

Focus Stati Uniti

L'economia USA ai tempi di COVID-19

L'esplosione dell'epidemia di COVID-19 negli USA implica uno scenario di violenta contrazione del PIL nel 2° trimestre. Le misure di contrasto attuate dalle autorità fiscali e monetarie hanno evitato il collasso economico e finanziario e dovrebbero contribuire a porre le basi per un rimbalzo della crescita nel secondo semestre e a riportare la dinamica annua del PIL in territorio positivo nel 2021.

I rischi sono verso il basso. Gli effetti economici dell'epidemia potrebbero essere più prolungati di quanto ipotizzato nello scenario centrale di contrazione di un solo trimestre. Lo scenario epidemiologico non può escludere la possibilità di una ripresa dei contagi nella seconda parte dell'anno, con implicazioni negative sull'incertezza e sull'attività economica.

La diffusione di COVID-19 negli USA arriva in ritardo rispetto a quanto visto negli altri paesi occidentali, ma segue lo stesso sentiero. Le misure di *social distancing* suggerite dal governo federale e i *lockdown* attuati a livello statale, con ritardo, daranno i loro frutti solo nelle prossime settimane.

Gli **effetti economici** dell'epidemia stanno cominciando ad apparire nei dati a frequenza più elevata, che puntano a una violenta contrazione dell'attività nel 2° trimestre. Ipotizzando uno *shutdown* di un trimestre e partendo dall'impatto delle misure restrittive sul lato dell'offerta, ci fa prevedere **per il 2° trimestre un calo del PIL intorno a -30% t/t ann. e un rialzo della disoccupazione verso il 15%**. Le straordinarie misure fiscali e monetarie adottate hanno mitigato almeno in parte la disfunzionalità dei mercati finanziari e posto le basi per impedire un processo-domino di default, sia per gli individui sia per le imprese. **La nostra previsione preliminare per la crescita annua è di -2,8% nel 2020 e 4,1% nel 2021, con rischi verso il basso per entrambi gli anni.**

Il sostegno al reddito disponibile delle famiglie e gli interventi a favore degli Stati e delle strutture sanitarie dovrebbero impedire il collasso sul fronte sanitario e garantire la "sopravvivenza" nei prossimi mesi. Gli interventi a favore delle imprese sotto forma di prestiti e garanzie ai prestiti, sotto la condizione del mantenimento dell'occupazione, potrebbero non riuscire a contenere le ristrutturazioni dell'attività e la disoccupazione, pur evitando i fallimenti.

La previsione di **rimbalzo dell'attività nel secondo semestre** è per ora lo scenario centrale, ma è soggetta a **rischi verso il basso**, almeno per la sua entità. Inoltre, i contagi di ritorno che potrebbero riemergere nel 4° trimestre, rendono possibili altre fasi di *lockdown*, meno drastiche di quelle in atto ora, ma rilevanti per l'attività economica e per il mantenimento del clima di elevata incertezza.

Le autorità monetarie e fiscali hanno agito, e continueranno a farlo, senza limiti per fronteggiare l'evoluzione degli eventi, garantendo la sopravvivenza dell'economia e dei mercati finanziari. Anche nel "migliore dei mondi possibili", con un *lockdown* di un solo trimestre e un ritorno a una quasi-normalità dal 3° trimestre in poi, l'eredità dell'epidemia si vedrà nel passaggio da una situazione di pieno impiego a una di disoccupazione a due cifre nel giro di un mese, con un **aumento vertiginoso del debito privato e pubblico e un assestamento su un sentiero di crescita inferiore a quello pre-epidemia, dal 2021 in poi.**

2 aprile 2020

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

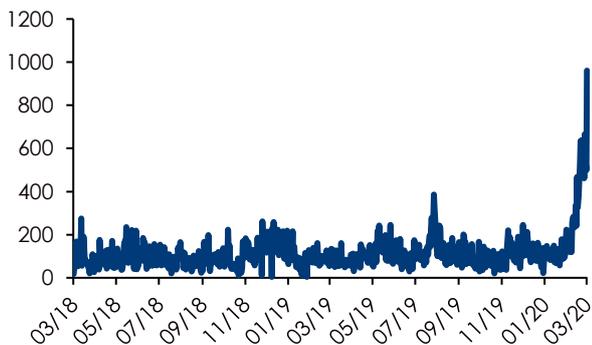
Il quadro dell'epidemia e delle misure di contenimento/soppressione adottate

Al 1° aprile 2020, i **contagi** e i **decessi** sono, rispettivamente, pari a 216721 e 5137, in base ai dati di Johns Hopkins University (più attendibili di quelli del CDC, che non includono informazioni da strutture private). Il numero di contagi è ancora su una traiettoria esponenziale e l'aumento giornaliero dei casi su un trend verso l'alto (fig. 2). Il direttore del National Institute for Allergy and Infectious Diseases, A. Fauci, ha affermato che negli USA potrebbero esserci fra 100-240 mila (in caso di rispetto delle misure di contenimento) e 2,200 mln di morti (senza interventi) per COVID-19.

L'amministrazione ha esteso le misure di *social distancing*, annunciate a metà marzo, fino a fine aprile e ha invitato i residenti degli stati di New York, New Jersey e Connecticut a non viaggiare al di fuori dei confini dei loro stati se non per motivazioni essenziali. È stato dichiarato lo stato di emergenza nazionale (che permette l'attivazione della Federal Emergency Management Agency, FEMA); 48 stati hanno dichiarato lo stato di emergenza.

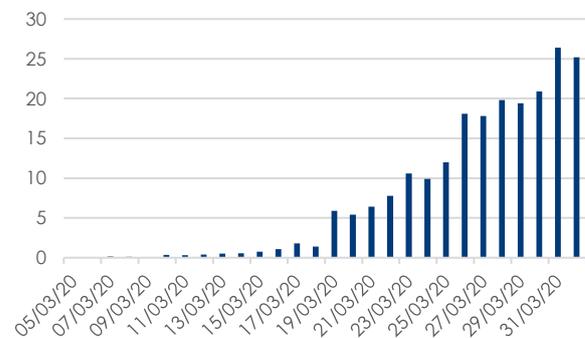
Al 2 aprile, ben più della metà degli Stati e molte contee hanno imposto restrizioni sull'attività con ordine per i loro residenti di stare a casa, eccetto che per spostamenti dovuti all'acquisto di cibo e medicine, cura di parenti e lavoro in settori non essenziali. Gran parte di questi Stati hanno ordinato la chiusura di bar, ristoranti (almeno per il servizio interno), luoghi di intrattenimento, palestre e strutture sportive, richiedendo lavoro da remoto per tutte le attività che lo permettano e proseguimento della produzione solo in settori "essenziali", definiti in modo variabile e attenuato da eccezioni. Negli Stati che non hanno effettuato restrizioni, molte contee hanno imposto vincoli simili a quelli degli Stati con restrizioni. Complessivamente, **le misure di soppressione di attività riguardano almeno l'83% della popolazione (circa 271 mln su un totale di 328 mln) e il 79% del PIL USA.**

Fig. 1 – L'incertezza sulla politica economica esplose



Fonte: FRED

Fig. 2 - Aumenti dei contagi giornalieri: la fine del lockdown è ancora lontana



Nota: dati in migliaia al 1° aprile 2020. Fonte: Johns Hopkins University

La situazione sanitaria

La situazione sanitaria negli Stati Uniti è fra le più frammentate e meno protettive delle fasce deboli di popolazione fra i paesi avanzati. **Solo il 90,9% degli individui ha un'assicurazione sanitaria** (2019), in ampia percentuale fornita dal datore di lavoro (v. tab. 2), perciò a rischio in caso di licenziamento. Secondo un sondaggio di Gallup condotto a fine 2019, lo scorso anno il 33% dei residenti ha rinviiato cure mediche per via del loro costo (il 25% ha rinviiato le cure per malattie "gravi"), in aumento dal 30% registrato durante la crisi del 2008 e del 19% del 2001. Le franchigie per le spese mediche pagate dagli individui assicurati sono in continua crescita: in media, nel 2019 le spese mediche degli assicurati al netto dei rimborsi sono state pari a 1.125

dollari per individuo. La stima del costo medio di una degenza per polmonite per individui con un'assicurazione fornita dal datore di lavoro è compresa fra 1.300 e 1.400 dollari (fonte: healthsystemtracker.org), cioè circa in linea con l'accredito diretto previsto dal pacchetto della "fase 3" (v. sotto). Gli individui senza assicurazione privata e senza i requisiti per la copertura da parte di Medicaid, dovranno accollarsi direttamente le spese per eventuali interventi sanitari per COVID-19, a meno di interventi espansivi da parte degli Stati. Per ora, le nuove misure fiscali prevedono il finanziamento federale dei costi dei test per COVID-19 e un aumento di trasferimento di fondi agli Stati, che però potrebbe essere insufficiente e richiedere integrazioni per evitare fallimenti di Stati e ospedali.

In termini di **disponibilità di strutture sanitarie**, il Center for Health Security della Johns Hopkins University stima che negli USA, prima dell'emergenza, ci fossero circa 46.500 letti di terapia intensiva, generalmente occupati al 70-80%; questo lascia circa 35-53 letti liberi per 1 mln di abitanti. Ipotizzando un utilizzo di letti di pre-rianimazione per terapia intensiva e una trasformazione di altre unità, si potrebbe arrivare ad avere al massimo 215 letti di terapia intensiva/mln di abitanti. Un quadro analogo appare dai dati per i ventilatori, come evidente dalle difficoltà riferite da tutti gli ospedali americani recentemente. Con queste informazioni di strutture sanitarie già al collasso e di numero di contagi ancora su un sentiero di aumento esponenziale, **il lockdown negli Stati più colpiti non potrà essere interrotto nel prossimo mese.**

Tab. 1 – Letti ospedalieri e di terapia intensiva: paesi a confronto

Country	Total hospital beds	Curative (acute) care beds	Practicing physicians	Licensed nurses
Australia	3.84	3.68	3.68	15.25
Austria	7.42	5.55	5.18	
Belgium	5.76	5.12	3.08	17.96
Canada	2.58	2.01	2.65	11.6
China	4.05		2.01	
France	6.06	3.15	3.16	
Germany	8.06	6.06	4.25	
Italy	3.17	2.62	3.99	7.35
Netherlands	3.44	3	3.58	11.74
South Korea	11.98	7.1	2.34	20.53
Spain	2.97	2.39	3.88	6.24
Sweden	2.34	2.15	4.12	19.73
Switzerland	4.55	3.49	4.3	
United Kingdom	2.57	2.11	2.81	
United States	2.77	2.44	2.61	17.49

Fonte: healthsystemtracker.org

Tab. 2 – Chi è assicurato e da chi

	2019 type of coverage	chg 2018 to 2019
Uninsured	9.1	0.4
With health insurance	90.9	-0.4
Any private plan	66.1	-0.4
Employment based	54	-0.4
Direct purchase	10.2	-0.2
Tricare	2.6	0.1
Any public plan	34	-0.3
Medicare	18	0.4
Medicaid	17.3	-0.7
VA and CHMPVA	1	

Fonte: U.S. Census Bureau, Current Population Survey, 2018 Annual Social and Economic Supplement Bridge File and 2019 Annual Social and Economic Supplement

L'impatto dell'epidemia: un 2° trimestre drammatico, ma quello che conta ora è se ci sarà il rimbalzo successivo

Le misure di soppressione dell'attività negli Stati Uniti, inizialmente frammentate, si sono estese e, pur non colpendo tutti i settori e non essendo generalizzate a livello nazionale, sono ormai tali da dare un quadro omogeneo del blocco che dovrebbe prevalere per circa 1-2 mesi.

Gli effetti di un *lockdown* sono difficili da prevedere. Qualsiasi stima richiede ipotesi in parte arbitrarie e può essere più un'indicazione di riferimento che una previsione. Scegliamo di procedere in linea con l'analisi del Congressional Budget Office (CBO, "A potential influenza pandemic", maggio 2006), che valuta l'impatto di una pandemia attraverso i suoi **effetti dal lato dell'offerta**.

Nella tabella 3, riportiamo la distribuzione del PIL per settore nel 4° trimestre 2019 (colonne 1 e 2). La colonna 3 mostra lo shock per ciascun settore, con coefficienti di riduzione basati sull'entità

ipotizzata dell'impatto sull'attività. I nostri coefficienti sono in gran parte in linea con le ipotesi del CBO per una grave pandemia, con alcuni aggiustamenti per le condizioni attuali (acquisti online, *smart-working*, ecc.). Nella colonna 4, il livello risultante per il PIL e le sue componenti incorpora l'effetto dello shock per settore. Ipotizziamo che uno *shutdown* mediamente pervasivo duri per un mese, nel mese successivo le misure siano gradualmente rilassate (a livello geografico e/o settoriale), con coefficienti circa dimezzati rispetto a quelli del primo mese, e nel terzo mese si ristabilizzi la normale attività pre-shock. Applichiamo questo scenario al 2° trimestre e otteniamo **una contrazione del PIL di circa -30% t/t ann.** (con rischi di variazione anche più negativa). Ipotizzando che lo *shutdown* possa concludersi nell'arco di un trimestre, in linea con l'esperienza cinese, nel 3° e 4° trimestre si potrebbe registrare un rimbalzo di attività, non in tutti i settori, ma tale da riportare la crescita annua in territorio positivo nel 2021.

Tab. 3 – Effetti di uno *shutdown* delle attività non essenziali di un mese sul PIL

	GDP and sectors	Coefficient	GDP and sectors with shutdown
Gross domestic product	100	GDP loss: -7.5%	92.545
Private industries	87.7		79.015
Agriculture, forestry, fishing, and hunting	0.8	5	0.76
Mining	1.4	5	1.33
Utilities	1.6	0	1.6
Construction	4.1	5	3.895
Manufacturing, durable goods	6.2	20	4.96
Manufacturing, nondurable goods	4.7	10	4.23
Wholesale trade	6	10	5.4
Retail trade	5.5	20	4.4
Transportation and warehousing	3.2	70	0.96
Information	5.2	0	5.2
Finance and insurance	7.6	0	7.6
Real estate and rental and leasing	13.4	5	12.73
Professional and business services	12.9	0	12.9
Educational services	1.2	0	1.2
Health care and social assistance	7.6	-20	9.12
Arts, entertainment, recreation, accommodation, and food services	4.2	80	0.84
Other services, except government	2.1	10	1.89
Government	12.3	-10	13.53

Nota: la colonna "Coefficient" indica la variazione % per settore. Fonte: Bureau of Economic Analysis, prev. Intesa Sanpaolo

Questa "simulazione" è soggetta a due tipi di rischi, entrambi verso il basso. Il primo tipo di **rischio è epidemiologico** e ha due facce. Da un lato, un solo trimestre di contenimento potrebbe non essere sufficiente ad appiattire la curva della pandemia. Dall'altro, come in gran parte delle epidemie, ci potrebbe essere una fase di stabilizzazione e una successiva recrudescenza di contagi nel 4° trimestre, che generi un nuovo periodo di misure di contenimento, se pure meno draconiane di quelle del 2° trimestre. Il secondo **rischio è di tipo economico**. Le misure di policy annunciate e attuate (v. sotto) potrebbero non essere sufficienti a traghettare l'economia dalla fase attuale di blocco di attività, crollo di consumi e di *cash-flow* fino a un ritorno alla normalità senza una spirale di default, crollo prolungato dei redditi ed effetti-domino negativi sui mercati finanziari. In questo caso, la profonda ma breve recessione ipotizzata potrebbe trasformarsi in una depressione.

Le **informazioni macroeconomiche** raccolte dopo l'inizio della diffusione dell'epidemia in USA danno indicazioni coerenti con il quadro violentemente negativo della simulazione dal lato dell'offerta.

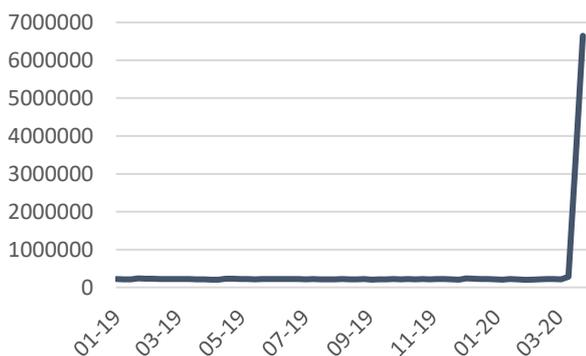
- La New York Fed ha costruito un nuovo indicatore, il **Weekly Economic Index (WEI)**, per prevedere l'andamento dell'attività economica su base settimanale utilizzando come input sussidi, vendite settimanali, produzione di acciaio e di elettricità, indici di assunzioni, vendite di carburanti. In base all'ultima rilevazione, l'indice punterebbe a una contrazione di circa -4,5% a/a del PIL, in linea con una contrazione trimestrale annualizzata di circa -20% t/t ann.

■ I dati dei sussidi segnalano, autonomamente, che il mercato del lavoro è passato nel giro di due settimane dal pieno impiego a una situazione di disoccupazione a due cifre, con un conseguente crollo atteso dei consumi, rinforzato dalle misure di soppressione delle attività aggregative. Infatti, i nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 28 marzo sono aumentati a 6,648 mln da 3,341 mln della settimana precedente. Gli stati riportano che la prevalenza dei nuovi sussidi è concentrata nei servizi, in particolare i settori dell'ospitalità e della ristorazione. Tuttavia si segnala un'estensione dell'impennata di richieste anche ad altri settori, inclusi il manifatturiero, le costruzioni e il commercio.

Sommando i nuovi sussidi delle ultime due settimane ai disoccupati di febbraio, otteniamo un totale di 14,48 mln di disoccupati a fine marzo. Questo darebbe, a parità di tasso di partecipazione, un **tasso di disoccupazione di 8,8% a marzo**, stima per difetto per il mese scorso, dato che non tutti coloro che non hanno percepito un salario per via dell'emergenza coronavirus hanno perso il lavoro (possono essere in aspettativa) e non tutti coloro che hanno perso il lavoro avranno fatto richiesta per il sussidio. **Questo non è il numero che sarà registrato dai dati dell'employment report di marzo**, la cui settimana di rilevazione precedeva l'esplosione dell'epidemia, con solo 282 mila nuovi sussidi di disoccupazione. Solo con il rapporto di aprile avremo informazioni aggiornate al vero stato del mercato del lavoro.

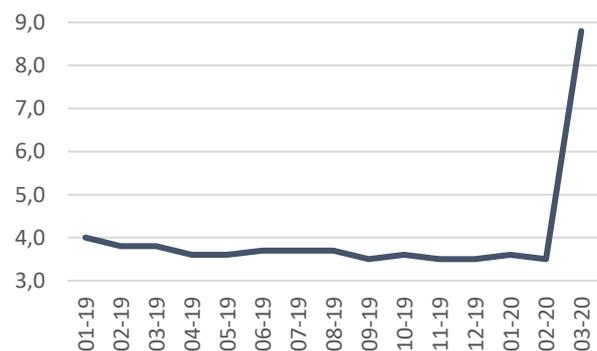
Si può però fare un semplice esercizio per stimare il livello del tasso di disoccupazione nel 2° trimestre, come suggerito dalla St Louis Fed. La **platea di possibili nuovi disoccupati nel 2° trimestre**, può andare da 27,3 mln (occupati a febbraio in settori ad elevato contatto con la clientela) a 66,8 mln (occupati in settori non essenziali e che non possono lavorare da casa), con un possibile intervallo di previsione per il tasso di disoccupazione compreso fra il 20 e il 44%, con un **valore medio di 32%**, ipotizzando un tasso di partecipazione in linea con quello di febbraio. Il livello del tasso di disoccupazione sarà influenzato da diversi fattori nei prossimi mesi: verso l'alto, dall'incentivo a richiedere i sussidi (che indurranno gli individui senza lavoro a definirsi disoccupati), verso il basso dal potenziale distacco dalla forza lavoro causato dalla percezione di difficoltà a trovare un'altra occupazione e dal mantenimento dei dipendenti sulle buste paga da parte di imprese che faranno ricorso ai prestiti sovvenzionati dai pacchetti di intervento fiscale. In ogni caso la previsione è di **un tasso di disoccupazione probabilmente fra il 10 e il 15%**.

Fig. 3 – Nuovi sussidi di disoccupazione: nel grafico non c'è un errore, purtroppo



Fonte: Department of Labor

Fig. 4 – Il tasso di disoccupazione a marzo potrebbe essere vicino al 9%, ma non sarà registrato dall'employment report

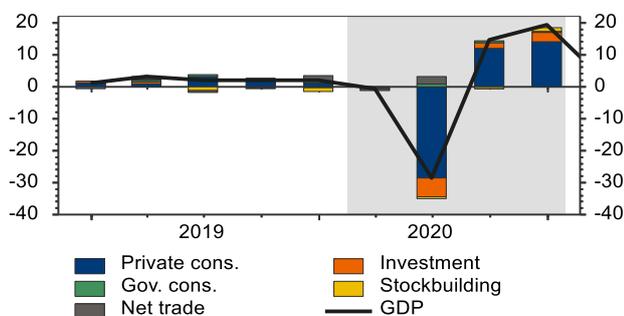


Fonte: FRED, simulazione marzo 2020 Intesa Sanpaolo

La contrazione dell'attività nel 2° trimestre non può essere evitata, ma può essere mitigata con un contenimento degli effetti dell'aumento della disoccupazione e un sostegno al reddito disponibile delle famiglie, da un lato, e con trasferimenti e prestiti alle imprese per evitare bancarotte e chiusure dovute a carenza di *cash-flow* e di liquidità, dall'altro. Nelle sezioni successive elenchiamo le misure adottate finora, sapendo che probabilmente saranno integrate da nuovi interventi, sia fiscali sia monetari. Queste misure sono alla base della **previsione di un**

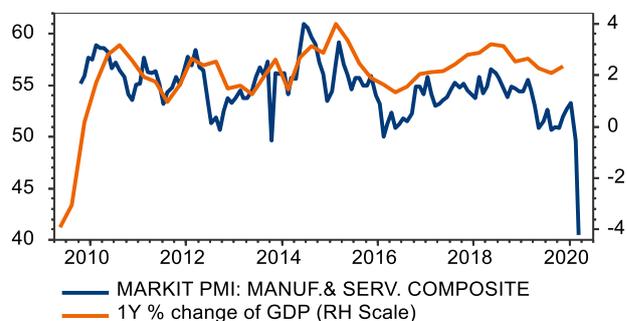
rimbalzo dell'attività nella seconda metà dell'anno, con una variazione annua attesa del PIL in territorio positivo nel 2021 (v. fig. 5).

Fig. 5 – Questo è “il migliore dei mondi possibili”: crollo nel 2° trimestre, rimbalzo nel 2° semestre



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Indicazioni di collasso dell'attività dai PMI di marzo, che risentono ancora solo parzialmente degli effetti del lockdown



Fonte: Refinitiv Datastream

Il sostegno della politica economica per contenere la recessione

La risposta di politica economica all'emergenza è stata senza precedenti e ha incorporato una cooperazione record fra politica fiscale e politica monetaria, essenziale per contenere gli effetti del lockdown.

■ **Politica fiscale: interventi record per circa il 10% del PIL, e in ulteriore aumento.** I pacchetti fiscali attuati dal Congresso sono per ora tre, mentre è già iniziato il lavoro sulla fase 4.

Fase 1. 8,3 mld (terapie, ricerca, fondi a Medicaid).

Fase 2. 104 mld (finanziamento di 10 giorni di malattia pagati e fino a tre mesi di congedo pagato per malattia e/o motivi familiari, supporto per la spesa sanitaria).

Fase 3. 2,2 tln con il “**Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES Act)**”. Il Center for a Responsible Federal Budget (CRFB) aggrega le diverse misure in macro-categorie, descritte nella tabella 4 (v. sotto). Le misure si possono raggruppare in cinque grandi voci.

- Misure dirette per il sostegno del reddito disponibile delle famiglie per 550 mld** - estensione ed espansione dei sussidi di disoccupazione; trasferimenti diretti di 1.200 dollari per persona +500 dollari per figlio minore a individui con reddito inferiore a 75 mila dollari, e ammontare dell'assegno in calo per redditi più elevati fino a 99 mila dollari.
- Misure per piccole imprese per 377 mld** - prestiti e sovvenzioni, finanziamenti a fondo perduto per salari, affitti, interessi e utility.
- Prestiti, garanzie su prestiti e trasferimenti a imprese e governi (Stati ed Enti locali) per 510 mld** - prestiti e garanzie, fra cui prestiti e trasferimenti a società del trasporto aereo e a imprese “vitali” per la sicurezza nazionale (e.g., Boeing); di cui 454 mld di fondi da utilizzare come garanzia per una nuova facility della Fed, che potrà erogare finanziamenti fino a 4,5 tln, con partecipazione del Tesoro al capitale.
- Supporto per Stati ed Enti locali, spesa sanitaria, istruzione, assistenza redditi bassi, trasporti, fondi di emergenza, altro per 545 mld.**
- Riduzione di imposte di 280 mld per le imprese e di 10 mld per le famiglie.**

Le colonne portanti del pacchetto sono due. 1) **Trasferimenti diretti alle famiglie e sussidi**, che devono sopperire alla perdita di reddito immediata dovuta al drastico aumento della disoccupazione. 2) **Prestiti e garanzie sui prestiti alle imprese** di tutte le dimensioni, per evitare

fallimenti e chiusure definitive di attività di fronte al crollo dei *cash-flow* e della domanda. I fondi alle imprese sono condizionati al mantenimento degli occupati per i prossimi sei mesi. Una parte degli interventi a favore delle imprese prevede finanziamenti erogati dalla Fed e garantiti dal Tesoro, con acquisizione di quote di capitale, sulla falsariga di quanto avvenuto durante la crisi finanziaria.

Tab. 4 – Cosa c'è nel CARES Act?

Provision	Bn
Expand and Extend unemployment benefits	260
Boost unemp. benefits by \$600/wk, cover addit. workers, provide 13 wks extra of benefits, other	
Issue one-time checks	290
Provide tax rebates of \$1,200 per adult and \$500 per child, phased out above \$75 k of income	
Provide Small Business Loans and Grants	377
Support, issue, and guarantee loans to small businesses; offer loan forgiveness for funds spent on payroll, rent, mortgage interest, and utilities forgiven.	366
Provide emergency grants for small businesses	10
Issue grants related to small businesses and entrepreneurial development	1
Support Loans and Loan Guarantees for Large Businesses and Governments	500
Provide loans to passenger airlines	25
Provide loans to cargo airlines	4
Provide loans to firms vital to maintaining national security	17
Federal Reserve facility offering up to \$4.5 trillion of loans to businesses, states, and municipalities	454
Support State & Local Governments	150
Provide aid to states (at least \$1.25 billion per state)	150
Increase Health-Related Spending	>180
Increase hospital and public health funding	100
Increase preparedness funding	27
Increase funding for community health centers	6
Increase Medicare payments, expand telehealth&home services, repeal Medicare sequester	20
Increase funding for the CDC, FDA, NIH, IHS, and other health-related agencies	10
Increase funding toward veterans and defense health	20
Support the Safety Net	42
Increase SNAP (food stamps) and child nutrition funding	25
Increase child and family services funding	5
Boost housing support	12
Increase Disaster Assistance	45
Expand FEMA disaster assistance fund	45
Increase Education Spending	>32
Establish education stabilization fund for states, school districts, and higher education institutions to respond to COVID-19 crisis	31
Enact suppl. appropriations for Dept of Education programs to respond to COVID-19 crisis	<1
Defer payments and interest on federally-held student loans for 6 months	?
Support Transportation Providers and Industries	72
Grants to air carriers and airline contractors to avoid furloughs and pay cuts	33
Additional infrastructure grants to transit providers, including state and local governments	25
Grants to publicly owned commercial airports	10
Suspend temporarily airline ticket, cargo, and fuel taxes	4
Reduce Individual Taxes	10
Loosen caps on deductibility of charitable giving as a share of income	1
Provide temporary deduction for up to \$300 of charitable donations by nonitemizers	2
Allow up to \$100,000 to be withdrawn from retirement accounts for coronavirus-related reasons	3
Temporarily waive retirement minimum distribution rules	5
Temporarily exclude employer-provided student loan assistance from income	?
Cut Business Taxes	280
Loosen caps on the deductibility of interest and operating losses	210
Offer payroll tax credits for businesses who retain workers at a loss	55
Delay employer payroll tax payments from 2020 to 2021 and 2022	12
Allow retailers and restaurants to write off cost of improvements	?
Other spending	>25
TOTAL	2.3 tln

Nota: il CRFB rileva che il totale delle misure sulla base dell'aggregazione presentata nella tabella somma a più di 2 tln di dollari, e segnala che la valutazione delle singole voci dovrà essere aggiornata con dati più precisi sulla stima del valore delle misure. Fonte: Center for a Responsible Federal Budget.

Stafford Act. Dichiarazione dello stato di emergenza nazionale e utilizzo di 50 mld di dollari fra fondi della Federal Emergency Management Agency e altri fondi per disastri naturali.

Spostamento di 6 mesi del termine per il pagamento delle imposte sul reddito delle persone fisiche dal 15 aprile al 15 ottobre.

Fase 4. La leadership democratica ha già annunciato la predisposizione di un quarto pacchetto che dovrebbe fornire **ulteriore sostegno diretto alle famiglie ed estendere alcune delle misure delle fasi 2 e 3** (soprattutto trasferimenti a stati ed enti locali, che potrebbero essere travolti dall'aumento delle spese per sanità e assistenza), alla luce del probabile proseguimento dell'emergenza nella seconda parte della primavera. Trump ha indicato che la fase 4 potrebbe includere spese per infrastrutture. In conclusione, la rete di sicurezza predisposta con il CARES Act dovrebbe contenere gli effetti dello shock ed evitare una possibile spirale depressiva, anche se non potrà evitare la contrazione del PIL nel 2° trimestre e una ristrutturazione di alcuni settori direttamente colpiti dallo shock (trasporto aereo, *in primis*).

Una delle questioni rilevanti per valutare l'efficacia degli interventi sarà **l'entità del ricorso ai prestiti da parte delle imprese**, che potrebbe essere frenato dai vincoli sul livello degli occupati e, per le imprese più grandi, dalla perdita di libertà decisionale dovuta all'entrata del Tesoro nel capitale azionario. Mentre alcune grandi società saranno "costrette" a ricorrere all'intervento statale (per esempio Boeing, di rilevanza nazionale anche per le forniture per la difesa) e all'acquisizione di capitale da parte del Tesoro, altre potrebbero ricorrere al mercato direttamente con prestiti ed emissione di bond (v. fig. 7), come stanno facendo ora, per evitare vincoli su una eventuale ristrutturazione dell'attività. Questo potrebbe essere particolarmente vero per le imprese che operano nei settori colpiti direttamente dall'emergenza (ricreazione e tempo libero, linee aeree, commercio al dettaglio), che potrebbero ritenere più efficiente ristrutturarsi in questa fase, nell'aspettativa che il loro business sia radicalmente modificato su un orizzonte di 1-2 anni.

Anche nella migliore delle ipotesi (*shutdown* di un solo trimestre, ripresa a partire dall'estate), una pesante eredità di questa crisi sarà un'impennata del debito, sia privato sia pubblico. Il deficit federale/PIL potrebbe portarsi verso il 15% (o oltre), con una nuova spinta verso l'alto del debito/PIL. Tuttavia, gli effetti della crisi saranno, almeno nella prima fase, probabilmente disinflazionistici, limitando i rischi dell'impennata del debito. Un'eventuale ripresa inflazionistica collegata alla monetizzazione del debito non si può escludere su un orizzonte più lungo.

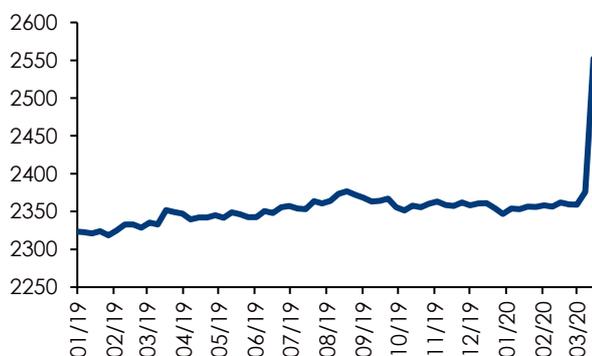
- **Politica monetaria: la Fed dispiega più di un "bazooka".** In meno di due settimane la Fed ha messo a punto misure aggressive con tutti gli strumenti disponibili, inventandone anche di nuovi. Le prime misure sono state convenzionali o semi-convenzionali, ma successivamente si sono varcati nuovi limiti, con una cooperazione Banca centrale/Tesoro che sostanzialmente monetizza una parte del futuro debito federale. Per la parte di interventi della Fed che implicano l'assunzione di rischio di credito da parte della Banca centrale, è stata invocata la sezione 13(3) del Federal Reserve Act, che autorizza tali azioni in caso di condizioni "inusuali e pressanti" con l'approvazione del Tesoro.

- Tassi a zero (riduzione di 150pb)**
- Massiccia offerta di **liquidità domestica** (con repo frequenti e di grande dimensione). Invito alle banche a utilizzare la finestra di sconto per ottenere liquidità e allentamento dei requisiti di capitale.
- Offerta di liquidità a livello **internazionale**, con linee di swap concordate con 14 Banche centrali. Apertura di una nuova facility a partire dal 6 aprile per prestare dollari a Banche centrali internazionali a fronte dei loro portafogli di Treasury detenuti presso la Fed. Con questa nuova facility, la Fed è in grado di prestare dollari alle Banche centrali di paesi emergenti non incluse nelle linee di swap, al contempo frenando la vendita di Treasury altrimenti necessaria per ottenere dollari.

- **Programma di acquisto** di Treasury e MBS, all'inizio per almeno 700 mld, poi trasformato in un programma **illimitato nel tempo e nelle dimensioni**, con l'inclusione di Commercial Mortgage Backed Securities fra i titoli acquistabili. Il bilancio della Fed vola verso, e forse oltre, i 5 tln (v. fig. 8).
- Misure mirate a **sostenere i mercati diventati disfunzionali**, con facility a supporto dei fondi di mercato monetario, della carta commerciale, dei *primary dealer*, in alcuni casi con la garanzia di fondi del Tesoro.
- **Finanziamento diretto** (mediato da Special Purpose Vehicle e garantito da fondi del Tesoro) **a favore di imprese e famiglie**, con facility che intervengano direttamente con prestiti alle imprese, acquisti di corporate bond (sia sul primario sia sul secondario) e acquisti di titoli garantiti da prestiti alle famiglie e alle piccole/medie imprese. Il Tesoro chiude il cerchio con i 454 mld di fondi a garanzia di interventi della Fed a favore delle imprese fino a 4,5 tln (v. sopra), oltre ai fondi dell'Exchange Stability Fund utilizzati a garanzia degli interventi per i fondi di mercato monetario, per la carta commerciale e per i corporate bond.

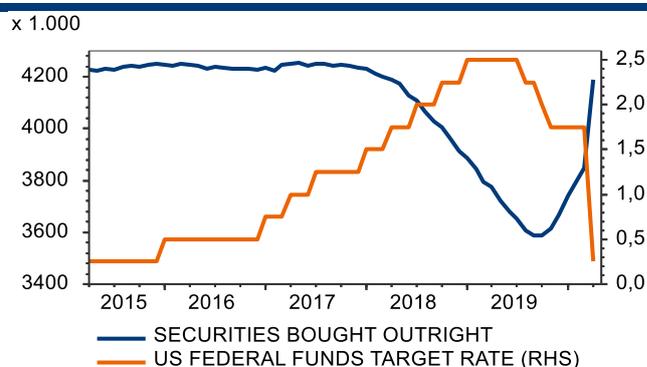
L'intervento della Fed è stato rapido e proattivo, con la predisposizione di misure già rodiate durante la crisi finanziaria e la creazione di nuove facility per trasmettere il credito (quasi) direttamente a imprese e famiglie, evitando un collasso del sistema economico e un congelamento di quello finanziario. L'iniezione di riserve e di liquidità ha ridotto la disfunzionalità dei mercati. Sarà da vedere se e in che misura le imprese ricorreranno agli strumenti offerti dalle autorità fiscali e monetarie e quanto le banche restringeranno le condizioni del credito alle famiglie. La necessità di fondi ha già indotto un'impennata nei prestiti industriali e commerciali, determinata dall'utilizzo delle linee di credito da parte delle imprese (fig. 7).

Fig. 7 - Prestiti industriali e commerciali: le imprese utilizzano le linee di credito per far fronte all'emergenza



Nota: dati in migliaia di dollari. Fonte: FRED

Fig. 8 – Tassi a zero e bilancio della Fed verso nuovi massimi



Nota: dati acquisti di titoli da parte della Fed in mln di dollari. Fonte: Refinitiv Datastream

Conclusioni: recessione violenta nel 2° trimestre, misure efficaci per “comprare tempo”, probabile rimbalzo nel 2° semestre, rischi verso il basso

La diffusione dell'epidemia di COVID-19 negli USA ha dato luogo a misure di *social distancing* e *lockdown* simili a quelle adottate negli altri paesi. L'adozione ritardata di tali misure non ha potuto impedire l'emergenza sanitaria e il collasso delle strutture ospedaliere, non adeguate al numero di contagiati, nelle aree più colpite.

Gli interventi delle autorità fiscali e monetarie hanno impedito il collasso economico e finanziario, senza però poter evitare una contrazione del PIL probabilmente vicina a -30% t/t ann. e un tasso di disoccupazione intorno al 15% nel 2° trimestre, a seconda del livello della partecipazione. Lo scenario successivo è ancora più incerto. La previsione è di rimbalzo dell'attività nel secondo

semestre, ma è soggetta a rischi verso il basso, sia economici sia epidemiologici. La volontà della Fed, del Congresso e dell'Amministrazione di fare tutto quello che è necessario per sostenere economia e mercati, mette un limite inferiore al range di possibili conseguenze dell'epidemia, ma porta il sistema in territorio inesplorato, in termini di livelli di debito e deficit, da un lato, e di intervento monetario dall'altro.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001> che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com