

Focus Stati Uniti

2021: con immunità di gregge e nuovo stimolo fiscale, mind the (output) gap!

Nel 2021, la diffusione dei vaccini e l'arrivo di una dose doppia di stimolo fiscale dovrebbero determinare un boom di consumi e una crescita del PIL oltre il 6%. Sulla previsione di crescita ci sono rischi verso il basso dal lato della pandemia e verso l'alto dallo stimolo fiscale, a cui sono associati anche rischi verso l'alto sull'inflazione.

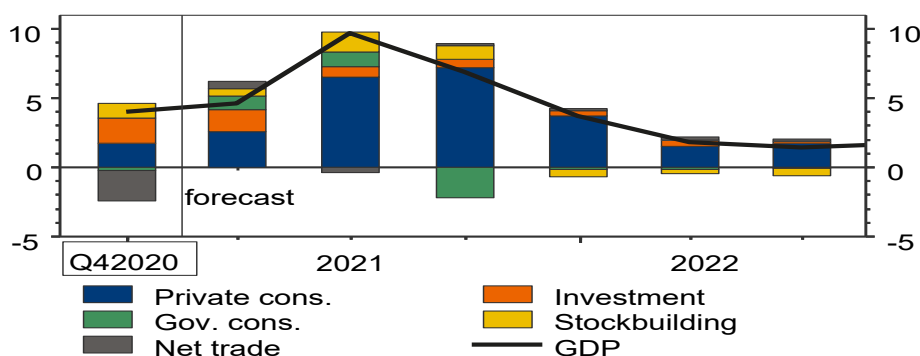
Il 2021 si apre con svolte positive per entrambi i fattori che hanno rallentato la crescita a fine 2020: **pandemia e stimolo fiscale**.

La curva dei contagi ha svoltato e la campagna vaccinale sta accelerando, con più del 12% della popolazione che ha già ricevuto almeno una dose di vaccino e il 4,2% immunizzato con due dosi. La disponibilità di dosi garantita dai contratti in essere e il ritmo di somministrazioni giornaliere (al 16 febbraio, media settimanale 1,72 mln) in ulteriore aumento dovrebbero determinare il **raggiungimento dell'immunità di gregge entro l'estate**. I **rischi su questo fronte restano verso il basso**, collegati alla diffusione di mutazioni del virus che potrebbero ridurre l'efficacia dei vaccini. Per esempio, il CDC prevede che la variante inglese diventi dominante entro marzo.

Per quanto riguarda lo **stimolo fiscale**, a inizio 2021 si sentono già gli effetti del pacchetto da 900 mld approvato a fine 2020, mentre è in preparazione il nuovo piano di emergenza dell'amministrazione Biden. Prevediamo che l'American Rescue Plan presentato da Biden **venga parzialmente ridimensionato** dalla proposta iniziale di 1,9 tln, verso un intervento intorno a 1,2 tln, concentrato su misure a sostegno delle famiglie, con un effetto sulla crescita 2021 di 1,7pp e sull'inflazione annua di circa 0,3pp. **La nostra previsione è di crescita del PIL di 6,2% nel 2021 e 3,1% nel 2022. I rischi sono verso l'alto su crescita e inflazione, e dipendono dall'entità del nuovo pacchetto fiscale**. Se l'amministrazione approverà invece un pacchetto da 1,9 tln, crescita e inflazione sarebbero anche più elevati con possibile instabilità per l'inflazione e i prezzi degli asset.

Il tema centrale del 2021 è il boom atteso per i consumi sulla scia di due fattori: 1) aumento del reddito disponibile delle famiglie con elevata propensione al consumo grazie ai pacchetti fiscali e 2) ripresa della domanda di servizi nella seconda metà dell'anno da parte delle famiglie con redditi medio-alti e un elevato livello di risparmio in eccesso accumulato dall'inizio della pandemia.

Crescita del PIL e contributi delle componenti della domanda: lunga vita ai consumatori!



Nota: crescita i/t ann. del PIL e contributi in punti percentuali. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

17 febbraio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Boom di consumi, spinto dallo stimolo fiscale e dai vaccini

Pandemia e fine dello stimolo fiscale hanno frenato la crescita a fine 2020. Il 2021 si apre con un'inversione su entrambi i fronti e promesse di forte accelerazione della crescita dal 2° trimestre in poi. Il focus ora è sul ritmo della **diffusione dei vaccini** e sulla **dimensione del nuovo pacchetto di emergenza**, che non dovrebbe eccedere 1 tln di dollari per non scontrarsi con il vincolo della capacità produttiva disponibile. Se l'amministrazione Biden insisterà per un pacchetto da 1,9 tln, il quadro macroeconomico sarà soggetto a rischi di surriscaldamento dal 2° semestre in poi.

Il 2021 si apre con prospettive favorevoli sui due fronti che hanno frenato la crescita a fine 2020, la terza ondata pandemica e la fine dello stimolo fiscale.

Sul fronte della **pandemia**, la svolta della curva dei contagi, iniziata a metà gennaio in seguito alle misure di contenimento e a comportamenti più cauti, e i progressi della campagna vaccinale danno segnali incoraggianti per una riaccelerazione dell'attività già dal 1° trimestre. Dal 2° semestre in poi, grazie al probabile raggiungimento dell'immunità di gregge in estate, il ritorno a una quasi-normalità pre-COVID dovrebbe liberare un **boom di domanda di servizi**, alimentato dal risparmio "in eccesso" accumulato nell'ultimo anno e superiore a 1,5 tln di dollari.

Per quanto riguarda lo **stimolo fiscale**, l'attuazione di misure espansive per circa 900 mld di dollari previste dal pacchetto di fine 2020 sostiene la crescita nel 1° trimestre, con un balzo atteso del reddito disponibile di oltre il 10% e una riaccelerazione dei consumi dopo la frenata dell'autunno. Ci sarà poi una seconda fase di stimolo, con un pacchetto di entità ancora incerta, ma compresa fra 1 e 1,9 tln di dollari, a seconda della strategia che seguirà l'amministrazione Biden per ottenere il via libera in Senato. **La nostra previsione è per un intervento di circa 1,2 tln.** Se i democratici vorranno procedere con un pacchetto della dimensione dell'American Rescue Plan (ARP) presentato a metà gennaio, con misure per 1,9 tln, a nostro avviso emergerebbero rischi di surriscaldamento nella parte finale del 2021 e nel 2022.

Nelle sezioni che seguono delineiamo gli scenari per i due fattori cruciali del 2021, con **rischi verso il basso sul fronte della pandemia e verso l'alto su quello della politica fiscale.**

Pandemia: immunità di gregge entro l'estate?

Il rallentamento della **curva di contagi** da metà gennaio (v. fig. 1) è positivo per l'evoluzione dello scenario del 1° trimestre, pur in presenza di rischi collegati alla diffusione di nuove **varianti del virus**, in particolare di quella inglese (B.1.1.7). I casi di questa variante sono presenti in 34 Stati e sono già in rapida crescita in Florida e California. Il CDC prevede che entro marzo questa variante diventerà dominante negli USA.

La svolta potenzialmente definitiva sul fronte della pandemia dipende quindi dall'efficacia e dalla velocità della **campagna vaccinale**. Da metà gennaio, il ritmo delle somministrazioni è accelerato in misura significativa (v. fig. 2), ed è ora in media pari a 1,67 mln di dosi giornaliere. Al momento appare realistico prevedere il raggiungimento dell'immunità di gregge intorno a luglio. Come appare dalla tabella 1, le dosi ordinate dagli USA, per un totale di 700 milioni, sarebbero in grado di immunizzare 400 mln di persone (300 mln con i vaccini da due dosi e 100 mln con il vaccino monodose di J&J). Al momento sono stati approvati per utilizzo di emergenza i vaccini di Moderna e Pfizer, mentre J&J ha fatto domanda di utilizzo di emergenza per il suo vaccino da 1 dose e riceverà un parere definitivo dall'FDA entro fine febbraio. Inoltre, gli USA hanno anche opzioni di acquisto di almeno 100 mln di dosi del vaccino NovaVax, che non ha ancora concluso la fase 3 di sperimentazione, ma potrebbe avere i risultati definitivi entro un paio di mesi, e di dosi da AstraZeneca.

La **popolazione adulta** degli USA è pari a circa 258 mln, su un totale di 330 mln. L'immunità di gregge è stimata fra il 70% e il 90% della popolazione, a seconda della trasmissibilità del virus.

Due condizioni per il boom del 2021: immunità di gregge e nuovo stimolo fiscale

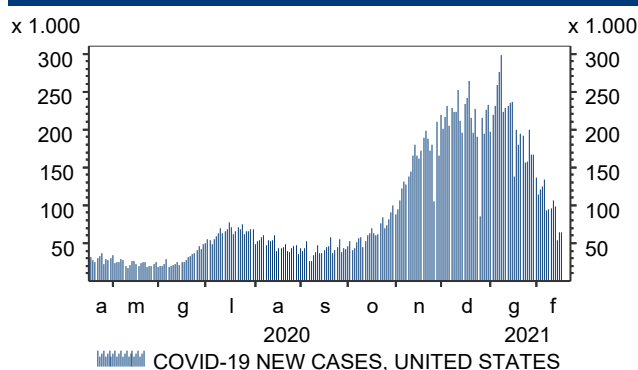
Svolta della curva dei contagi, ma l'arrivo delle mutazioni genera rischi di nuovi rialzi

Campagna vaccinale in accelerazione

Possibile l'immunità di gregge entro l'estate

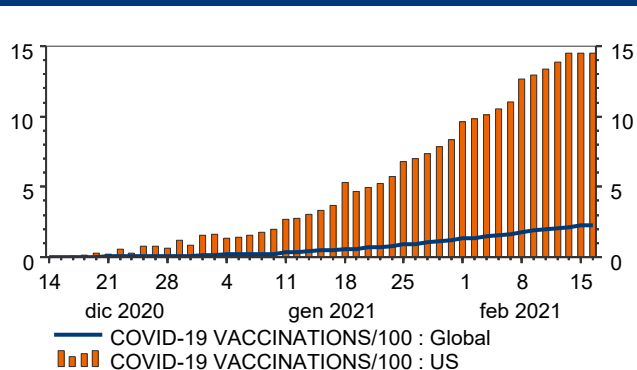
Questo intervallo relativo all'intera popolazione è pari a 231-297 mln. Considerando invece solo la popolazione >18 anni, l'intervallo sarebbe pari a 179-231 mln. Le quantità di dosi acquistate dagli USA (incluso J&J) dovrebbero essere **sufficienti a coprire l'intera popolazione**. La seconda questione rilevante è la velocità di somministrazione dei vaccini. Attualmente il ritmo di vaccinazioni giornaliere è in media pari a 1,72 mln, con la previsione di ulteriore aumento. La tabella 2 mostra **un'ipotesi di media giornaliera di somministrazioni plausibile, compatibile con l'immunità di gregge entro l'estate**. Questa è una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per una forte accelerazione della crescita (guidata *in primis* dalla domanda di servizi) dal 2° semestre in poi.

Fig. 1 – La terza ondata pandemica si sta ritirando...



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ... e la curva delle vaccinazioni accelera



Fonte: Refinitiv Datastream

Tab. 1 – Dosi ordinate dagli USA per vaccini approvati e/o in via di approvazione

US orders	Dec 2020	March 2021	June 2021	July 2021	Sept 2021	total
Pfizer	25	75	70	30	100	300
Moderna	20		180		100	300
J&J			100			100
total doses	45	75	350	30	200	700
effective vaccines	22.5	37.5	225	15	100	400
memo:						
Population	330					
Pop. >18	256					

Dati in mln. Fonte: CDC, NYT, Ourworld indata, Census Bureau

Tab. 2 – Ipotesi per raggiungere l'immunità di gregge entro l'estate

	avg doses per day	shots administered	people immunized
end of Mar	1.3	103.2	51.6
end of Jun	1.5	135	67.5
end of Jul	2	180	
of which			
- Moderna/Pfizer		100	50
- J&J		80	80
Total		418.2	249.1

Dati in mln. Fonte: Intesa Sanpaolo su dati CDC

Stimolo fiscale: *mind the (output) gap!*

Il Congresso ha approvato, da aprile 2020 in poi, **misure anti-COVID per circa 4,1 tln di dollari**, con un effetto sul deficit stimato in 3,4 tln. Secondo il Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) finora sono stati spesi e/o impegnati 3 tln.

Nel 2021 la politica fiscale fornirà ampio supporto alla crescita in **due fasi**: l'intervento bipartisan di fine 2020 (**Response & Relief Act**, RRA, 900 mld) con effetti sul 1° trimestre, e il pacchetto dell'amministrazione Biden (**American Rescue Plan**, ARP) con un impatto concentrato sul 2° e 3° trimestre. In entrambi i pacchetti, le misure di sostegno al reddito disponibile delle famiglie sono predominanti. L'ARP include misure per 1,9 tln, ma la versione definitiva è ancora incerta, con un'entità dipendente dai negoziati sia fra i partiti sia all'interno del partito democratico (v. sotto).

■ **RRA: 900 mld di dollari**. Il principale focus del RRA è il **sostegno del reddito disponibile delle famiglie** attraverso assegni per 600 dollari/persona ed estensione/espansione dei programmi

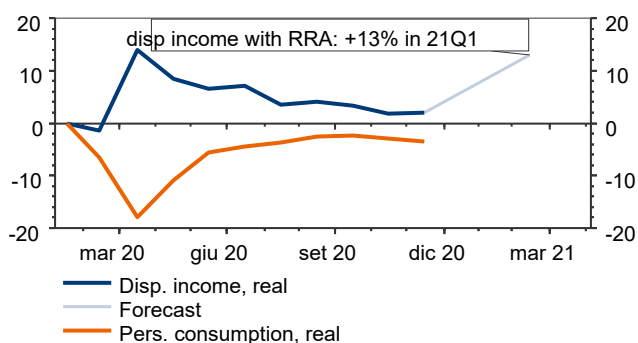
Stimolo fiscale: 4,1 tln di dollari approvati finora, 3 tln spesi...

...di cui 900 mld con effetti sul 1° trimestre 2021, a cui si aggiungerà la nuova manovra di Biden

Response & Relief Act

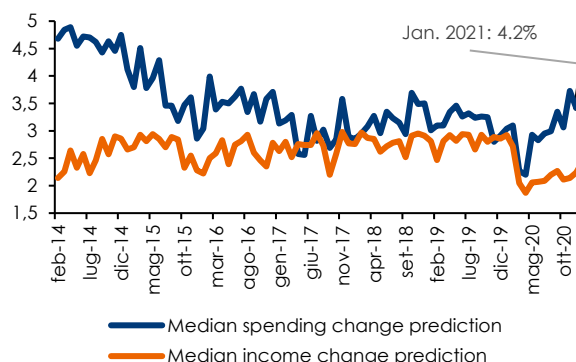
federali di emergenza per i disoccupati, con un'integrazione di 300 dollari/settimana e una durata di tre mesi (fino a fine marzo). Per ora sono stati erogati 189 mld sul totale di 900 mld, con 129 mld di assegni alle famiglie già accreditati. Il reddito disponibile delle famiglie dovrebbe aumentare di più del 10%, con una spinta significativa ai consumi fra il 1° e il 2° trimestre (v. figg. 3 e 4). Secondo il CRFB, con un moltiplicatore medio intorno a 0,7, il pacchetto avrebbe un **effetto di stimolo economico pari a 615 mld**.

Fig. 3 – Nuovo rialzo del reddito disponibile nel 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati CRFB e Refinitiv Datastream

Fig. 4 – Le famiglie stanno già prevedendo un rimbalzo della spesa



Fonte: Federal Reserve Bank of NY, Survey of Consumer Expectations

■ **ARP: misure per 1,9 tln di dollari, ma ancora da definire in Congresso.** La nuova amministrazione ha presentato a metà gennaio l'American Rescue Plan (ARP), con misure di emergenza per 1,9 tln. Il piano prevede un ampio incremento del sostegno a favore delle famiglie, con un nuovo trasferimento diretto (1400 dollari/persona), l'estensione e l'espansione dei programmi federali per la disoccupazione fino a settembre (inclusa un'integrazione di 400 dollari/settimana dei sussidi statali), oltre a fondi per gli stati, per le piccole imprese, per il contrasto a COVID e per la riapertura delle scuole. Adattando le stime del CBO per i moltiplicatori delle misure del CARES Act di aprile 2020¹, **l'impatto economico diretto dell'ARP si può stimare in circa 1300 mld di dollari**.

L'American Rescue Plan prevede 1,9 tln di dollari, ma probabilmente verrà ridimensionato

Tab. 3 – L'American Rescue Plan prevede misure per 1,9 tln di dollari

Provision	Deficit Economic Multiplier		
	impact	impact	
Provide \$1,400 per person "Recovery Rebates" on top of the \$600 already issued	465	279	0.6
Provide aid to state and local governments	350	315	0.9
Increase Unemployment Insurance supplement to \$400/week and extend emergency UI provisions through September	350	245	0.7
Provide funding for a national vaccination program, testing and other COVID efforts	160	128	0.8
Fund school reopening and increase funding to schools	170	119	0.7
Expand the Child Tax Credit	120	36	0.3
Provide rental and small landlord support	30	12	0.4
Provide support to childcare providers	25	15	0.6
Other	200	120	0.6
Total Reported Cost	1900	1269	0.62

Fonte: CRFB e stime Intesa Sanpaolo su dati CRFB e CBO

Un gruppo di 10 **senatori repubblicani moderati**, che avevano partecipato alla stesura del pacchetto di fine 2020, ha presentato **una versione "minima" di misure di emergenza** per 618 mld, con un ridimensionamento di molte voci (tranne quella mirata al contrasto a COVID) e l'eliminazione di quelle relative a scuola, stati e crediti di imposta.

I due pacchetti sono di dimensione non accettabile alla controparte, ma a fine gennaio erano iniziati i negoziati alla ricerca di un compromesso. La strategia dell'amministrazione non

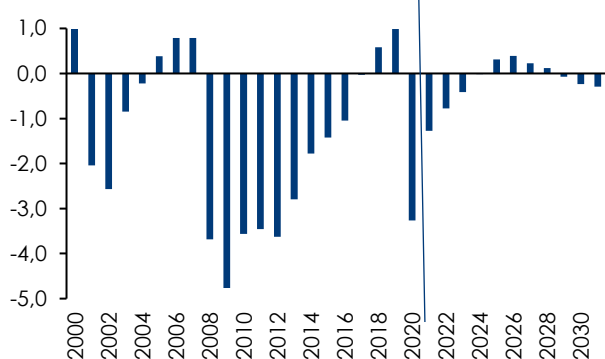
¹ V. Key Methods That CBO Used to Estimate the Effects of Pandemic-Related Legislation on Output, Working Paper 2020-07.

è ancora stata chiarita, tuttavia nelle ultime settimane **è diventato più probabile che il pacchetto anti-COVID venga approvato lungo linee di partito**, con maggiore libertà per la nuova amministrazione nel definire contenuti ed entità. I democratici hanno fatto il primo passo in questa direzione, approvando alla Camera e al Senato una risoluzione di budget che incorpora il pacchetto da 1,9 tln. Questo apre la strada all'utilizzo della **procedura di reconciliation**, con cui il Senato può approvare misure relative al budget con 51 voti, purché siano neutrali sul deficit oltre l'orizzonte considerato (10 anni).

L'ARP, pari a circa 9% del PIL, è di dimensione tale da rendere essenziale una sua valutazione **in relazione all'output gap**, anche alla luce del rapido riavvicinamento del PIL al potenziale, grazie agli interventi del 2020. Il CBO ha pubblicato recentemente lo scenario macroeconomico per il 2021-31, con stime aggiornate dell'*output gap*, a 800 mld per il periodo 2021-23 e a 480 mld nel 2° trimestre 2021.

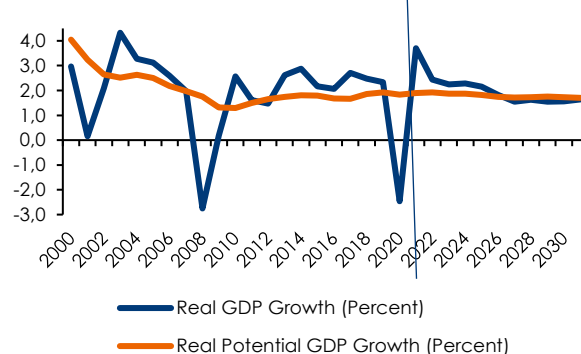
American Rescue Plan e output gap: attenzione agli eccessi!

Fig. 5 – Il CBO prevede, a legislazione invariata, una rapida chiusura dell'output gap



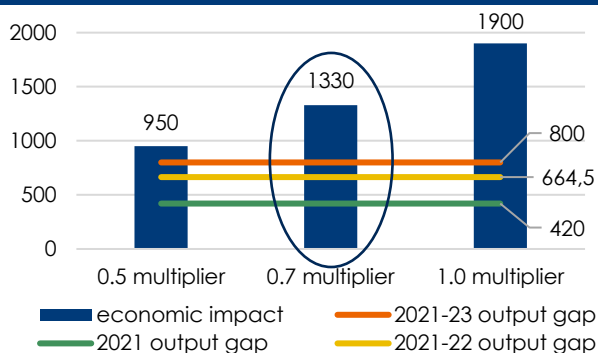
Nota: *output gap* in % del PIL potenziale. Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 6 – Rispetto alla crisi finanziaria, il rimbalzo del PIL è stato più rapido in questa recessione



Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 7 – Output gap ed effetti economici dell'American Rescue Plan con diversi livelli di moltiplicatori



Fonte: Stime Intesa Sanpaolo su dati CBO

Tab. 4 - Output gap e stima delle spinte alla domanda privata e pubblica derivanti dallo stimolo fiscale e dalla fine della pandemia

	Bn dollars
Output gap	-800
Response & Relief Act (900 Bn)	625
American Rescue Plan (1.9 tln)	1330
Excess demand with "relief" plans	1155
Recovery Plan (to be delivered in the fall)	500
Spending from household excess savings	750
Excess demand including "recovery" plan & exit from pandemic	2405
Memo:	
Potential GDP	22674
Excess demand (% of potential GDP)	10.6%

Note: effetto dei piani di emergenza stimato con un moltiplicatore medio di 0,7. "Spending from excess saving" stimato ipotizzando risparmio in eccesso di 1,5 tln e propensione marginale al consumo a 0,5. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBO

Per semplicità, nella tab. 4 consideriamo l'*output gap* stimato dal CBO per il 2021-23 (800 mld) e lo confrontiamo con lo stimolo in arrivo. Ipotizziamo moltiplicatori intorno a 0,7 per lo stimolo fiscale e una propensione marginale al consumo intorno a 0,5 sul risparmio "forzato" per valutare l'entità della domanda "liberata" dalla fine della pandemia. Il risultato è che, in caso di un pacchetto da 1,9 tln, e di un nuovo pacchetto per infrastrutture di almeno 500 mld, **l'eccesso di domanda generato da nuova domanda pubblica e privata nel biennio 2021-22 sarebbe pari a più del doppio dell'output gap** e implicherebbe un PIL superiore al potenziale di circa il 10%. In

termini di crescita effettiva, il vincolo dal lato dell'offerta può implicare una combinazione di **riduzione dei moltiplicatori** (eventualmente anche attraverso un aumento delle importazioni per fare fronte all'eccesso di domanda) e di **aumento delle pressioni sui prezzi** (in particolare per i servizi e per i beni con eccesso di domanda anche sui mercati mondiali, come sta avvenendo ora per i componenti elettronici).

L'esercizio aggregato condotto qui sopra ha lo scopo di mettere in prospettiva l'obiettivo citato da diversi membri della nuova amministrazione, inclusi Biden e il segretario del Tesoro Yellen, e dalla Fed, secondo cui è **opportuno "agire in grande"** ed è meglio errare in eccesso piuttosto che in difetto in termini di misure fiscali in questa fase di pandemia. Tuttavia, dato che al pacchetto di emergenza dovrebbe aggiungersi una manovra sulle infrastrutture, oltre all'incremento della spesa delle famiglie spinta dalla diffusione dei vaccini, 1,9 tln di dollari in primavera potrebbero generare eccesso di domanda e rischi di pressioni inflazionistiche.

■ **Ipotesi per il nuovo pacchetto: 1,2 tln, con rischi verso l'alto.** L'amministrazione Biden sembra sempre più incline a definire il pacchetto anti-COVID in modo autonomo, senza passare dalle strettoie dei negoziati con i repubblicani, nonostante i tempi stretti per attuare le misure con la *reconciliation*². La necessità di avere un fronte compatto di senatori democratici implica un probabile **parziale ridimensionamento del totale del pacchetto** per garantire il supporto di alcuni senatori democratici moderati, contrari anche all'aumento del salario minimo. L'entità degli interventi dovrebbe a nostro avviso aggirarsi intorno a 1,2 tln di dollari, a metà strada fra l'ARP e la proposta dei repubblicani moderati.

Previsione: una manovra da (almeno) 1,2 tln di dollari, concentrata sul supporto al reddito delle famiglie

- Le commissioni della Camera stanno già lavorando sui dettagli delle misure legislative per i "*reconciliation bill*". Il Ways and Means Committee (WMC) ha definito gli interventi a favore delle famiglie, che rappresentano circa metà del pacchetto. I **trasferimenti diretti di 1400 dollari** a persona sono più elevati rispetto a quelli del CARES Act, ma dovrebbero avere gli stessi vincoli di reddito. In particolare, 1400 dollari sarebbero pagati a ciascun individuo (e a ciascun dipendente, anche adulto) con reddito fino a 75 mila dollari annui, e in misura ridotta per individui con reddito fino a 100 mila dollari. Secondo la Tax Foundation, **il costo totale della misura sarebbe pari a 422 mld** e implicherebbe un aumento del reddito netto di 3,8% per il 93,3% dei contribuenti e un trasferimento medio di 2229 dollari. Il quintile più basso della distribuzione del reddito otterrebbe un aumento del reddito netto di 24,7% e un assegno medio di 2170 dollari. Sul fronte dei **sussidi di disoccupazione**, il WMC prevede un'integrazione di 400 dollari ai sussidi statali ed estende le misure pandemiche fino ad agosto (invece che fino a settembre come previsto dall'ARP). Per i **crediti di imposta** si prevede, come nell'ARP, un impatto di 130 mld.
- Il **nuovo stimolo di emergenza** dovrebbe essere approvato entro metà marzo e non dovrebbe includere l'aumento del salario minimo. Le misure di sostegno al reddito delle famiglie dovrebbero essere pari a circa due terzi del totale. Questo implica effetti massicci sul risparmio e sui consumi nella parte centrale dell'anno.

² Per maggiori informazioni sui dettagli della procedura, v. : The Budget Reconciliation Process: Stages of Consideration, Congressional Research Service, gennaio 2021; Reconciliation 101, Committee for a Responsible Federal Budget, gennaio 2021.

Tab. 5 – Il nuovo piano di emergenza: tre alternative

	Biden	GOP	ISP forecast
Rebate checks	450	220	400
Extend/expand Unemployment Insurance	300	132	250
Expand tax credits	130		130
Extend paid and family sick leave	50		50
Increase minimum wage	54		
Expand health insurance	92	4	30
Increase housing assistance	35		35
Safety net	17	12	15
Subtotal: Household income support	1128	368	930
Increase child care funding	50	20	20
Higher education funding	35		10
COVID effort	180	160	100
State & local aid	350		70
School reopening/transit	155	20	80
Small business support	50	50	50
Technology improvements	10		5
Total	1958	618	1265

Fonte: CRFB, Intesa Sanpaolo

- L'intervento previsto avrebbe un impatto, concentrato nella parte centrale del 2021, sul reddito disponibile delle famiglie, che si distribuirebbe sul risparmio e sui consumi e rafforzerebbe gli effetti del pacchetto di fine 2020, anch'esso focalizzato su supporto alle famiglie. La fig. 8 mostra il differenziale derivante da una manovra da 1,2 tln sulla crescita annua del PIL, dei consumi e delle importazioni e sul livello del tasso di risparmio e di disoccupazione. La figura 9 mette in evidenza la concentrazione degli effetti per i consumi e il tasso di risparmio nei due trimestri centrali del 2021. In questo scenario, **i consumi registrerebbero una crescita media vicina al 10% t/t ann. in primavera e in estate**, mentre **il tasso di risparmio sarebbe vicino al 20% nel 1° trimestre** grazie allo stimolo dell'RRA, **restando intorno al 16% nel 2° trimestre e al 13% nel 3° trimestre, per poi convergere verso un livello medio intorno all'8%.**

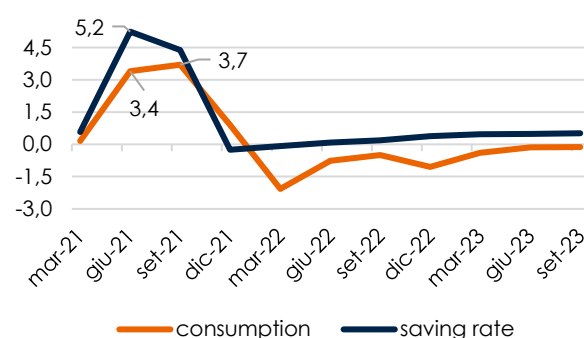
Boom di consumi, con crescita a due cifre nella parte centrale dell'anno...

Fig. 8 – Impatto sulla crescita annua di PIL, consumi e importazioni e sui livelli del tasso di disoccupazione e del tasso di risparmio con una manovra da 1,2 tln



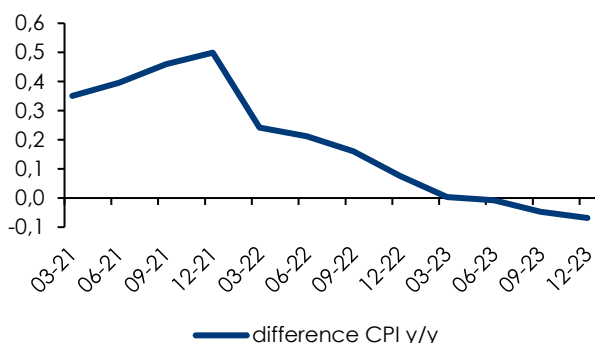
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economic Forecasting

Fig. 9 – Differenziale fra lo scenario base e quello con il pacchetto da 1,2 tln per il tasso di crescita t/t ann. dei consumi e per il tasso di risparmio



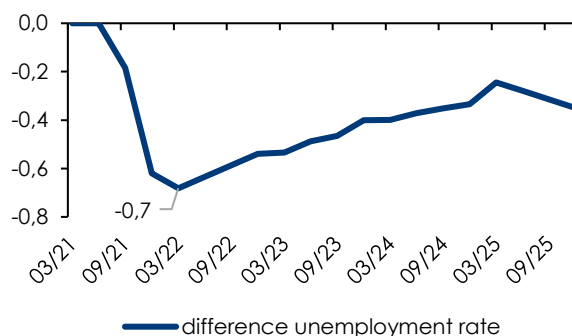
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economic Forecasting

Fig. 10 – Con il piano da 1,2 tln l'inflazione sarebbe superiore allo scenario base fino al 2022...



Nota: differenziale fra scenario con manovra da 1,2 tln di dollari e scenario a legislazione corrente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economic Forecasting

Fig. 11 - ...ma la disoccupazione sarebbe inferiore allo scenario base per un periodo più prolungato



Nota: differenziale fra scenario con manovra da 1,2 tln di dollari e scenario a legislazione corrente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economic Forecasting

- La nostra previsione per il 2021-22, formulata a fine 2020, includeva un'ipotesi di piano di emergenza molto più limitato rispetto allo scenario atteso in base agli sviluppi recenti. Perciò, **rivediamo le previsioni al rialzo per il 2021, da 5% a 6,2% e al ribasso a 3,1% sul 2022**, sottolineando comunque l'ampia incertezza. Nel caso in cui l'ARP fosse di dimensione superiore a 1,5 tln, riteniamo che i vincoli dal lato dell'offerta sarebbero tali da trasmettersi più sui prezzi e sull'import che sulla crescita domestica, anche alla luce del fatto che a fine 2021 o a inizio 2022 l'amministrazione dovrebbe anche procedere con un piano di spesa per infrastrutture.

...e crescita del PIL oltre il 6% nel 2021

Conclusioni: pandemia e stimolo fiscale governano lo scenario del 2021

In conclusione, l'aspettativa di **nuovo stimolo fiscale per più di 1 tln di dollari entro marzo**, concentrato sul supporto alle famiglie, dovrebbe portare a un boom di consumi, rinforzato nella parte centrale dell'anno dal probabile raggiungimento dell'immunità di gregge e dalla spesa finanziata con l'eccesso di risparmio accumulato dall'inizio della pandemia.

Lo scenario ha ancora rischi verso il basso dalla pandemia...

Sottolineiamo che queste **due condizioni, nuovo stimolo fiscale e immunità di gregge, sono entrambe necessarie** per la nostra previsione di crescita del 6,2% nel 2021, soggetta quindi ad ampia incertezza, soprattutto sul fronte della pandemia. **I rischi verso il basso dal lato sanitario sono ancora ampi**, con la possibilità di sviluppo di nuove mutazioni del virus, con conseguente aumento della trasmissibilità e riduzione dell'efficacia dei vaccini esistenti. **Dal lato dello stimolo fiscale, al momento sembrano prevalenti i rischi verso l'alto**, soprattutto se l'amministrazione spingerà anche per un *recovery plan* focalizzato su ambiente e infrastrutture. A meno di significativi effetti di rialzo della crescita potenziale e della produttività, lo stimolo complessivo potrebbe essere tale da generare pressioni inflazionistiche e un rialzo dei rendimenti da fine 2021 in poi. Quindi, **per concludere, mind the output gap!**

... e verso l'alto dallo stimolo fiscale, con possibile generazione di pressioni inflazionistiche

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 Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo 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. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata 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.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si 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..

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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo 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 Intesa Sanpaolo 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 pubblicazione sul sito web della Banca - 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 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 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 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>. 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.

Intesa Sanpaolo Spa 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		
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