



La Bideneconomics e le ripercussioni sull'Europa

Giugno 2021



Il presente documento è stato coordinato da Andrea Montanino e Gianfranco Di Vaio e predisposto da Angela Cipollone, Silvia Gatteschi e Alessandra Locarno.

Le opinioni espresse e le conclusioni sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità di CDP.

Key Message

La politica fiscale americana è orientata a una espansione senza precedenti con **Build Back Better**, l'agenda di rilancio composta da tre programmi:

- L'**American Rescue Plan**, ad oggi l'unico programma approvato per il **rilancio** dell'economia nel **breve periodo**;
- L'**American Jobs Plan**, un programma con un'ottica di più lungo periodo, che punta a colmare i **gap infrastrutturali** degli Stati Uniti e a risollevare la crescita potenziale del Paese, colmando lo squilibrio che si è creato tra risparmio privato e investimenti;
- L'**American Families Plan**, finalizzato alla riduzione delle **diseguaglianze**, sempre in aumento negli ultimi anni negli Stati Uniti, e alla crescita inclusiva della forza lavoro.

Il **primo pacchetto** è stato **approvato** con la procedura della **riconciliazione**, ossia una procedura legislativa che consente di far passare in Senato alcune misure a maggioranza semplice – non più quindi qualificata – previo un accordo sulla risoluzione di bilancio (uno strumento che non ha forza di legge, ma che

stabilisce una serie di indicazioni sulla gestione del budget federale). L'**impatto** di questo primo pacchetto sull'economia americana sarà **imponente** ma **temporaneo**.

La strada per l'approvazione degli altri due piani, più strutturali, non sarà facile data la **forte opposizione** repubblicana sui **metodi di finanziamento** (aumento delle imposte sulle persone fisiche e sulle imprese).

Per quanto riguarda l'economia UE, l'**orientamento espansivo** della **politica fiscale USA** potrebbe avere effetti sia diretti, tramite un maggior volume di scambi commerciali e un aumento del tasso di inflazione, sia indiretti, orientando il **dibattito** sulla **ristrutturazione** del **Patto di Stabilità e Crescita**, le cui regole sono state sospese fino alla fine del 2022.

La **revisione** della **fiscal stance** europea potrebbe prevedere, infatti, deroghe alle limitazioni all'indebitamento sia per **investimenti pubblici** che per incentivi agli **investimenti privati**.

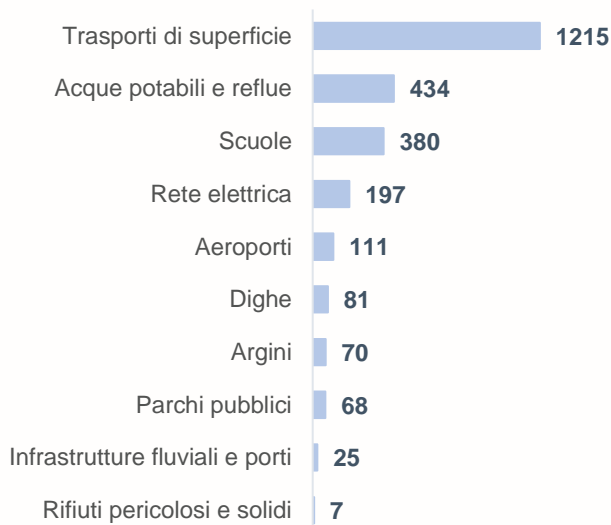
1. Introduzione

- I primi 100 giorni della Presidenza Biden hanno evidenziato le **priorità** della nuova amministrazione: il contrasto della **pandemia** e il **rilancio** dell'**economia** statunitense.
- Su questi versanti, la nuova amministrazione è già riuscita ad ottenere **due grandi successi**: raggiungere (e più che raddoppiare) l'obiettivo prefissato di distribuzione di dosi di **vaccino** anti-Covid e fare approvare dal Congresso l'**American Rescue Plan Act** (ARP), il primo tassello del programma per rilanciare l'economia USA.
- L'**agenda** di **rilancio** dell'amministrazione Biden, il cosiddetto **Build Back Better**, si suddivide infatti in **tre programmi** – tra cui appunto l'*American Rescue Plan* – finalizzati alla realizzazione di distinti obiettivi: rilanciare nel breve termine l'economia statunitense, colmare il gap infrastrutturale esistente e riequilibrare le disuguaglianze.
- L'**American Rescue Plan**, approvato dal Congresso l'11 marzo 2021, è il **punto di partenza** della ripresa economica, con misure a supporto delle famiglie americane e

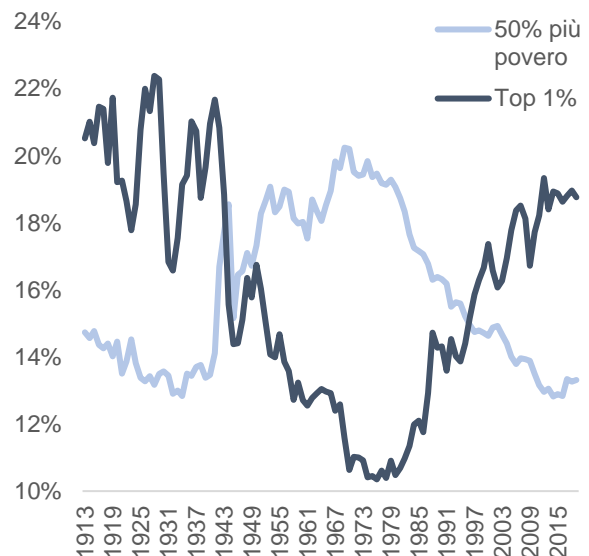
di rafforzamento della campagna vaccinale e del sistema di tracciamento contro il Covid.

- Lo **stimolo**, prevalentemente di **breve periodo**, è concepito per dare sollievo all'economia americana che ha registrato nel 2020 il peggiore calo dell'attività economica (-3,5%) dal dopoguerra ad oggi.¹
- Il passo successivo è stato quello di annunciare il 31 marzo l'**American Jobs Plan** (AJP), un programma con un'ottica di più lungo periodo, che punta a colmare i **gap infrastrutturali** degli Stati Uniti e a risollevare la crescita potenziale del Paese.
- Il **gap di investimenti a lungo termine** negli Stati Uniti, infatti, continua a crescere: secondo l'ultimo rapporto dell'American Society of Civil Engineers², fino al 2029, il fabbisogno di finanziamento in infrastrutture ammonterebbe a 5.900 miliardi \$, con un deficit di finanziamento di circa **2.600 miliardi \$**. Il più grande divario di investimento è nel trasporto di superficie (Graf. 1).
- L'ultimo tassello dell'agenda di Biden è l'**American Families Plan** (AFP) presentato il 28 aprile. Il programma è finalizzato alla riduzione delle **diseguaglianze** e alla crescita inclusiva della forza lavoro.

Graf. 1. Gap infrastrutturale USA (2020-2029, mld \$)



Graf. 2. Quota del reddito USA destinata a diverse fasce di reddito (1913-2010)



Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su dati American Society of Civil Engineers (2021 Infrastructure Report Card) e World Inequality Database.

¹ Federal Reserve Economic Data.

² American Society of Civil Engineers, 2021 Infrastructure Report Card.

- In effetti, negli ultimi decenni, la **diseguaglianza** è **aumentata** in tutti i paesi avanzati, con un'intensità maggiore negli Stati Uniti. Da metà anni '70, infatti, la quota del reddito lordo nazionale appartenente all'1% degli americani più ricchi è quasi raddoppiata, mentre quella del 50% più povero della popolazione è andata diminuendo³ (Graf. 2).
- L'amministrazione Biden si propone quindi, nel **lungo termine**, di **invertire il trend** dell'obsolescenza delle **infrastrutture** (*American Jobs Plan*) e di **riequilibrare le diseguaglianze** (*American Families Plan*).
- In Europa, invece, la strategia di ripresa di più lungo periodo si fonda su **Next Generation EU**, un programma di investimenti finalizzato alla crescita inclusiva e sostenibile. Approvato il 21 luglio 2020 dal Consiglio Europeo, il pacchetto prevede **750 miliardi €** di risorse comunitarie addizionali da destinare agli Stati Membri per la ripresa dell'economia post-coronavirus.
- Se dell'impatto di *Next Generation EU* si è ampiamente discusso nel dibattito europeo, minore enfasi è stata data alle **conseguenze economiche e di policy per l'Eurozona** delle **misure espansive** approvate dall'amministrazione **Biden**. Il presente brief intende dunque fornire spunti di riflessione su questo aspetto.

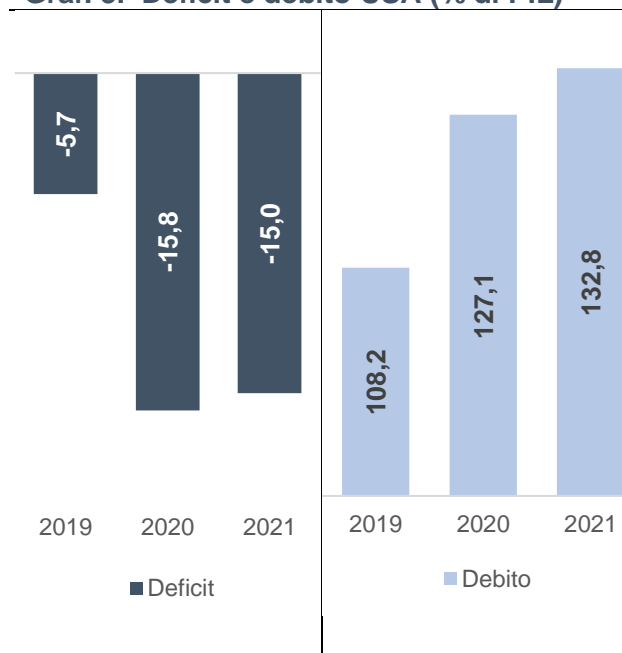
2. American Rescue Plan: il primo tassello della ripresa economica

- Come anticipato, ad oggi, all'interno di *Build Back Better*, è stato approvato l'**American Rescue Plan**, che prevede un'espansione del bilancio federale di circa **1.900 miliardi \$** nei prossimi dieci anni, per lo più finanziato in **deficit**.
- Il **deficit** governativo **USA aumenterà** dunque nuovamente nel **2021**, in seguito al picco del 2020, portandosi a 3.408,5 miliardi \$ nel 2021, ovvero quasi tre volte il deficit del 2019 (1218,6 miliardi \$)⁴. In particolare, dopo aver toccato

quota 15,8% del PIL nel 2020, il deficit governativo USA raggiungerebbe il **15% del PIL** nel 2021 (Graf. 3).

- Questo aumento di deficit pubblico per due anni consecutivi si tradurrà in un **aumento straordinario del debito pubblico**, che, rapportato al PIL, raggiungerebbe quasi il **133%** nel **2021**, superando abbondantemente la soglia del 2019 (108,2%). Qualora ulteriori misure di espansione fiscale fossero finanziate in deficit, la crescita del rapporto debito pubblico/PIL potrebbe proseguire negli anni successivi. Senza di esse, invece, i valori potrebbero rimanere stabili (134,5% di PIL nel 2026).⁵
- Il **piano** ambisce a fornire un tempestivo e decisivo **impulso all'economia USA**, sia per via delle sue massicce dimensioni (circa il **9% del PIL** statunitense) sia perché concentrato soprattutto nel **breve periodo** e, più precisamente, nel biennio 2021-22.
- Circa **metà delle risorse** sono **destinate alle famiglie**, tramite assegni una tantum e sussidi alla disoccupazione, mentre risorse minori sono indirizzate verso la sanità pubblica, le scuole, le amministrazioni locali,

Graf. 3. Deficit e debito USA (% di PIL)



Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su dati FMI.

³ World Inequality Database.

⁴ Dati World Economic Outlook aprile 2021, FMI.

⁵ Dati Fiscal Monitor aprile 2021, FMI.

Tab. 1. Principali misure d'intervento dell' *American Rescue Plan Act* (2021-2031)

Tipologia di spesa	Programma	Risorse 2021-2030 (USD mld)
Consumi pubblici	Istruzione	169,2
	Sanità	14,9
	Test Covid-19	50,3
	Personale sanitario	7,8
	Investimenti in sanità	9,0
Aiuti diretti alle famiglie	Sostegno economico a chi ha perso il lavoro a causa della pandemia	203,4
	Credito d'imposta	412,1
	Credito d'imposta per i figli a carico	109,6
	Credito d'imposta sul reddito guadagnato	24,6
Aiuti diretti a Stati ed Enti Locali	Fondo di sostegno per gli Stati e gli Enti Locali	362,1
Totale stimolo fiscale		1.363,0
Altro		492,6
Totale		1.855,6
% PIL 2019		8,6

Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su informazioni e dati Congressional Budget Office (Estimated Budgetary Effects of the American Rescue Plan Act of 2021).

e il supporto di programmi specifici per il contrasto della pandemia (Tab. 1).

- ▣ La portata del piano Biden si apprezza pienamente se paragonata ai **pacchetti fiscali** più significativi della **storia statunitense** (Tab. 2).
- ▣ Particolarmente massicci furono il **New Deal** dell'amministrazione Roosevelt e, a seguire, l'**Economic Recovery Tax Act** dell'Amministrazione Reagan.
- ▣ Il **primo** comprese un ampio ventaglio di interventi espansivi particolarmente incentrati su **prestiti** e **trasferimenti** a **famiglie** ed **imprese** a seguito della Grande Depressione, per un volume di circa **42 miliardi \$** dell'epoca, pari a circa il **40%** del **PIL 1929**⁶. A differenza di altri piani, si sviluppò nel tempo, concentrandosi meno sul breve periodo.
- ▣ Con un volume pari al **16%** del **PIL**, il **piano** dell'amministrazione **Reagan**, invece, introdusse importanti **sgravi fiscali**, consentendo un abbattimento generalizzato delle tasse sui redditi e sui profitti d'impresa e determinando così un'accelerazione rilevante della produzione industriale.

- ▣ Più recentemente, invece, si ricordano i piani fiscali dell'amministrazione Obama, l'**American Recovery and Reinvestment Act** (ARRA), e dell'amministrazione Trump, il **Tax Cuts and Jobs Act**.
- ▣ L'**American Recovery and Reinvestment Act** (ARRA) dell'amministrazione Obama, approvato dal Congresso nel febbraio 2009 in risposta alla crisi finanziaria globale, era di **dimensioni** pari a meno della metà dell'**American Rescue Plan** (circa **787 miliardi \$**)⁷.
- ▣ Inoltre, sempre **rispetto** all'ARRA, l'**American Rescue Plan** è caratterizzato da una **maggiore tempestività** d'intervento: infatti, solo il 23% delle risorse ARRA furono sborsate nel corso del 2009, mentre il 63% dell'**American Rescue Plan** (circa 1.164 miliardi \$) sarà erogato nell'anno fiscale 2021⁸ (Graf. 4).
- ▣ Complessivamente, il **volume** di **risorse** in percentuale di PIL messe in campo attraverso l'**American Rescue Plan** **non** è molto **dissimile** da quello messo in campo dall'Amministrazione Trump attraverso il **Tax**

⁶ Dupor B. (2017). "The Recovery Act of 2009 vs. FDR's New Deal: Which Was Bigger", St. Louis Fed.

⁷ Il costo complessivo è stato stimato nuovamente nel 2011 a 840 miliardi (circa il 5,7% del PIL 2009).

⁸ Congressional budget office: Estimated budgetary effects of the American Rescue Plan Act of 2021.

Tab. 2. Stimoli fiscali più significativi della storia statunitense

Stimolo fiscale	Tipologia di spesa	Risorse (USD mld)	Risorse (% PIL)
New Deal (1933-1939) – Amministrazione Roosevelt	Trasferimenti diretti	27,2	39,9%
	Prestiti	14,5	
Economic Recovery Tax Act (1981) – Amministrazione Reagan	Sgravi fiscali persone fisiche e giuridiche	445,6	15,6%
American Recovery and Reinvestment Act (2009) – Amministrazione Obama	Sgravi fiscali	286,6	5,4%
	Spesa corrente e investimenti, di cui <i>Investimenti in infrastrutture</i>	500,6 121,2	
Tax Cuts and Jobs Act (2017) – Amministrazione Trump	Sgravi fiscali persone fisiche	1126,6	7,8%
	Sgravi fiscali imprese	653,8	
	Imposte internazionali	324,4	
American Rescue Plan Act (2021) – Amministrazione Biden	Consumi pubblici	251,2	8,6%
	Aiuti diretti alle famiglie	749,7	
	Aiuti diretti a stati ed enti locali	362,1	
	Altro	492,6	

Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su informazioni e dati Fishback e Kachanovskaya (In search of the multiplier for federal spending in the States during the Great Depression), Office of Tax Analysis (Revenue Effects of Major Tax Bills), Committee for a Responsible Federal Budget (Analysis of the American Recovery and Reinvestment Act), Joint Committee of Taxation (Estimated Budget Effects of the Conference Agreement for H.R. 1, the Tax Cuts and Job Acts), Congressional Budget Office (Estimated Budgetary Effects of the American Rescue Plan Act of 2021).

Note: Il valore assoluto riportato è a prezzi correnti. Per calcolare il peso sul PIL, si è preso come riferimento l'anno precedente l'introduzione dello stimolo fiscale (tranne per il New Deal e American Rescue Plan per cui il riferimento è rispettivamente il PIL 1929 e il PIL 2019).

Cuts and Jobs Act. Le differenze tra i due programmi sono tuttavia significative e così il loro impatto sull'economia americana.

Infatti, l'**American Rescue Plan Act** è caratterizzato da una significativa progressività. Rispetto al **Tax Cuts and Jobs Act** approvato dall'amministrazione Trump nel 2018, le **agevolazioni fiscali** previste dal piano Biden sono **più equamente distribuite** tra le diverse fasce di reddito.

In particolare, nel **piano di Trump** del 2018, i **benefici più significativi** hanno riguardato il **20% più ricco** dei contribuenti, con una riduzione media delle tasse di circa 7.640 \$, rispetto ai 60 \$ che hanno interessato il 20% dei contribuenti con il reddito più basso⁹. In contrasto, il **piano Biden** prevede **vantaggi fiscali maggiori** per le **fasce di reddito medio-basse** (Tab. 3).

Data questa distribuzione, i **benefici fiscali** dell'**American Rescue Plan** avranno con ogni probabilità un **impatto** significativamente **maggiore** sulla **domanda aggregata** rispetto a quelli del **Tax and Jobs Act**, avendo le famiglie più povere una propensione al consumo tipicamente più alta rispetto a quelle più ricche.

Infatti, secondo l'indagine sulle finanze dei consumatori USA¹⁰, nel 2019, l'**84%** delle **famiglie più ricche**¹¹ ha **risparmiato**. Tale percentuale è quasi il doppio rispetto alla frazione di famiglie risparmiatrici con redditi inferiore al valore mediano.

Inoltre, i trasferimenti ai governi statali e locali, il sostegno alle industrie in difficoltà, le risorse per la riapertura delle scuole e i finanziamenti per combattere la pandemia dovrebbero avere un **impatto** relativamente **immediato** sulla **domanda aggregata**.

⁹ Tax Policy Center (2017). Distributional Analysis of the Conference Agreement for the Tax Cuts and Jobs Acts, 2017.

¹⁰ Federal Reserve Bulletin, Changes in U.S. Family Finances from 2016 to 2019: Evidence from the Survey of Consumer Finances, September 2020, Vol. 106, No. 5.

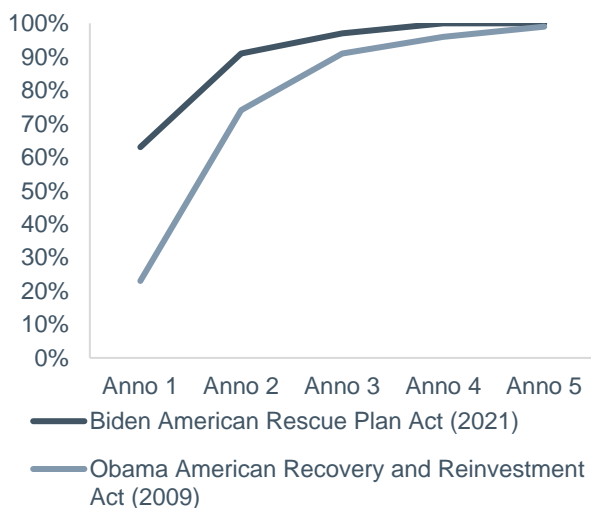
¹¹ Con "famiglie più ricche" si intendono le famiglie che si posizionano nel decile più alto della distribuzione dei redditi.

- Il forte impatto sul PIL è confermato da diverse previsioni. Secondo le stime dell'OCSE¹², il piano, unito ai progressi nelle vaccinazioni, aumenterebbe il **tasso di crescita** degli Stati Uniti di oltre **3 punti percentuali** nell'anno in corso, per poi rallentare negli anni successivi.
- Oxford Economics¹³ prevede un **aumento del tasso di crescita** statunitense di **3,3 punti percentuali** entro l'ultimo trimestre del 2021; Moody's¹⁴ stima un **tasso di crescita (+8%) quasi doppio** rispetto ad uno scenario senza supporto fiscale. Infine, secondo la Banca Centrale Europea¹⁵, l'economia statunitense potrebbe crescere del 6,4% nel 2021, **1,6 punti percentuali in più** di quanto avverrebbe in assenza del piano.

3. Next steps: American Jobs Plan e American Families Plan

- Come anticipato, l'**American Rescue Plan** è solo il **primo** dei tre programmi previsti dall'amministrazione Biden per rilanciare

Graf. 4. Tempestività dello stimolo fiscale: Biden 2021 vs Obama 2009 (% cumulata del totale erogazioni)



Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su informazioni e dati Congressional Budget Office (Estimated Budgetary Effects of the American Rescue Plan Act of 2021), Tax Policy Center (T21-0039 – Major Individual Income Tax Provisions in H.R.1319, The American Rescue Plan Act of 2021 as Passed by the Senate, by Expanded Cash Income Percentile, 2021 e Distributional Analysis of the Conference Agreement for the Tax Cuts and Jobs Acts, 2017).

¹² OCSE. "OECD Economic Outlook, Interim Report", marzo 2021.

¹³ Oxford Economics, World Economic Prospects Monthly, marzo 2021.

¹⁴ Moody's, The Biden Fiscal Rescue Package: Light on the Horizon, 15 gennaio 2021.

l'economia statunitense, colmare il gap infrastrutturale esistente e riequilibrare le disuguaglianze.

- Il secondo pacchetto fiscale, l'**American Jobs Plan** (AJP), ha l'obiettivo di alzare la **crescita di lungo periodo** tramite un aumento degli investimenti pubblici, finanziato in prevalenza da maggiori imposte sulle imprese.
- Il piano, che ammonta a **2.650 miliardi \$** prevede massicci investimenti da attuare nell'arco di otto anni e ambisce a sopperire alle **carenze infrastrutturali** esistenti e a fronteggiare la concorrenza (soprattutto tecnologica) della Cina.¹⁶
- L'**aspetto più delicato** del piano è legato al **reperimento dei fondi** necessari, che prevede una serie di **reforme fiscali**, il cosiddetto "**Made in America Tax Plan**", volte a eliminare gli incentivi agli investimenti offshore e porre fine al trasferimento degli utili verso paradisi fiscali.

Tab. 3. Distribuzione delle agevolazioni fiscali medie per quintili di reddito: Biden 2021 vs Trump 2018 (USD)

	Biden American Rescue Plan Act (2021)	Trump Tax Cuts and Jobs Act (2018)
1° Quintile (Minimo)	2.850	60
2° Quintile	3.260	380
3° Quintile	3.350	930
4° Quintile	3.770	1.810
5° Quintile (Massimo)	1.900	7.640
Media	3.060	1.610

¹⁵ ECB. "Staff macroeconomic projections for the euro area", March 2021.

¹⁶ Committee for a Responsible Federal Budget, "What's in President Biden's American Jobs Plan?" April 2, 2021.

- ▣ In particolare, la proposta prevede una combinazione di aumenti di imposte sulle imprese, tra cui un aumento della **corporate tax USA** dal **21%** al **28%** e l'introduzione di un'**aliquota fiscale minima globale** sul reddito delle società¹⁷.
- ▣ L'ultimo tassello dell'agenda di rilancio, l'**American Families Plan** (AFP) da **1.800 miliardi \$**, è caratterizzato dall'**enfasi** su **istruzione, assistenza sanitaria** e aiuti **anti-povertà**. Il piano, con forti effetti redistributivi, prevede un aumento delle imposte sul reddito dei più ricchi (superiore a \$400 mila) e sui guadagni in conto capitale¹⁸.
- ▣ L'**impatto** sulle **finanze pubbliche** dei due programmi dell'agenda di rilancio, su cui ancora non si hanno valutazioni puntuali, dovrebbe essere dunque **nullo** nel **lungo periodo**. Secondo stime preliminari¹⁹, per il finanziamento dei piani si dovrà ricorrere nel **breve periodo** ad un **deficit** di **1.200 miliardi \$** (900 riconducibili all'*American Jobs Plan* e il resto all'*American Families Plan*). Nell'arco di 15 anni, gli aumenti di imposte dovrebbero coprire le uscite previste.
- ▣ Spetta ora al Congresso **tradurre** i due **piani proposti** dal presidente Biden **in atti legislativi**. Un **compromesso bipartisan** sarà **difficile** da raggiungere, data la crescente opposizione sui metodi di finanziamento dei programmi. Data la **ridotta maggioranza** dei Democratici²⁰ nel Congresso, è quindi probabile che i piani vengano rimodulati per ottenere il consenso necessario all'approvazione.
- ▣ Pertanto, ai fini della loro approvazione, potrebbe essere **necessario** ricorrere nuovamente alla procedura di riconciliazione ("**budget reconciliation**"), che consente di far passare in Senato alcune misure di bilancio a maggioranza semplice, già utilizzata per promuovere l'*American Rescue Plan*.
- ▣ Per avviare il processo di riconciliazione, la Camera e il Senato devono concordare una **risoluzione di bilancio** ("**budget resolution**"), un documento non avente forza di legge che stabilisce le **cifre** del **budget federale** e che fissa una serie di indicazioni rivolte ad alcune commissioni specifiche della Camera e del Senato ("**reconciliation directives**"). Tali **direttive** consentono, entro una certa data, di effettuare **modifiche legislative** alle entrate e uscite di bilancio e/o al livello di debito pubblico che può essere raggiunto²¹.
- ▣ La "**budget resolution**" per l'anno fiscale **2021**, approvata a febbraio, ha permesso di utilizzare la procedura di riconciliazione per l'**approvazione** dell'*American Rescue Plan*, avvenuta senza alcun voto favorevole dell'opposizione repubblicana.²²
- ▣ Sebbene la procedura sia stata già usata per quest'anno, Elizabeth MacDonough, il funzionario che consiglia il Senato sulle procedure legislative, ha puntualizzato che vi si potrà **ricorrere nuovamente** se si effettua entro l'anno una **revisione** della "**budget resolution**"²³.
- ▣ Teoricamente è quindi **possibile** che il Congresso riesca ad **approvare** sia l'*American Jobs Plan* sia l'*American Families Plan*, il primo con la **procedura di riconciliazione** di quest'anno e il secondo con quella dell'anno prossimo. Ma anche in questo caso, non sarà semplice ottenere il

¹⁷ White House, "Fact Sheet: the American Jobs Plan", March 31, 2021.

¹⁸ Committee for a Responsible Federal Budget, "What's in President Biden's American Families Plan?" April 28, 2021.

¹⁹ Committee for a Responsible Federal Budget, "What's in President Biden's American Families Plan?" April 28, 2021. Le stime tengono solo conto degli effetti diretti del piano, senza tener conto di eventuali effetti feedback.

²⁰ Alla Camera dei Rappresentanti i Democratici occupano il 51,3% dei seggi, mentre il Senato è equamente diviso.

²¹ Center on Budget and Policy Priorities, "Introduction to Budget Reconciliation", January 21, 2021.

²² Congress, S.Con.Res.5 - A concurrent resolution setting forth the congressional budget for the United States Government for fiscal year 2021 and setting forth the appropriate budgetary levels for fiscal years 2022 through 2030.

²³ Holland & Knight, "Biden's Administration's Made in America Tax Plan: Procedural Aspects", April 8, 2021.

pieno sostegno di tutte le componenti dei Democratici (soprattutto dei più moderati) per via delle opinioni contrastanti sul reperimento dei fondi.

4. Un ritorno dell'inflazione?

- Il successo della campagna di vaccinazione e la spinta economica esercitata dal primo tassello del piano Biden hanno alimentato i **timori** di una **ripresa** dell'**inflazione** per gli Stati Uniti.
- Infatti, le dimensioni e la natura degli interventi inclusi nel programma dovrebbero conferire una **spinta** significativa alla **domanda aggregata** di **breve periodo**. In corrispondenza di un'offerta più vischiosa della domanda (ossia più lenta ad adattarsi ai cambiamenti), questa spinta di breve periodo potrebbe portare ad una **condizione** di **sottoproduzione** che si realizza quando il sistema economico produce beni e servizi in misura inferiore a quanto è richiesto da famiglie, imprese e Pubblica amministrazione.
- In questo caso, se esiste sul mercato la possibilità di impiegare un volume di **fattori produttivi sottoutilizzati** sufficiente a soddisfare interamente la maggiore domanda aggregata, allora il livello di produzione si manterrebbe in linea con il potenziale e il **livello** dei **prezzi** rimarrebbe sostanzialmente **inalterato**.
- Tuttavia, se la **spinta** alla **domanda aggregata** è **molto significativa**, è ragionevole ipotizzare che non sia possibile accrescere la produzione tanto da soddisfare completamente la maggiore domanda. In questo caso, il **PIL** si posizionerebbe **temporaneamente sopra** il suo livello **potenziale** per via di un sovra-utilizzo dei fattori produttivi esistenti. L'eccesso di domanda porterebbe, dunque, il sistema economico all'**inflazione** per via della convergenza forzata del PIL effettivo verso il PIL potenziale.

- In questo quadro teorico, in quale delle due direzioni potrebbe materializzarsi la spinta propulsiva dell'**American Rescue Plan**? Secondo recenti stime, il pacchetto porterebbe il **PIL statunitense** al di **sopra** del suo sentiero di crescita **potenziale**. L'**output gap**, ossia la differenza tra PIL attuale e potenziale in rapporto al PIL potenziale, diventerebbe infatti **positivo** già nel **2021**²⁴.
- Questo implica che nel **breve periodo**, e fino a che il PIL si mantiene sopra il suo livello potenziale, potrebbero manifestarsi **fenomeni inflattivi**.
- Tuttavia, la **natura temporanea** dell'impulso fiscale dell'*American Rescue Plan*, con la **crescita** del **PIL** reale destinata a **rallentare** in modo significativo nel **2023**²⁵, ridurrebbe nello stesso anno l'output gap positivo e le pressioni inflazionistiche.
- L'impulso fiscale americano si aggiunge, però, ad altri fattori che, a livello mondiale, spingono verso l'alto l'inflazione. Innanzitutto, il cosiddetto "**effetto-base**" per via del **calo** dei **prezzi** del **2020**: la fiammata dell'inflazione che si registrerà in questi mesi riflette l'aumento dei prezzi dovuto non solo alla ripresa economica nel 2021 ma anche al loro crollo nello stesso periodo nel 2020.
- Inoltre, i **colli di bottiglia** nelle **catene di approvvigionamento** contribuiscono a spingere in alto i prezzi alla produzione. L'offerta delle materie prime, come rame e acciaio, e dei componenti, come i microchip, non riesce a tenere il passo con la domanda elevata, ora che la ripresa economica si è ormai avviata in Cina e altri paesi.
- Secondo il Presidente della *Federal Reserve Bank* (FED) di San Francisco, Mary Daly, anche questi **fattori** sono però **temporanei**: dovrebbero perdurare fino alla fine del **2021**, potenzialmente con qualche strascico nel **2022**. Di conseguenza, tutti i fattori che potrebbero portare ad un aumento della inflazione americana non dovrebbero avere effetti permanenti.

²⁴ ECB. "Staff macroeconomic projections for the euro area", March 2021.

²⁵ ECB. "Staff macroeconomic projections for the euro area", March 2021.

- ❑ Dunque, la FED, nella riunione di politica monetaria del 28 aprile 2021, ha rimarcato l'**intenzione** di mantenere **espansiva** la **politica monetaria** con tassi d'interesse a zero e invariato il ritmo del programma di acquisti degli assets fino a che non si assiste ad una ripresa strutturale sia dell'inflazione che dell'occupazione²⁶. L'orientamento sembra, dunque, quello di non operare azioni volte al solo contenimento dell'inflazione²⁷.
- ❑ A differenza dall'*American Rescue Plan*, gli effetti del secondo pilastro del piano, l'**American Jobs Plan** (AJP) se approvato, potrebbero essere invece di **contenimento** dell'**inflazione** per tre motivi.
- ❑ In primis, l'**AJP** si focalizza su **investimenti in infrastrutture**, e di conseguenza permetterebbe di **umentare** lo **stock** di **capitale** esistente con effetti sul lato dell'offerta. Tale aumento comporterebbe, infatti, un **miglioramento** della capacità produttiva e della **produttività** e, dunque, una **riduzione** dei **costi marginali** delle imprese e una compressione del livello dei prezzi in regimi di concorrenza. Questo impulso alla produttività genererebbe **effetti positivi strutturali di lungo periodo**, con un aumento permanente del livello degli occupati e della crescita potenziale e un **calmieramento** del **livello** generale dei **prezzi**.
- ❑ In secondo luogo, il piano Biden per le infrastrutture ha una **distribuzione temporale** estesa su **10 anni**, invece che concentrata in poco tempo, con **impatti** quindi molto più **graduali** sull'economia **evitandone** il **surriscaldamento**.
- ❑ Infine, essendo **finanziato** in buona parte attraverso maggiori **tasse** sui profitti d'impresa, l'**AJP** potrebbe parzialmente

controbilanciare l'**incremento** del **PIL** nel **breve periodo** indotto dagli interventi espansivi dell'*American Rescue Plan* e, quindi, l'**aumento** del livello dei **prezzi**.

- ❑ Di conseguenza tutti questi elementi suggeriscono che, complessivamente, i **piani** presentati dall'**amministrazione Biden** potrebbero **non portare** ad **aumenti permanenti** del tasso di **inflazione**, ma anzi quest'ultimo dovrebbe mantenersi in linea con le aspettative.

5. Bideneconomics: effetti di *spillover* sull'Eurozona

- ❑ L'orientamento fortemente espansivo dell'**agenda** di rilancio **statunitense** potrebbe arrecare **benefici** anche all'**Eurozona**, sia in termini economici – tramite un aumento degli **scambi commerciali** (con effetto di traino per l'export europeo) e delle **ripercussioni inflazionistiche** – sia in termini di **ispirazione di policy**.
- ❑ Per quanto riguarda gli effetti di *spillover* tramite commercio internazionale, vale la pena precisare che le **esportazioni verso gli Stati Uniti** rappresentano circa il **15%** del **totale** delle **esportazioni** dai paesi dell'**Eurozona** (tra cui spiccano materiali e attrezzature da trasporto e prodotti chimici, compresa la farmaceutica)²⁸.
- ❑ Dunque, per effetto dell'*American Rescue Plan*, i più elevati livelli di consumo negli USA si tradurrebbero in un **aumento** delle **esportazioni** dall'**Eurozona**, con effetti positivi ma **temporanei**: il maggior volume di scambi commerciali indotto dal piano Biden si esaurirebbe, infatti, entro il 2023 a causa della natura temporanea dell'impulso fiscale²⁹.

²⁶ Federal Reserve, Federal Open Market Committee Statement, April 28, 2021.

²⁷ Nonostante infatti l'economia americana abbia avviato la ripresa, il mercato del lavoro resta debole: ci sono ancora 8 milioni di inoccupati rispetto ai livelli pre-pandemici e le richieste di sussidi per la disoccupazione, sebbene in calo, sono ancora pari a circa due volte quelli registrati a inizio 2020 (cfr. dichiarazione di Mary Daly in un'intervista a Bloomberg News: [https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-21/fed-s-daly-says-inflation-pressures-likely-to-ease-in-2022)

[21/fed-s-daly-says-inflation-pressures-likely-to-ease-in-2022](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-21/fed-s-daly-says-inflation-pressures-likely-to-ease-in-2022); dati Initial Jobless Claims: "Unemployment Insurance Weekly Claims Report", U.S. Employment and Training Administration).

²⁸ Eurostat.

²⁹ ECB. "Staff macroeconomic projections for the euro area", March 2021.

- ▣ In particolare, la Banca Centrale Europea stima che, grazie all'*American Rescue Plan*, il **tasso di crescita cumulato del PIL reale nell'Eurozona** potrebbe aumentare di **0,3 punti percentuali** tra il 2021 e il 2023. Secondo l'OCSE³⁰, invece, la **spinta alla crescita** in Europa tra il secondo trimestre del 2021 e il primo del 2022 dovrebbe essere di circa **0,5 punti percentuali**.
 - ▣ Queste **valutazioni non tengono in considerazione** le **opportunità** di business e di export che si realizzerebbero con l'implementazione degli **altri due piani dell'agenda Biden** (quello per il potenziamento delle infrastrutture, l'*American Jobs Plan*, e quello per il contenimento delle disuguaglianze, l'*American Families Plan*).
 - ▣ Infatti, l'**approvazione** degli **altri due programmi** garantirebbe un tasso di crescita dell'economia USA più elevato nel **lungo periodo** e, di conseguenza, un volume di **scambi commerciali** e di **opportunità** per le **imprese europee** negli USA **stabilmente più elevati**.
 - ▣ Per quanto riguarda gli effetti di *spillover* tramite pressioni al rialzo sul livello dei prezzi, qualora l'**aumento dell'inflazione USA** dovesse rivelarsi **sostenuto** nei prossimi mesi, le **pressioni inflattive** potrebbe raggiungere anche l'**Eurozona** nel breve periodo. Una volta consolidatasi, la ripresa statunitense potrebbe infatti accentuare ulteriormente i colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento.
 - ▣ Inoltre, l'aumento del deficit pubblico e dell'inflazione USA potrebbe spingere al rialzo la struttura dei tassi di interesse e quindi tradursi in un **rafforzamento del dollaro** e in un conseguente indebolimento dell'euro, che renderebbe più costose per gli europei le importazioni di prodotti americani.
 - ▣ Analogamente a quanto discusso per gli Stati Uniti, anche gli **effetti sull'inflazione** per
- ▣ l'**Eurozona** sarebbero comunque **temporanei**, con un impatto cumulato contenuto e pari a 0,15 punti percentuali tra il 2021 e il 2023³¹.
 - ▣ Un ulteriore e rilevante **spillover** dei piani di espansione fiscale statunitensi, indirizzati non solo al veloce recupero dei livelli pre-pandemici di attività economica ma anche alla produttività di lungo periodo, potrebbe essere in **termini di policy**. Le **politiche USA**, infatti, hanno spesso esercitato **effetti di trascinamento** importanti per gli altri paesi, influenzando il dibattito politico nell'Eurozona e non solo.
 - ▣ In particolare, le nuove politiche espansive dell'amministrazione Biden potrebbero **ispirare la revisione del Patto di Stabilità e Crescita** (le cui regole sono state sospese fino alla fine del 2022). L'Europa sta già discutendo sulla necessità di una rivisitazione della *fiscal stance* europea, in modo da spostare l'**enfasi su crescita e investimenti produttivi** che, in conseguenza delle politiche di austerità dell'ultimo decennio, sono state complessivamente penalizzate specialmente in paesi come Grecia, Italia, Portogallo e Spagna.
 - ▣ Il **finanziamento** degli **investimenti** a lungo termine tramite **deficit** promuoverebbe infatti l'**equità intergenerazionale**. Infatti, se non fosse consentito il ricorso all'indebitamento per finanziare gli investimenti pubblici, ci sarebbe una tendenza al sotto-investimento in quanto i contribuenti di oggi che finanziano gli investimenti non godrebbero a pieno dei benefici dell'investimento considerando i lunghi tempi di realizzazione delle opere e di remunerazione dei capitali investiti³².
 - ▣ La revisione del Patto potrebbe dunque prevedere **deroghe temporanee alle limitazioni all'indebitamento per gli investimenti pubblici**, proteggendoli dai tagli che generalmente seguono i periodi di recessione. A tale scopo, è stata avanzata la

³⁰ OCSE, "*OECD Economic Outlook, Interim Report*", March 2021.

³¹ ECB. "Staff macroeconomic projections for the euro area", March 2021.

³² Truger A. (2020). "Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination", Intereconomics 2020.

proposta di introdurre la cosiddetta “**golden rule**”, ossia di eliminare dal calcolo del deficit la spesa per investimenti funzionali alla crescita.

- ▣ Un approccio simile alla “**golden rule**” viene già adottato in alcuni Stati **USA**³³. Gli investimenti³⁴, per esempio, sono generalmente finanziati, almeno in parte, mediante l'emissione di **debito** e non sono soggetti al requisito di bilancio in **pareggio**³⁵. Ciò consente agli Stati di prendere in prestito per finanziare i cospicui costi fissi iniziali degli investimenti e distribuirli nel tempo.
- ▣ Tuttavia, per incentivare investimenti produttivi in Europa tramite un approccio simile alla “golden rule”, sarebbe necessario anche ideare un meccanismo che sia in grado di **limitare situazioni di free riding** o di scarsa responsabilità che genererebbero frizioni tra i paesi dell’Unione. Infatti, in un contesto dove – con Next Generation EU – si è arrivati all'emissione comune di debito, un eccesso di deroghe, se non ben definite, potrebbe portare l’Europa indietro, non avanti, facendo rimanere NGEU un episodio unico e limitato, piuttosto che un nuovo approccio della politica fiscale europea.
- ▣ In particolare, è fondamentale ben **definire** quali sono gli **investimenti finanziabili** attraverso il ricorso alla *golden rule* e le relative **modalità di monitoraggio e rendicontazione** (in analogia, ad esempio, con le linee guida per l’implementazione degli investimenti tramite NGEU), promuovendo progetti che siano in grado di **evitare effetti di spiazzamento** sugli investimenti privati che potrebbero concretizzarsi in due modi.

³³ Altri Stati (circa 22 individuati) tendono a finanziare gli investimenti con liquidità di cassa (“pay-as-you-go”), a volte alimentata anche da sovvenzioni federali (cfr. McNichol, E. (2017), “It’s Time for States to Invest in Infrastructure”, Center on Budget and Policy Priorities).

³⁴ Gli investimenti in infrastrutture sono principalmente effettuati dai singoli Stati, anche se spesso il governo federale contribuisce, almeno in parte, al finanziamento. Il governo federale tuttavia investe in progetti di più larga scala, finanziando alcuni programmi tramite debito o tasse specifiche (es. accisa sui carburanti) o *user fees* (cfr. Bivens, J. (2017). “The potential macroeconomic

- ▣ Da una parte, il governo potrebbe trovarsi ad intraprendere e **finanziare progetti** di investimento che sarebbero **comunque** stati **implementati** dal **settore privato**, con un carico aggiuntivo ed evitabile sulle finanze pubbliche. E, ad aumenti del deficit pubblico corrispondono più onerosi interessi sul debito che possono minare la possibilità di finanziare altri interventi prioritari³⁶.
- ▣ Dall’altra, quando il governo prende in prestito denaro per finanziare il **deficit**, la domanda di prestiti aumenta e così il tasso di interesse. L’aumento dei tassi di interesse può **scoraggiare** gli **investimenti privati** in quanto diventa più costoso per le imprese prendere in prestito ed effettuare investimenti.
- ▣ Un **metodo di finanziamento** delle infrastrutture **efficace** per mitigare rischi di *free riding* e di spiazzamento degli investimenti privati è rappresentato dal **partenariato pubblico-privato** (PPP). Il contratto di PPP consente di trasferire al settore privato parte del rischio associato alla realizzazione di un progetto, riducendo così il peso dell’investimento sulle finanze pubbliche e il rischio di spiazzamento degli investimenti privati. La co-gestione pubblica e privata degli interventi, inoltre, assicurerebbe un monitoraggio dell’investimento più efficiente, mitigando i rischi di *free-riding* da parte degli Stati.
- ▣ Negli ultimi anni, gli **Stati Uniti** hanno compiuto diversi **sforzi**, anche di natura legislativa, per **incentivare l’utilizzo** di questo tipo di collaborazione, sia per ovviare ai vincoli fiscali sia per rispondere alla crescente necessità di riparare ed espandere le infrastrutture del paese³⁷. In **Unione Europea**

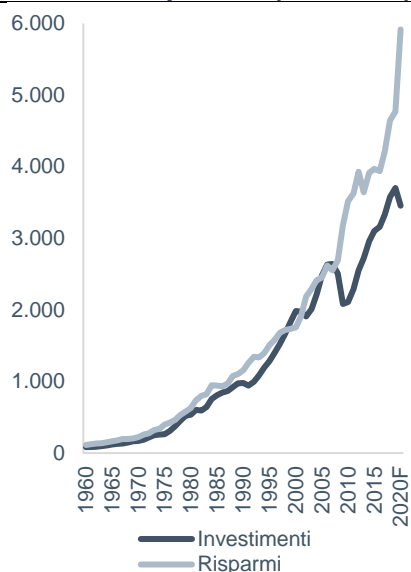
benefits from increasing infrastructure investment”. House Committee on the Budget (2019). “Strong Infrastructure and a Healthy Economy Require Federal Investment”.

³⁵ Congressional Budget Office (2021). “Budgeting for Federal Investment”, April 2021.

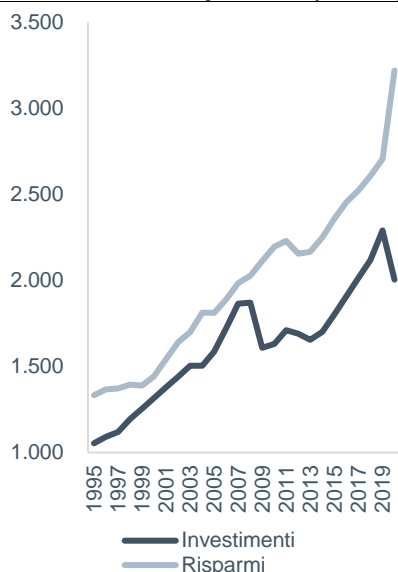
³⁶ Congressional Research Services, Federal Deficits, Growing Debt, and the Economy in the Wake of COVID-19, March 23, 2021

³⁷ PwC (2016). “Public-private partnerships in the US: the state of the market and the road ahead”.

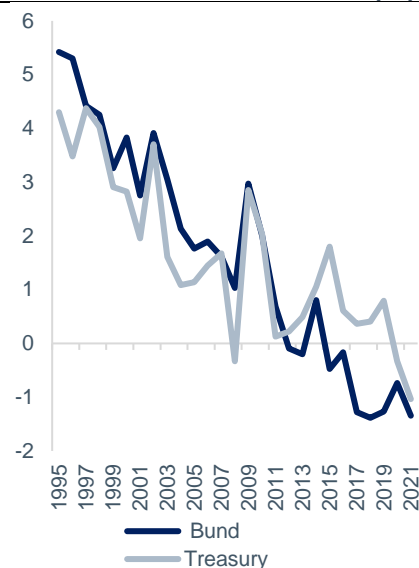
Graf. 5. Stati Uniti: investimenti e risparmi del settore privato (USD mld)



Graf. 6. Eurozona: investimenti e risparmi del settore privato (€ mld)



Graf. 7. Rendimenti reali dei titoli di Stato a 10 anni (%)



Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su dati Commissione Europea e Bloomberg.

Nota: Per l'Eurozona i dati sono disponibili a partire dal 1995 e per il periodo 1999-2003 sono stati ricavati per interpolazione.

invece, la **mancanza** di un **quadro** legale e istituzionale **comune** tra gli Stati membri ne disincentiva l'utilizzo³⁸.

Di conseguenza, la revisione delle strategie di politica fiscale europea potrebbe essere orientata non solo a favore del **rilancio** degli **investimenti pubblici**, ma anche e soprattutto di quelli **privati** in collaborazione con il pubblico. In questo scenario gli Stati membri potrebbero svolgere non solo il ruolo di **finanziatore** ma anche quello di **promotore** dell'economia, con l'obiettivo di convogliare le risorse private al finanziamento degli investimenti abilitanti della **crescita economica**³⁹.

In Eurozona, così come negli Stati Uniti, infatti, il livello degli **investimenti privati** è da anni **inferiore** a quello dei **risparmi**, nonostante i bassi tassi di interesse (Graf. 5-7).

Fino al 2007, i livelli di risparmio e investimento privato negli Stati Uniti erano quasi in perfetto equilibrio. A **seguito** della **crisi finanziaria**, gli **investimenti** privati si

sono attestati su un **livello** consistentemente **più basso** (Graf. 5) e questo divario si è ulteriormente allargato durante la crisi pandemica. Nell'**Eurozona** lo **squilibrio** tra **investimenti** e **risparmi** è ancora **più pronunciato**: già dai primi anni Novanta, il livello degli investimenti era inferiore a quello dei risparmi (Graf. 6).

Questo **gap** tra risparmio e investimento è in parte il **risultato** della **debole dinamica** di **fattori strutturali** fondamentali per una crescita robusta di lungo periodo. Un esempio sono i **fattori demografici**, quali il tasso di fertilità e la quota di popolazione in età da lavoro⁴⁰. Infatti, i **giovani** sono più inclini ad abbracciare **innovazioni**, nuove **tecnologie** e opportunità di **investimento** e sono caratterizzati da maggiori necessità di consumo. Dunque, una più bassa presenza di giovani nella popolazione può essere una delle cause del gap osservato tra risparmi e investimenti.

A partire dagli anni '60, il **rapporto** tra **popolazione anziana** e la popolazione in **età**

³⁸ Corte dei Conti (2018). "Public Private Partnerships in the EU: widespread shortcomings and limited benefits".

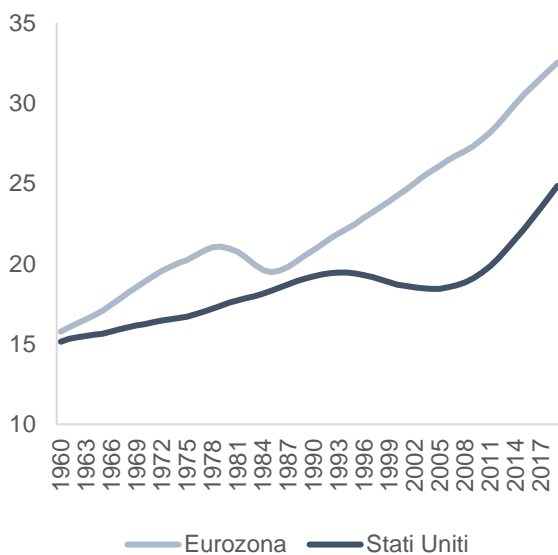
³⁹ Truger A. (2020). "Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination", Intereconomics 2020.

⁴⁰ Ferrero G., Gross G. e Neri S. (2017), "On secular stagnation and low interest rates: demography matters", Working Paper No 2088, July 2017, European Central Bank.

lavorativa è in effetti progressivamente **umentato**. Negli Stati Uniti tale rapporto ha conosciuto una robusta accelerazione a seguito della crisi finanziaria globale; nell'Eurozona è in costante aumento dai primi anni Ottanta (Graf. 8).

- ▣ Questo aumento si è accompagnato al **calo** del **tasso di fertilità**, che ha visto negli ultimi dieci anni una contrazione più marcata negli Stati Uniti (Graf. 9), sebbene ad oggi esso sia comunque superiore a quello europeo.
- ▣ Il basso tasso di natalità, la più lunga aspettativa di vita e, quindi, il **progressivo invecchiamento** della popolazione sono tutti elementi che contribuiscono ad un **più alto livello di risparmio**, riducendo la forza lavoro e modificando le abitudini di consumo.
- ▣ Tali **tendenze demografiche**, insieme a una compressione del livello degli investimenti, sono fenomeni **comuni** alla maggior parte delle **economie avanzate** (si pensi ad esempio al Giappone) e riconducibili al fenomeno della cosiddetta “**stagnazione**

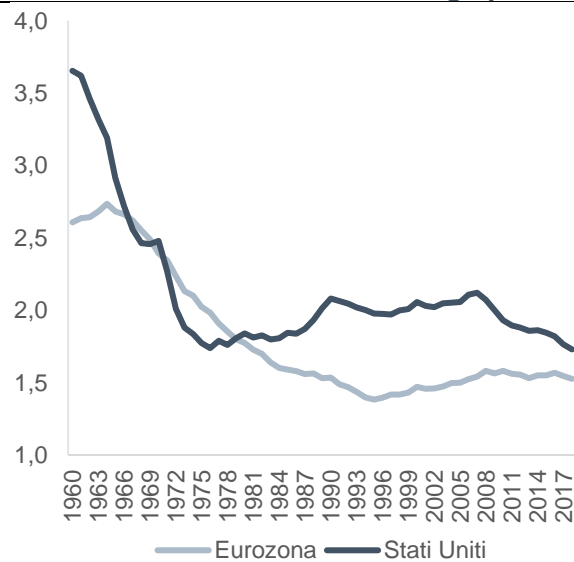
Graf. 8. Old-age dependency ratio: rapporto tra persone anziane e popolazione in età lavorativa (%)



secolare”, che ancora più che negli Stati Uniti sembra essere presente in Europa⁴¹.

- ▣ La **buona riuscita** dell’agenda di rilancio statunitense, e in particolare del piano infrastrutturale, potrebbe dunque contribuire a rivitalizzare anche nell’Eurozona gli **investimenti pubblici e privati**, depressi dalle dinamiche demografiche, che dovrebbero invece trovare risposte in riforme ad hoc.
- ▣ L’impatto sulle finanze pubbliche sarebbe **duplice**: da un lato, il finanziamento in deficit farebbe necessariamente aumentare il **debito pubblico** in valore assoluto; dall’altro, l’impulso alla **crescita** che ne deriverebbe, potrebbe ridurre significativamente l’impatto e favorire un **rientro** più rapido del rapporto tra **debito pubblico/PIL**.

Graf. 9. Tasso di fecondità totale: numero medio di figli per donna



Fonte: Elaborazione CDP Think Tank su dati World Bank.

Nota: Nel Grafico 7 si definiscono persone anziane le persone con età superiore a 64 anni, mentre la popolazione in età lavorativa include le persone di età compresa tra 15 e 64 anni. Gli ultimi dati disponibili sono aggiornati al 2019 per l’old-age dependency ratio e al 2018 per il tasso di fecondità totale.

⁴¹ La “stagnazione secolare”, concetto introdotto negli anni ‘30 dall’economista Alvin Hansen e ripreso più di recente da Lawrence Summers, si riferisce proprio agli squilibri legati all’aumento della propensione al risparmio

e alla diminuzione di quella a investire, che porta ad una dinamica depressa della crescita e dell’inflazione, schiacciando a terra i tassi d’interesse reali.