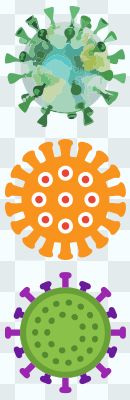
US ha dato \$, tramite assegni da 700\$ a famiglia (sotto un certo reddito). Questo non era un prestito/*loan* che doveva essere restituito al Governo US, ma un vero e proprio regalo]. L'Italia potrebbe fare lo stesso (dare soldi direttamente in mano a imprese, pagando una % significativa di fornitori o di salari), ma il Governo **non può farcela da solo**. Ha bisogno di due forme di coordinamento, (i) un coordinamento all'interno di un'unione monetaria e (ii) un coordinamento globale. Nessun Governo ha la capacità per fare un'espansione fiscale che copra la caduta stimata del PIL (che si aggira attorno al 10-15% su base annua). Forse, solo gli US e UK possono indebitarsi a piacere senza incorrere in un eccessivo rischio sovrano (= di default) perché hanno sufficiente credibilità storica (e una banca centrale indipendente). [NB. L'importanza della credibilità: i Governi US e UK possono emettere debito pubblico a piacere perché nessuno mai penserebbe che Stati di questo calibro possano fallire]. Il rapporto debito/PIL di UK: ha avuto dei sostanziali picchi durante le guerre napoleoniche e le due guerre mondiali, > 200%. Ma UK non è mai andato in bancarotta (fallimento), perché ha sempre avuto una forte credibilità storica. L'Italia non ha tale credibilità (non è colpa dell'attuale Governo, ma fa parte di una storia istituzionale, iniziata 50 anni fa), e per questo ha bisogno della BCE che "finanzia il debito" (attenzione a ricordare che la BCE non finanzia direttamente il debito degli Stati Membri, ma solo indirettamente).

Ora la BCE sta "stampando moneta" (= monetizzando il debito), a livelli di ca. il 12% del PIL italiano. La BCE sta "finanziando" (aiutando, permettendo) l'espansione fiscale degli Stati Membri.

Tornando al punto (ii), la necessita di un coordinamento globale per far fronte alle limitazioni della capacità fiscale (politica ed economica) di un singolo Stato. L'UE si è formata perché ha capito che insieme si è più forti. L'UE sta cambiando *point of view* sulla situazione italiana, perché sa che se l'Italia non si riprende al più presto, l'intera UE ne risentirà economicamente. La stessa situazione può degenerare in Spagna (come già sta succedendo), ma anche in ogni altro Stato Membro. Il mutuo soccorso, azione coordinata tra le banche centrali BCE, FED (US) e Bank of England, con manovre gigantesche (> 10 % del PIL nazionale), andranno ad aiutare non solo le rispettive imprese nazionali, ma anche quelle internazionali, che hanno rapporti commerciali con le prime. Si è visto che le banche centrali hanno adottato delle azioni più coordinate rispetto a quelle dei Governi. Se i Governi EU trovassero una linea di azione coordinata (= *eurobond*?) potrebbero mettere in campo azioni davvero significative per la ripresa.

Differenze tra crisi economica e crisi economica attuale (2020): in una crisi normale, vi è uno shock, vi sono imprese che non sono più produttive ed escono dal mercato, mentre quelle più produttive rimangono nel mercato. Il ruolo della politica fiscale (Stato) e monetaria (Banca Centrale) è quello di ricreare uno stimolo nella domanda aggregata (= consumo, spesa pubblica e investimenti pubblici e privati, le esportazioni al netto delle importazioni) e nell'offerta aggregata (= produzione, e in generale PIL). In questo momento ci troviamo di fronte ad uno shock molto particolare: e.g. le persone vorrebbero andare al ristorante, il ristorante vorrebbe fornire il suo servizio di ristorazione, ma non è possibile. Se non ci fosse nessun tipo d'intervento dal punto di vista istituzionale, ci sarebbero molte imprese che sebbene efficienti, scompaiono. Quando questa crisi sarà finita, ricostruire l'assetto economico sarà difficile. Ecco perché è necessario intervenire subito, in modo tale che le imprese efficienti (anche quelle di piccola-media dimensione) così come le famiglie possano restare nel mercato e sopravvivere.

Differenze tra crisi del dopo guerra e crisi attuale: Il problema della crisi attuale è quello che rischiamo di perdere imprese che sono buone/efficienti così come rischiamo di perdere relazioni economiche importanti (*global value chain disruption*). Successivamente ricostruire



queste relazioni sarà costoso e difficile. Durante una guerra, invece, si perdono più che altro infrastrutture. Ricostruirle è costoso, ma crea anche boom economico (= investimenti, lavoro). Dopo le guerre, vi è tendenzialmente un boom economico per via dell'alto livello di investimenti per la ricostruzione delle infrastrutture. Qui, perdiamo relazioni tra domanda e offerta e all'interno delle stesse imprese, ed è una cosa meno tangibile (un'impresa è efficiente, ha trovato le persone giuste per lavorare, ha costruito relazioni economiche con fornitori, ma nel giro di poco tempo ha perso tutto).

Molti propongono di abbassare-azzerare l'IVA. Questa misura è efficace nel breve periodo, ma dobbiamo risolvere il problema nell'immediato (= dando liquidità laddove non c'è, per via del crollo della domanda e dell'offerta (i consumatori vorrebbero acquistare ma non possono per via delle misure di lockdown, per esempio. Le imprese vorrebbero produrre, ma non possono perché i lavoratori sono a casa per il lockdown o si sono ammalati, per via della *global value chain disruption* non ricevono materiale da altre imprese, o semplicemente perché non c'è più domanda).

Confronto Islanda e Olanda: l'Islanda ha testato tutti anche gli asintomatici (in maniera uniforme, indipendentemente dall'età), mentre l'Olanda solo i casi sintomatici gravi (come l'Italia). L'Islanda ha visto che la maggior parte dei casi si concentra tra le persone giovani (20-29 anni). Per l'Olanda, invece, sembrerebbe che la maggior parte dei casi si concentri tra le persone anziane. Questo perché la strategia dell'Olanda è stata quella di testare solo i casi più gravi, che nella maggior parte delle volte risulta essere tra gente più anziana. Lo stesso vale per il Sud Corea e l'Italia: la Corea, come l'Islanda, sta testando un campione rappresentativo della popolazione (= test su larga scala), e ha visto che i portatori del covid-19 sono i giovani piuttosto che gli anziani. In Italia, abbiamo un esempio di una piccola città (Vo, in Veneto) in cui sono stati tutti testati, e si vede che il covid-19 si comporta come in Islanda e Corea del Sud. Per concludere, **i giovani (20-29 anni) sono i principali responsabili della trasmissione del virus/dei contagi, ma il tasso di mortalità è più alto tra gli anziani.** Nei giovani vi è un elevato numero di casi asintomatici.

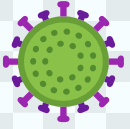
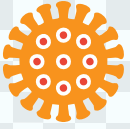
La Corea del Sud monitora la situazione in due modi (i) test a tutta la popolazione e (ii) *tracing* e monitoraggio della popolazione al fine di isolare solo i casi/le aree a rischio e non tutta la popolazione/città.

Perché in Italia, la % di persone anziane che muore è più alta? Alcune ipotesi: (i) la popolazione italiana è più vecchia rispetto alle popolazioni asiatiche (escluso il Giappone), e (ii) i nonni italiani trascorrono tanto tempo con i giovani nipotini.

In Italia, inoltre, dati evidenziano che tra il 7-10% dei contagiati muore, mentre in Corea del Sud, solo l'1% dei contagiati muore. La differenza sta nel fatto che l'Italia testa solo i casi sintomatici gravi (tasso di letalità = morti / contagi). Se testassimo più persone, scopriremmo che il numero di infetti è più alto di quello che l'Italia ora registra. Avendo più infetti, il denominatore della formula aumenta, e di conseguenza il rapporto morti/infetti disunisce. Anche l'Islanda, come la Corea del Sud, ha trovato un tasso di letalità < 1%, perché – come abbiamo già detto – fa test su larga scala, andando a scoprire che il numero di casi infetti è più alto di quello che sembra (= l'Italia sottostima il numero dei contagiati).

Dall'altra parte, anche il numero di morti potrebbe essere sottostimato. In Italia, molta gente muore di covid-19, ma non li viene fatto il tampone. Quindi il numero dei morti di covid-19 potrebbe essere più alto di quello che è.

Appiattire la curva. Per (i) aumentare la capacità del sistema sanitario, (ii) ridurre la velocità di propagazione del virus (= in altre parole, il *replication number* $R < 1$ (in questo caso, i guariti > contagiati, e il virus muore)). Attraverso delle politiche di mitigazione (ridurre i contagi in

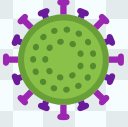
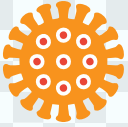


maniera graduale e creare immunità di specie) vs politiche di soppressione (diminuire in maniera sostanziale la diffusione attraverso *lockdowns*). Le politiche di soppressione (rispetto alla mitigazione) sono la strategia dominante: hanno esternalità positive per quanto riguarda la salute, ma negative per quanto riguarda l'economia (crollo della domanda e dell'offerta aggregata). Inoltre, le politiche di soppressione permettono di guadagnare tempo per: aumentare la capacità/offerta sanitaria; trovare un vaccino per immunizzare gran parte della popolazione; aumentare il numero di test per avere un campione significativo (= dati) della popolazione; aumentare le misure di sorveglianza con *tracing* e monitoraggio della popolazione tramite apps; riorganizzare l'apparato industriale nazionale per far sì che le imprese lavorino in funzione dell'emergenza sanitaria, per esempio producendo ventilatori; educare la popolazione all'uso delle mascherine, per esempio). L'isolamento (= politiche di soppressione) serve ad acquistare tempo (e appiattisce la curva), ma non risolve la situazione. Ma il tempo bisogna sfruttarlo con urgenza ed elaborare un piano d'azione.

La misura fiscale US per contrastare il covid-19 ha una grandezza di circa il 10-12% del PIL US (misura gigantesca, ma secondo l'advisor economico di Obama, non è ancora sufficiente). Le misure fiscali dovrebbero avere delle caratteristiche: (i) devono essere immediate e (ii) devono essere massicce (= se lo shock della domanda è grande, come in questo caso, il Governo deve compensare con un misura della stessa dimensione. La discrepanza tra Repubblicani (Trump) e Democratici (Obama) è nella quantificazione della caduta della domanda (e dell'offerta) aggregata). I costi dell'attuale situazione sull'economia, che potrebbero essere – come dice l'advisor di Obama – più grandi di quelli che i Repubblicani ora stimano. Bisogna compensare 1:1 il calo aggregato della domanda, ma il problema sta nel quantificare questo calo della domanda aggregata (tenendo in considerazione costi diretti e indiretti). Si stima che l'impatto sulla domanda aggregata > dell'impatto sull'offerta aggregata [Impatto sulla domanda aggregata per via dell'incertezza sulle politiche che verranno adottate e il timing della situazione, panico, isolamento, riduzione di investimenti e di consumo che porta, di conseguenza, a un calo dell'offerta aggregata]. Per via dell'isolamento, la domanda e l'offerta non si incontrano.

Il moltiplicatore fiscale, ovvero il 'numero di euro' a cui cresce l'economia per ogni euro che il Governo spende (in politiche fiscali) è un numero tra compreso tra 1-2, ma forse più vicino all'1, vale a dire che esiste questo effetto di 'moltiplicazione', ma non è così potente. Quando parliamo di 50 miliardi (Conte), stiamo parlando dell'ordine di grandezza del 1.5% del PIL circa, quindi è un numero non appropriato se paragonato all'ordine di grandezza del costo che ci aspettiamo da questa crisi (ci aspettiamo anche dei costi pari al 10% del PIL). Ma nel *framework* attuale, il ruolo del moltiplicatore non potrebbe funzionare. Il Governo sta stimolando la domanda (e.g. pagando % dei salari dei lavoratori), ma l'offerta non c'è. Nell'immediato, questi canali di rafforzamento della domanda aggregata è difficile pensare che siano operativi.

Cosa succederà con l'aumento inevitabile del debito italiano? Quando gli investitori non credono che lo Stato sia in grado di ripagare il debito, lo spread aumenta e si rischia di andare in default. Austerità significa mettere a posto le finanze pubbliche. Le banche centrali stampano moneta per monetizzare il debito. Stampare moneta in condizioni normali porta all'iperinflazione. Ma in questo momento, la domanda (= potere di acquisto) sta collassando al punto che, di conseguenza, anche i prezzi si riducono vertiginosamente (= deflazione). In questa circostanza, creare moneta potrebbe contrastare la spirale deflattiva. Si parla di *monetizzazione del debito* quando le banche centrali (BCE, FED, Bank of England) comprano il debito degli Stati (= titoli di stato) e, invece di tenerli in attivo e percepire gli interessi + il



rimborso alla scadenza, lo annullano (*ma i Trattati EU non prevede per la BCE una tale monetizzazione del debito*).

Differenze tra ECB and FED: La FED ha come obiettivi, oltre alla stabilità dei prezzi, la piena occupazione. Stampa così moneta affinché il tasso di disoccupazione scenda sotto al 3.5%. La BCE ha come obiettivi la stabilità dei prezzi (= inflazione annua < 2%) e quello di perseverare l'integrità della moneta unica.

Sono diversi i canali di trasmissione: per agire sull'economia reale, la BCE deve prima passare per il canale bancario. Ma la vigilanza bancaria (che chiede alle banche di aumentare il capitale sociale per far fronte alle perite) rischia di compromettere il canale di trasmissione della politica monetaria della BCE (come già successo durante la crisi 2008). La FED agisce direttamente sul mercato (senza avvalersi di intermediari finanziari, come le banche), comprando titoli di debito pubblico e privato, anche di prima emissione.

La BCE compra titoli privati e pubblici solo su mrk secondario; potrebbe farlo solo se lo Stato in questione richieda un programma al European Stability Mechanism (= la BCE potrebbe acquistare illimitatamente). La BCE, inoltre, quando acquista titoli di debito dagli Stati Membri (sul mercato secondario), li detiene poi nel suo attivo, percependo gli interessi e il rimborso alla scadenza. In caso di inoptato (= quando lo Stato non riesce a vendere/piazzare sul mrk i titoli di debito), la BCE non potrebbe comprarli. Al contrario, la FED può acquistare direttamente all'emissione (sul mrk primari o) i titoli del debito US e quindi, in caso di inoptato, può acquistare direttamente i titoli di Stato US.

Esempi di politiche **fiscali a supporto** dell'economia: (i) garantire che le famiglie possano posticipare le spese per il mutuo/affitto e abbiano liquidità immediata; (ii) garantire che i lavoratori ricevano stipendi anche in quarantena oppure se temporaneamente dimessi; (iii) garantire che le imprese abbiano sufficienti flussi di cassa per pagare lavoratori e fornitori, con particolare attenzione alle piccole e giovani imprese, e (iv) stabilizzare il sistema finanziario per evitare che la crisi sanitaria diventi finanziaria.

Importanza di coordinare interventi fiscali e monetari (ECB: 700 miliardi di EUR in QE e FED 750 miliardi di \$ in QE).