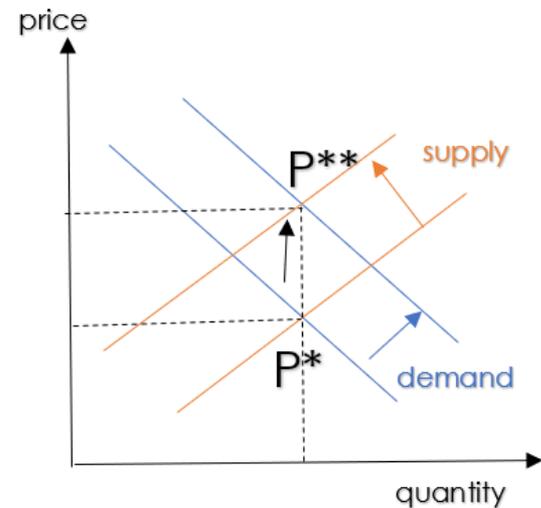


Stati Uniti

Scenario 2022: eccesso di domanda e inflazione

Giovanna Mossetti

Research Department – Intesa Sanpaolo



05.10.2021

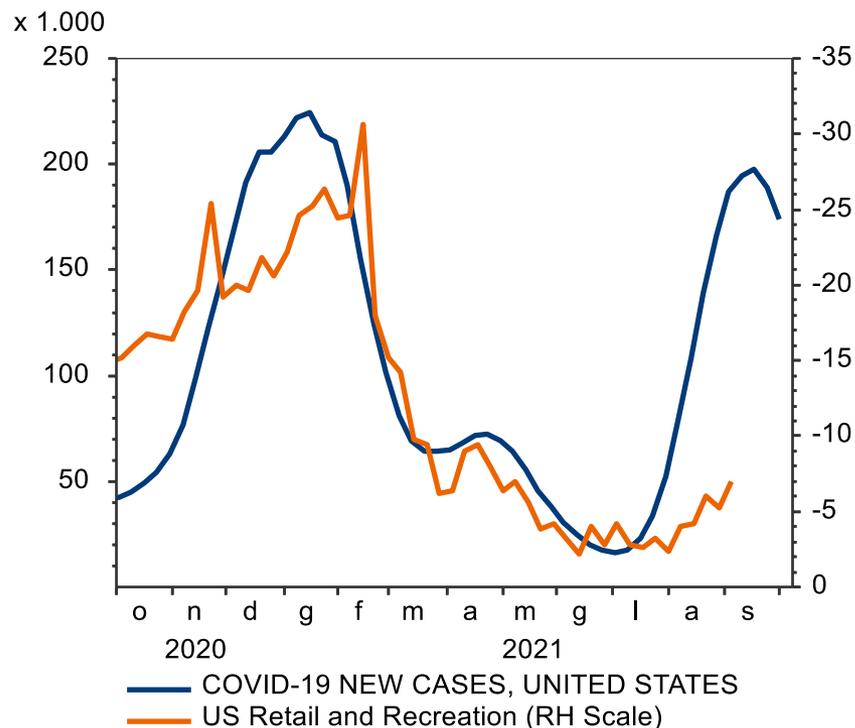
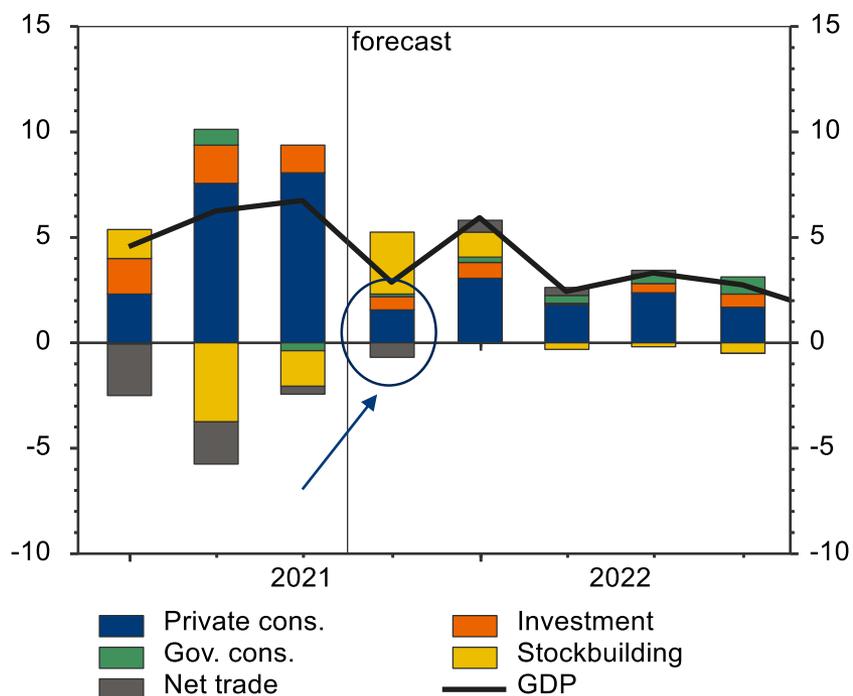
USA 2022: scenario difficile e incerto

- **Il PIL degli Stati Uniti a giugno ha superato il livello di fine 2019 ed è su un sentiero di crescita previsto al di sopra del potenziale fino al 2023.** Il processo di riallocazione di attività e occupazione determinato dalla pandemia è ancora in atto, sia a livello domestico, sia a livello globale, con eccessi di domanda e rialzi dei prezzi diffusi. La ricomposizione di domanda e offerta rende lo scenario estremamente incerto.
- La previsione per il 2021 è di **crescita fra il 5 e il 6%** (stima corrente: 5,7%), per via dei freni all'offerta, e del 3,5% e 2,1% nel 2022 e 2023, rispettivamente, con un graduale rientro degli eccessi di domanda attuali e delle corrispondenti spinte verso l'alto sull'inflazione, causate dalle tensioni nel comparto dei trasporti marittimi e delle catene globali del valore.
- **L'aumento dell'inflazione è dovuto a tre fattori: energia, volatilità della domanda collegata alla riapertura dell'economia e strozzature all'offerta.** I primi due fattori sono in via di rientro, ma il terzo rappresenta un serio rischio per lo scenario dei prezzi. L'inflazione dovrebbe scendere al 2,6% nel 2022 e verso il 2% nel 2023, ma **i rischi per il 2022 sono verso l'alto.**
- Il controllo della dinamica inflazionistica dipenderà dall'ancoraggio delle aspettative e dal grado di trasmissione delle pressioni da prezzi a salari. La Fed si appresta a ridurre lo stimolo, non più appropriato in questa fase, ma non è detto che riesca a contenere l'inflazione.
Tapering a novembre, svolta dei tassi nel 2022.
- La **politica fiscale è in una fase rischiosa**, con scadenze ravvicinate per il rinnovo del limite del debito e due grandi pacchetti redistributivi. Le tensioni fra partiti e all'interno del partito democratico sono alle stelle.

PII: domanda forte, frenata dalle strozzature all'offerta più che dalla variante Delta

La crescita del PII è frenata dalla carenza di offerta: il rallentamento dei consumi è dovuto all'ampio grado di domanda insoddisfatta, che si trasmette sull'inflazione

La variante Delta e rallenta la crescita dell'attività nei servizi, ma non la blocca



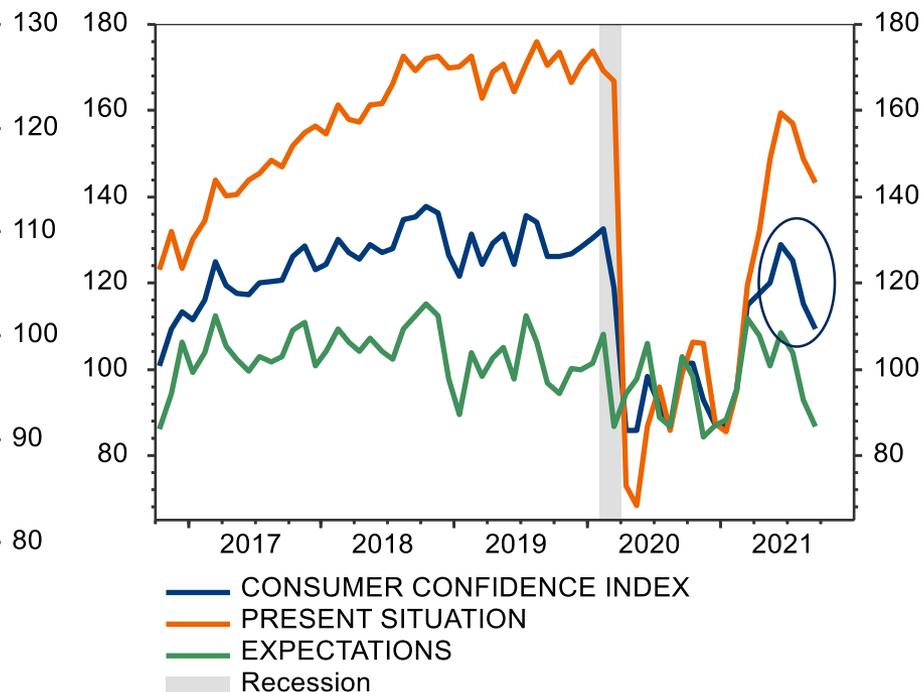
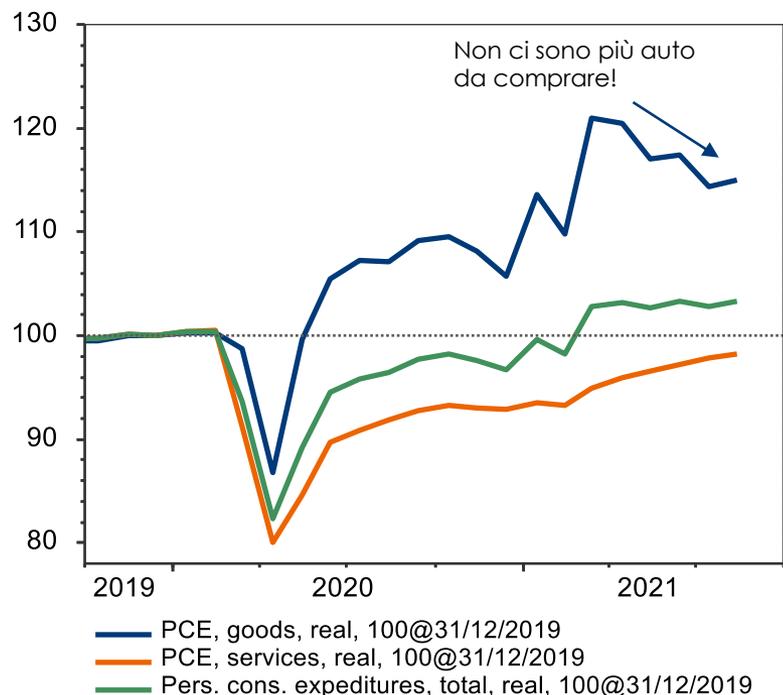
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo.

Fonte: Refinitiv-Datastream. Per i contagi, media mobile a 1 mese per depurare da effetti distortivi legati alla raccolta dei dati nel giorno di Labor Day.

La corsa dei consumi si è invertita nel comparto dei beni durevoli, mentre i timori per l'inflazione crescono

Consumi al di sopra del livello pre-COVID, con una rotazione fra beni e servizi dettata dalla pandemia

I consumatori sono preoccupati per il rialzo dell'inflazione



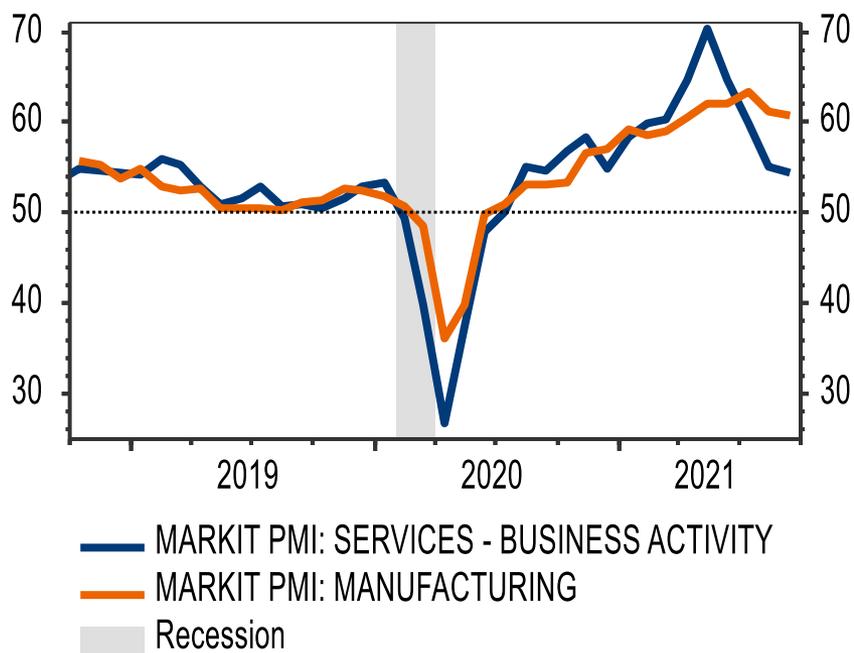
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fonte: Refinitiv-Datastream

Servizi in balia di Delta, manifatturiero frenato da carenza di scorte e di beni intermedi

La crescita risente di Delta nei servizi...

...mentre il manifatturiero è frenato da strozzature all'offerta

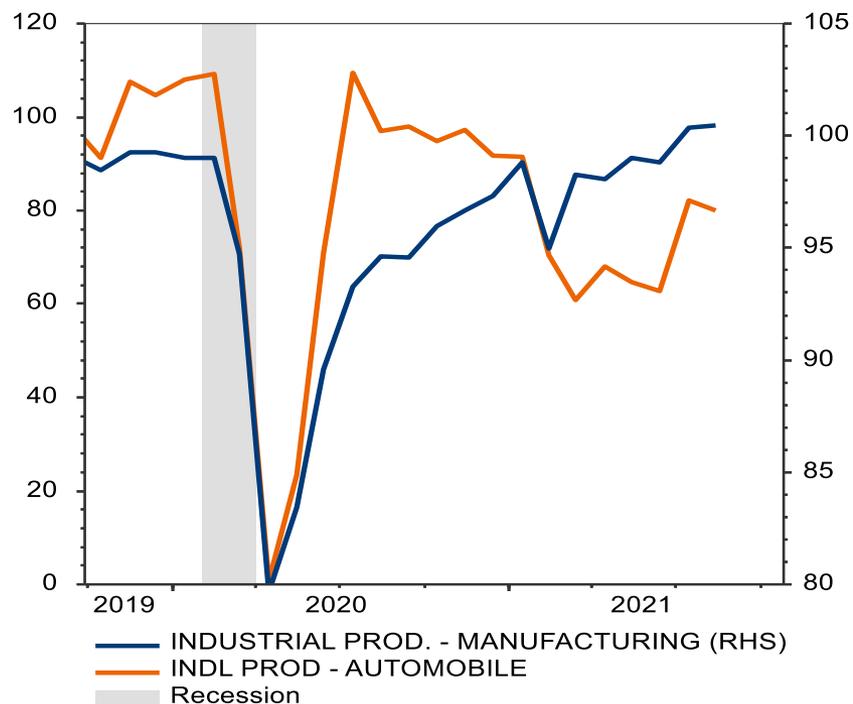


Fonte: Refinitiv Datastream

Fonte: Refinitiv Datastream

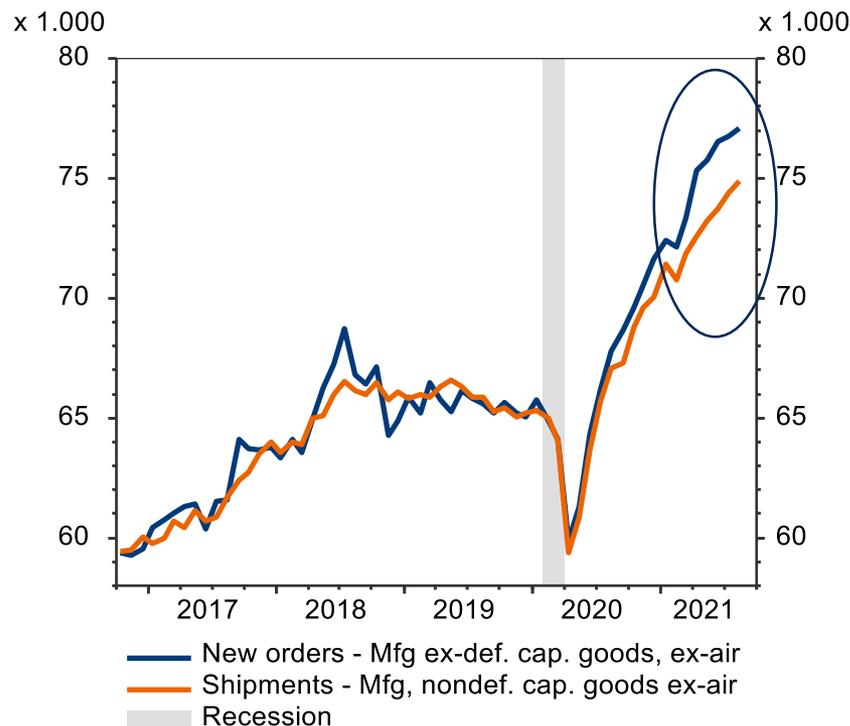
I colli di bottiglia impediscono all'offerta di soddisfare la domanda nel manifatturiero

Il settore auto capitolava per la mancanza di semiconduttori, il manifatturiero riesce a espandersi comunque...



Fonte: Refinitiv-Datastream

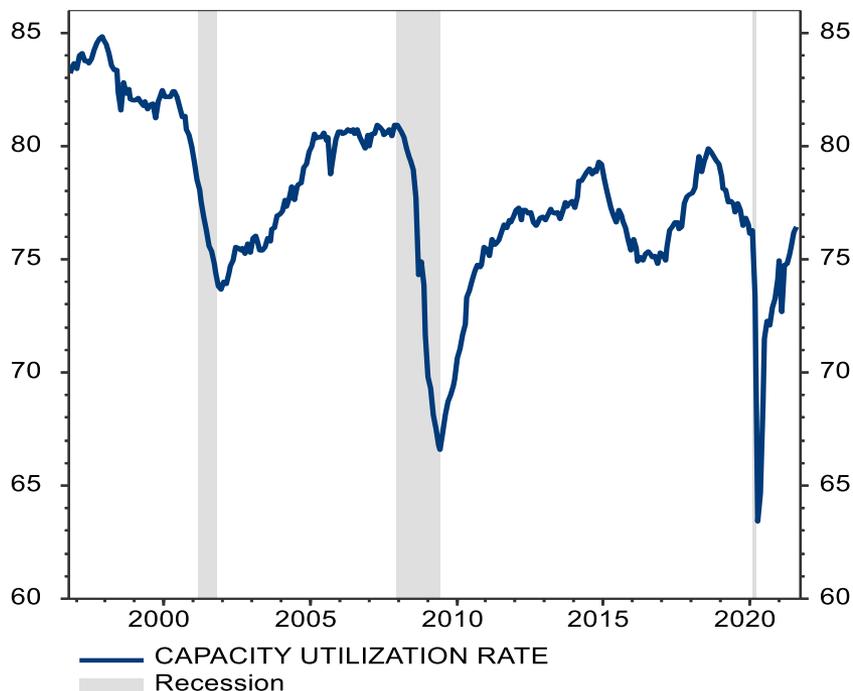
...ma le consegne non riescono a soddisfare gli ordini



Fonte: Refinitiv-Datastream

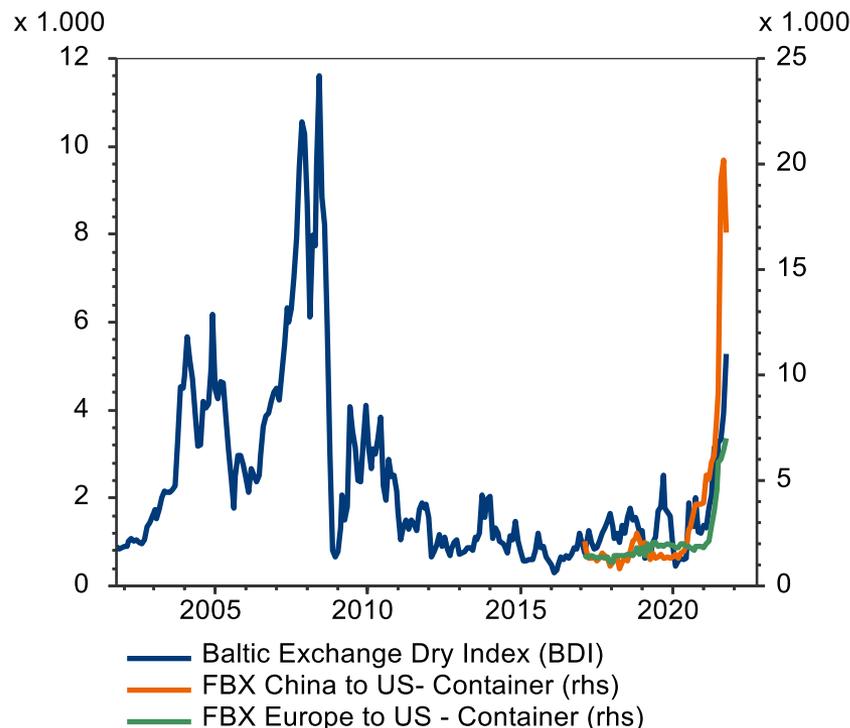
La capacità produttiva domestica c'è, ma domanda in aumento e blocchi dei porti asiatici=> tempi e prezzi di consegna delle merci alle stelle

Capacità produttiva inutilizzata, nonostante la domanda forte



Fonte: Refinitiv-Datastream

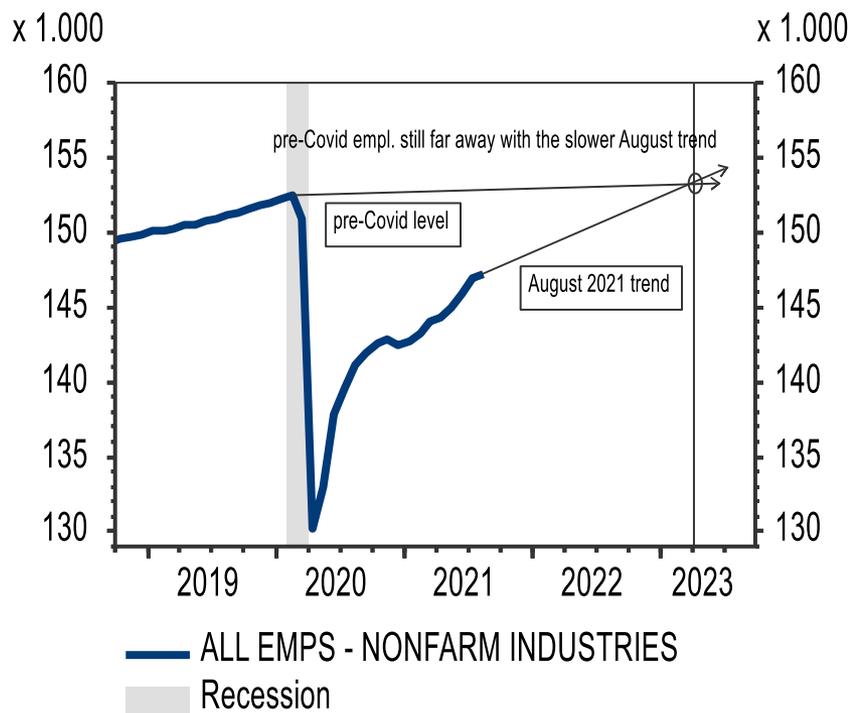
I problemi sono esogeni: noli in rialzo, caccia ai container per gli Stati Uniti



Fonte: Refinitiv-Datastream

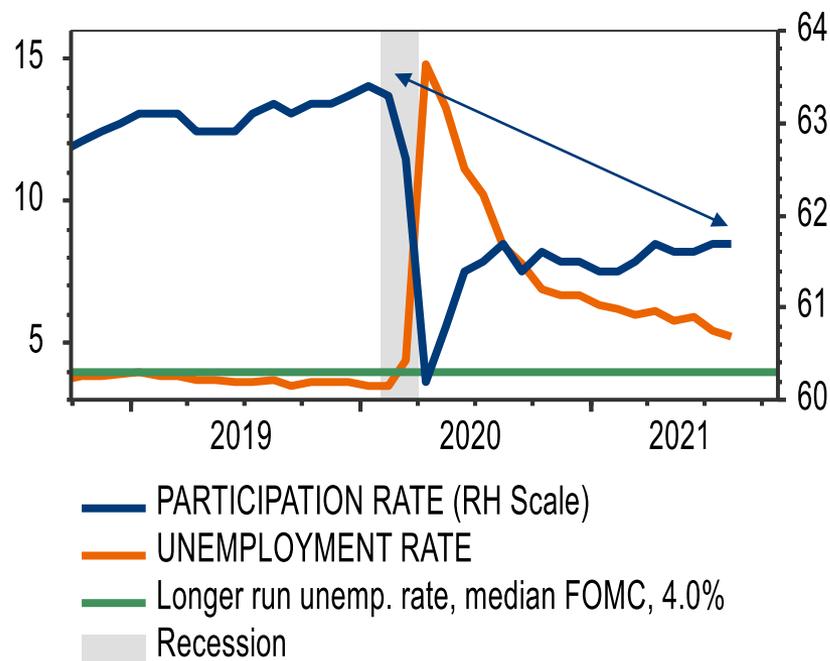
«Where have all the workers gone?»

Mancano ancora 5,3 mln di posti di lavoro rispetto a febbraio 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

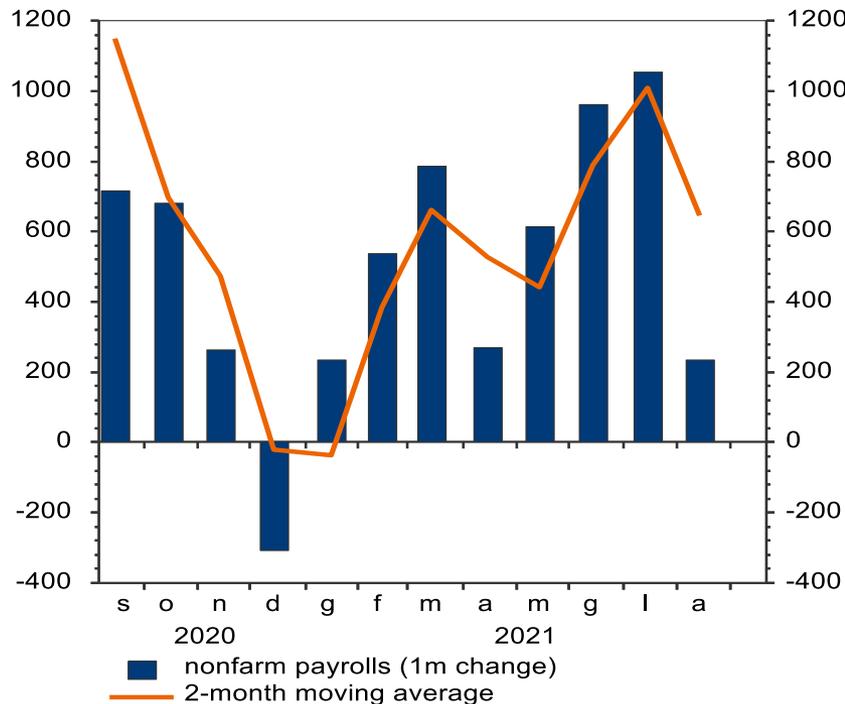
La partecipazione ha smesso di recuperare terreno



Fonte: Refinitiv Datastream

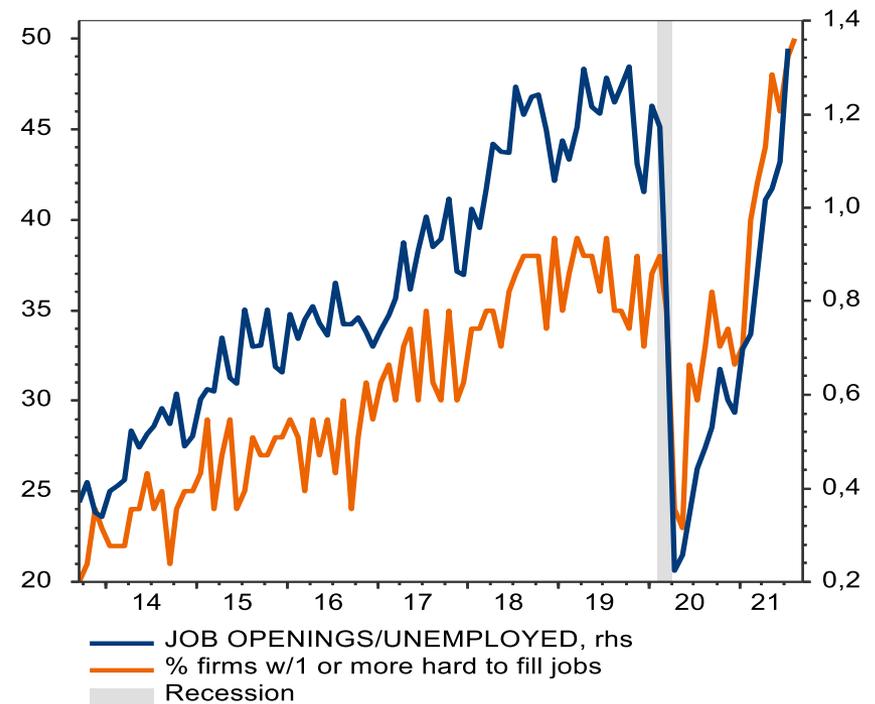
Anche il mercato del lavoro è frenato dall'offerta

La delusione dell'employment report di agosto rallenta ma non blocca il trend espansivo iniziato a gennaio



Fonte: Refinitiv-Datastream

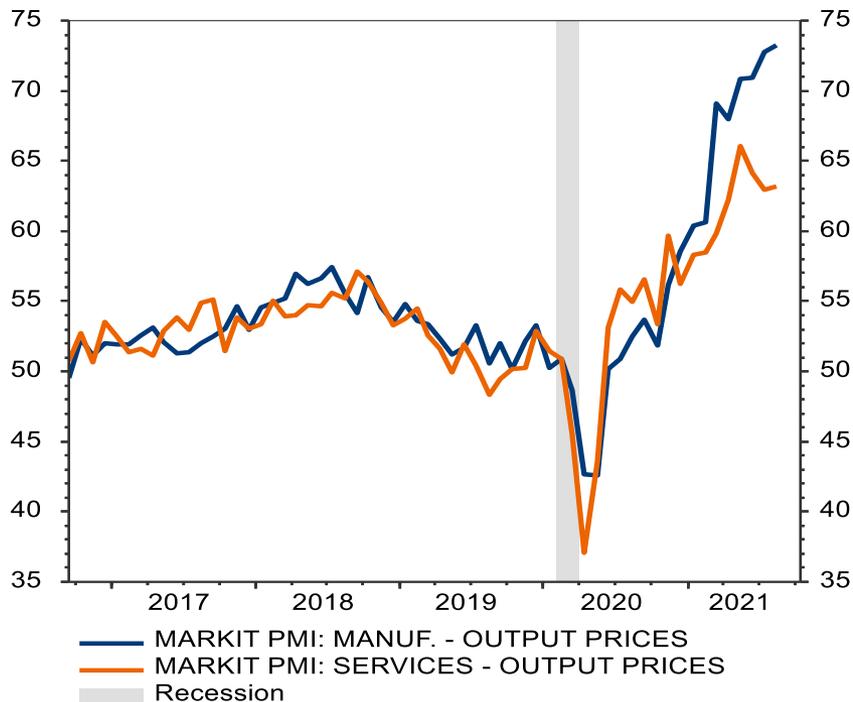
Più posizioni disponibili che disoccupati, mentre le imprese faticano a reperire manodopera



Fonte: Refinitiv-Datastream

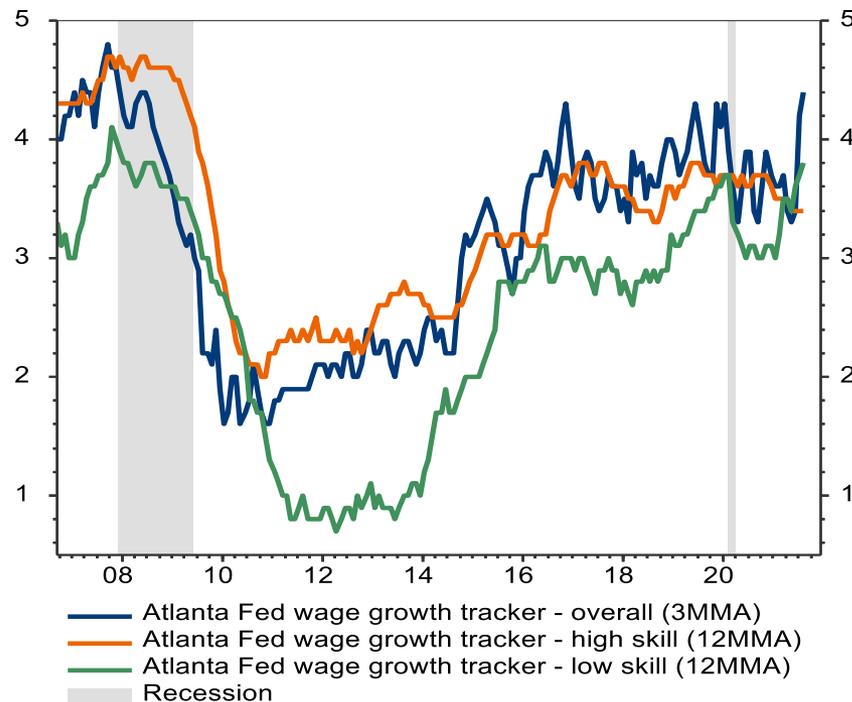
Gli effetti dell'eccesso di domanda si vedono sui prezzi dei beni e sui salari

Le imprese segnalano ulteriore accelerazione della crescita dei prezzi di vendita nel manifatturiero



Refinitiv-Datastream

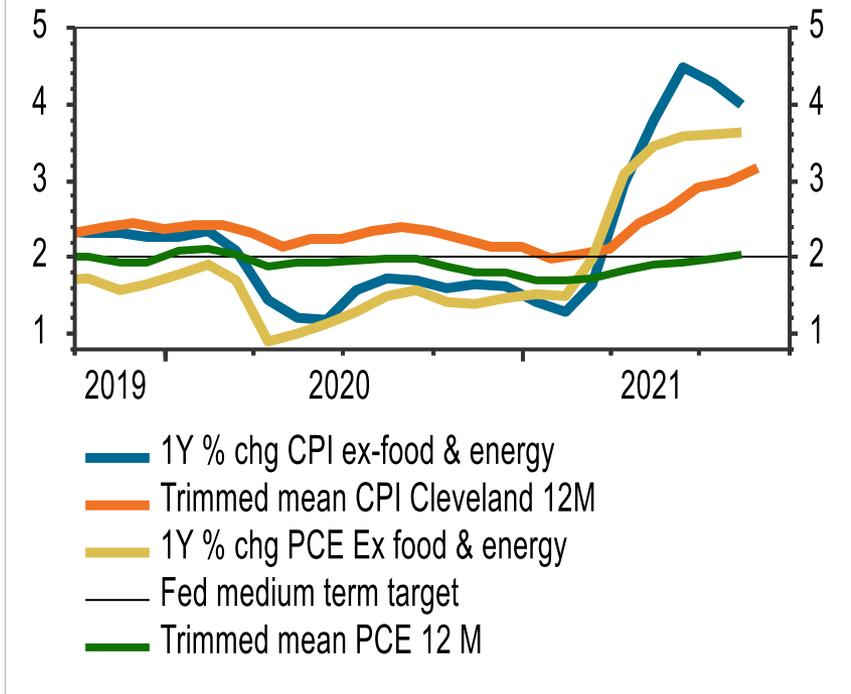
Il rialzo della dinamica salariale è concentrato nella fascia bassa della distribuzione



Refinitiv-Datastream

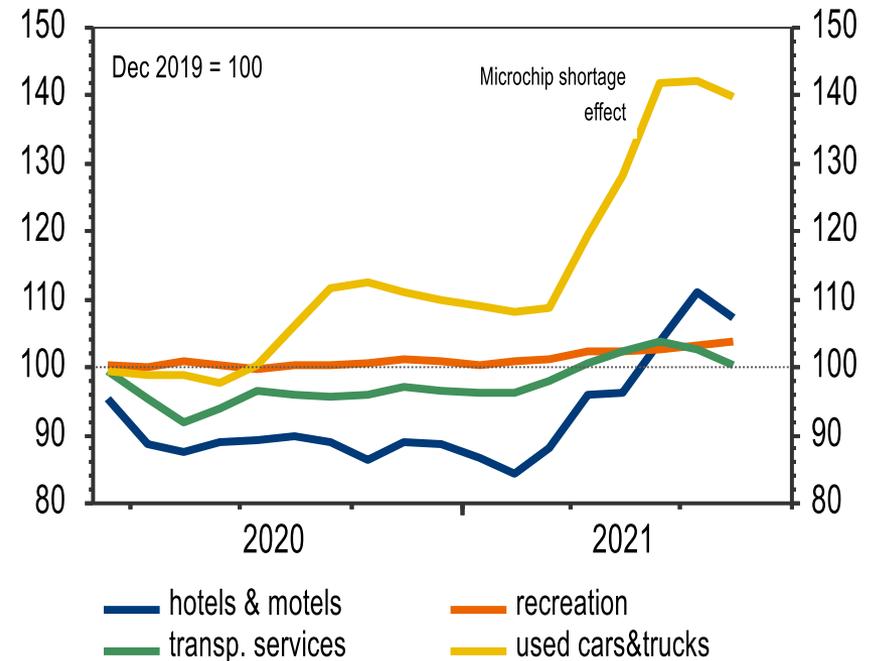
Inflazione: quo vadis?

Inflazione in forte rialzo, ma quello che conta è la diffusione degli aumenti fra comparti



Fonte: Refinitiv Datastream

Prezzi in via di aggiustamento nei servizi, auto usate sempre in balia della scarsità di semiconduttori

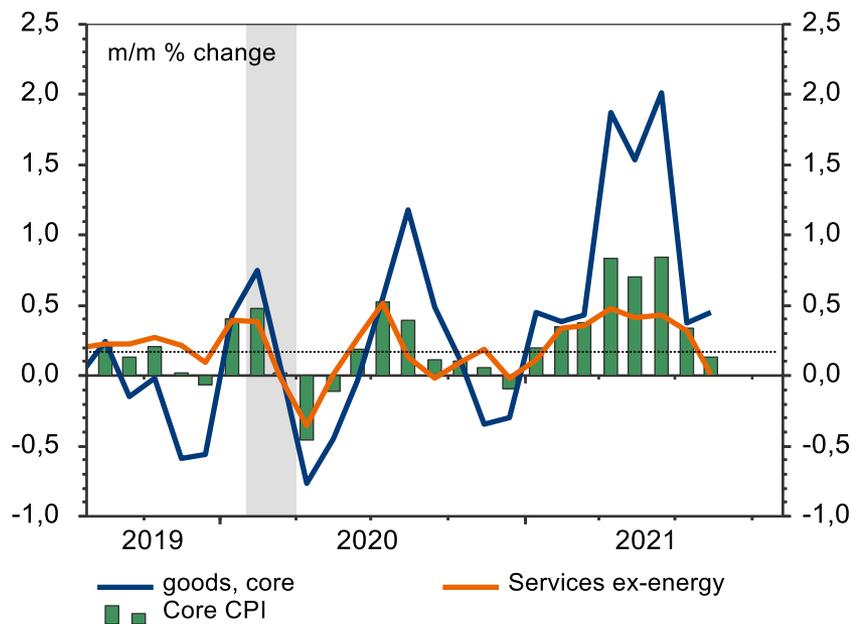


Fonte: Refinitiv Datastream, componenti del CPI.

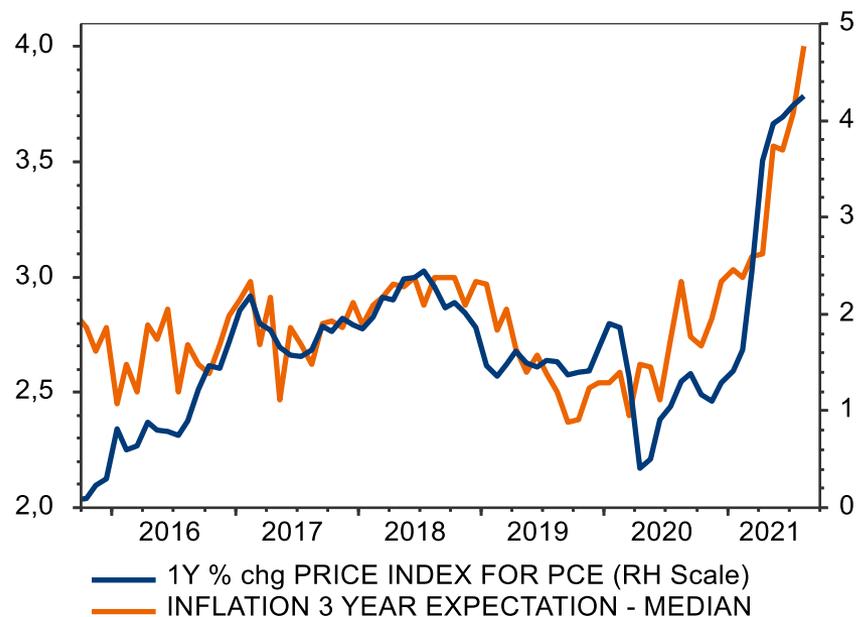
Il picco è alle spalle...

Gli effetti di COVID-19 sui servizi stanno rientrando, ma le pressioni sono sui beni...

...con riflessi pericolosi sulle aspettative di inflazione



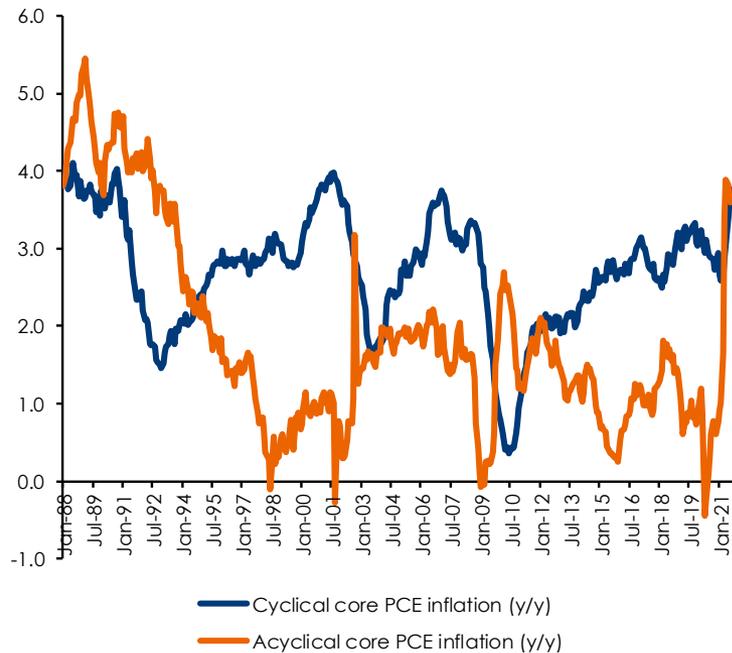
Fonte: Refinitiv-Datastream.



Fonte: Refinitiv-Datastream.

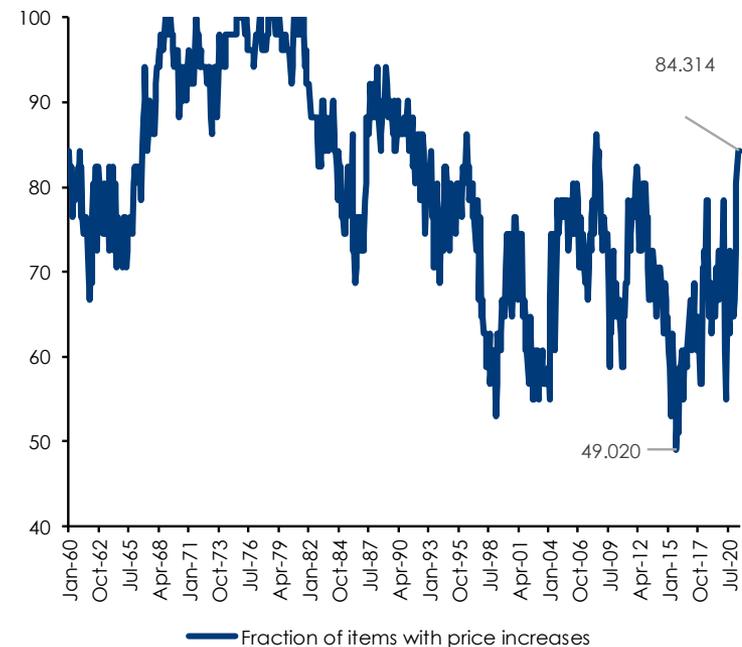
...ma le pressioni da eccesso di domanda si diffondono

Balzo dell'inflazione core «aciclica»



Fonte: San Francisco Fed

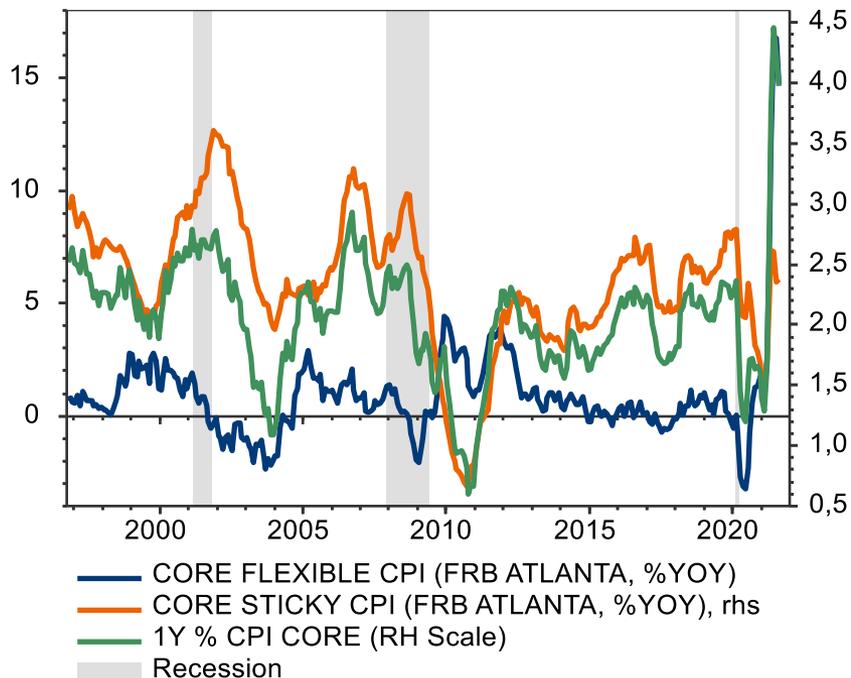
In rialzo la frazione di voci che registrano aumenti nel deflatore core



Fonte: San Francisco Fed

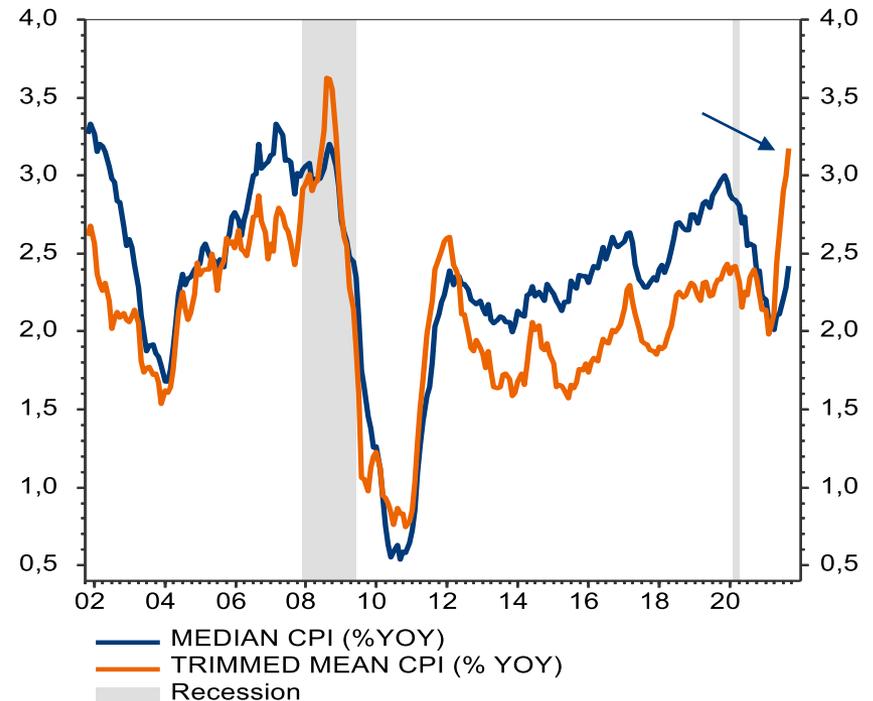
Gli aumenti dei prezzi non sono più solo «outlier»

Prezzi «rigidi» in rialzo sui massimi dell'ultimo decennio, prezzi «flessibili» sui massimi dagli anni '70: il rientro dell'inflazione al 2% richiede tempo



Fonte: Atlanta Fed

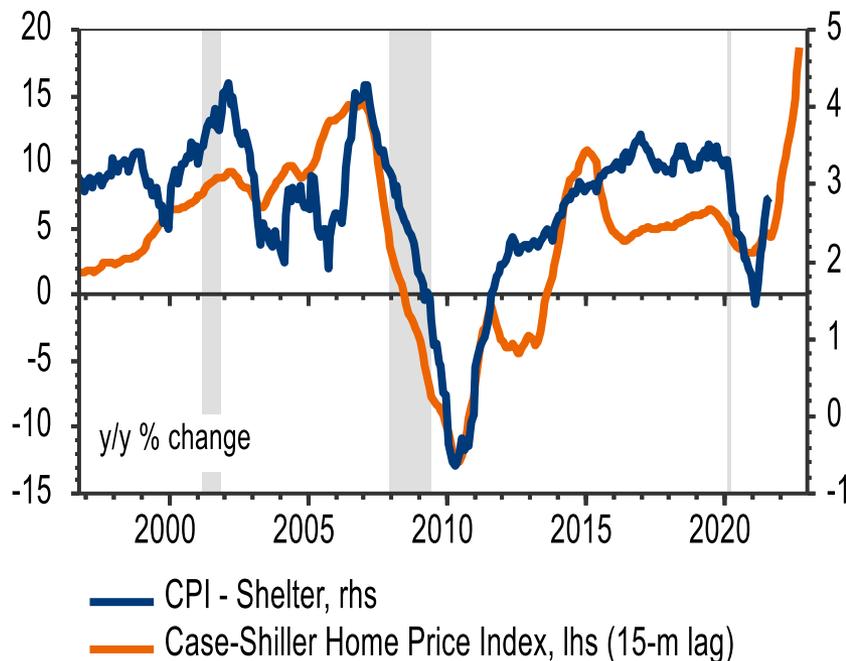
L'inflazione misurata con la media troncata è superiore all'inflazione mediana: pressioni diffuse



Fonte: Atlanta Fed

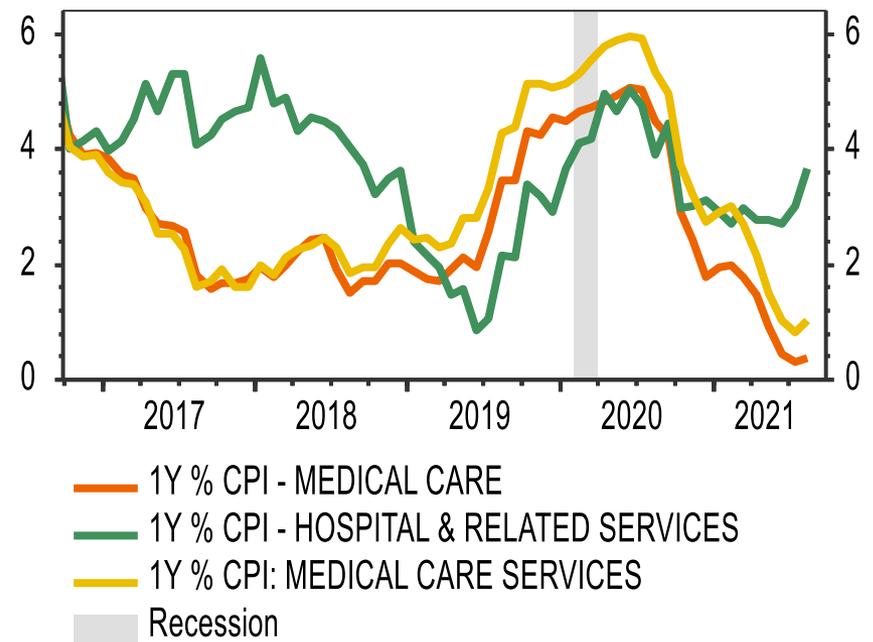
Infine, rischi verso l'alto da abitazione e sanità

Pressioni al rialzo sulla componente abitazione dal boom dei prezzi delle case



Fonte: Refinitiv Datastream

Correzione dei prezzi della sanità da metà 2020 sulla scia del calo transitorio della domanda

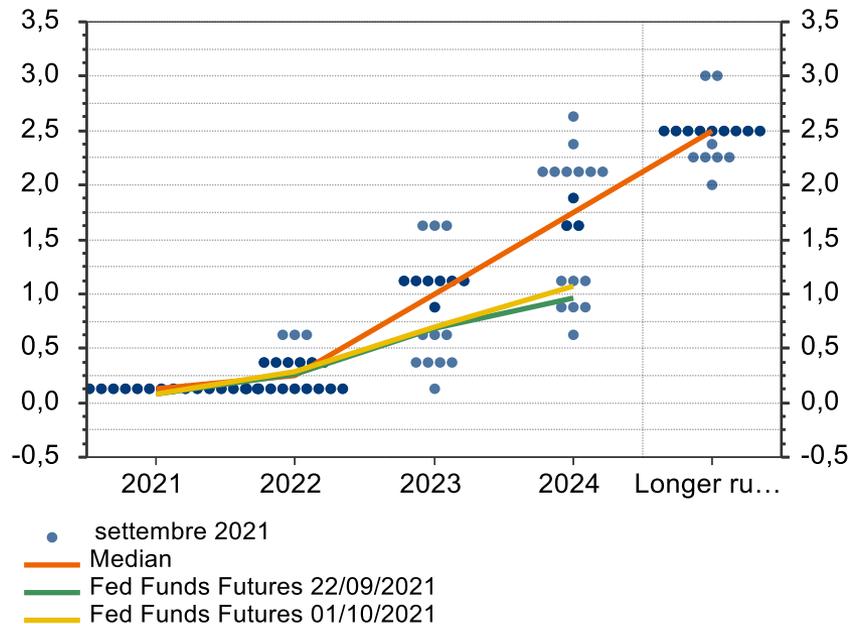


Fonte: Refinitiv Datastream

Fed - L'ora delle svolte si avvicina: tapering a novembre, svolta dei tassi nel 2022

La nostra previsione è di inizio del tapering probabilmente a novembre, con conclusione a giugno 2022, primo rialzo dei tassi a fine 2022, seguito da 2 rialzi nel 2023 e 3 rialzi nel 2024. Pur riconoscendo che i rischi dalle strozzature all'offerta e dalle conseguenti pressioni sui prezzi sono verso l'alto, manteniamo una previsione cauta sul sentiero dei tassi, alla luce dell'enorme grado di incertezza che circonda lo scenario per i prossimi anni.

Per i tassi, le previsioni sono disperse...



Fonte: Refinitiv-Datastream.

...ma la mediana prevede una svolta nel 2022

Proiezioni economiche dei presidenti delle Fed regionali e dei membri del Board – settembre 2021

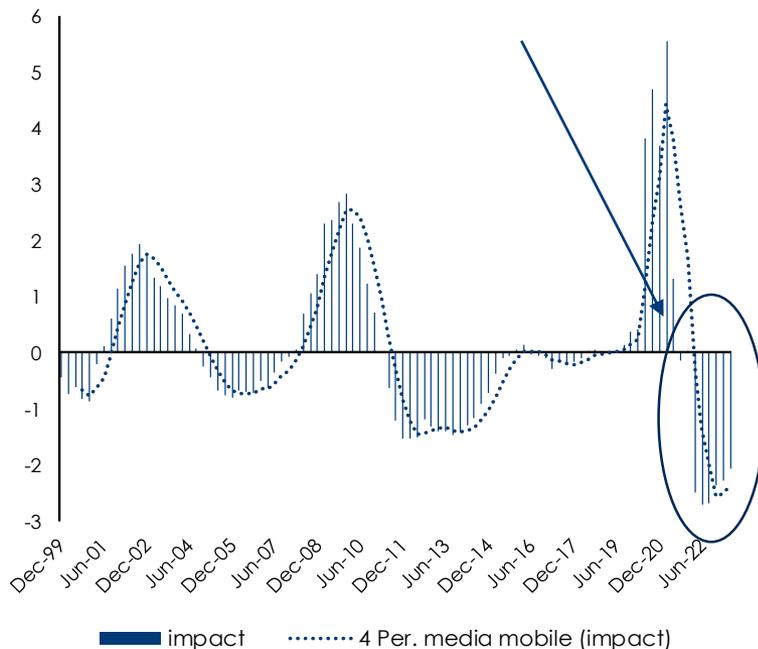
Variable	Median				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	5.9	3.8	2.5	2	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4	1.8	1.8
Unempl. rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE infl.	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.00	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

Fonte: Federal Reserve Board

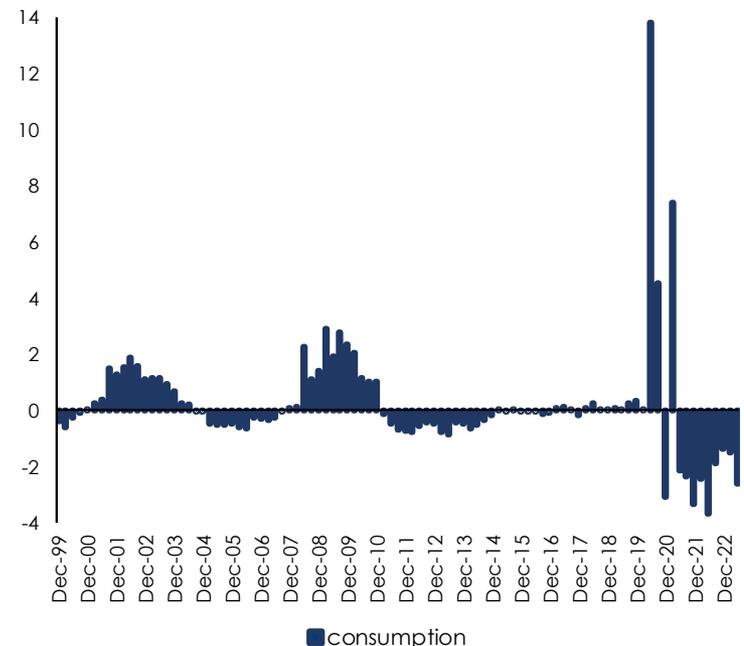
Politica fiscale: fine dei programmi di emergenza, con un impatto netto negativo su PIL e consumi

La «Misura di Impatto Fiscale» (FIM) è uno strumento creato dall'Hutchins Center per illustrare quanto la politica fiscale locale, statale e federale aggiunge o sottrae alla crescita economica complessiva. Quando la FIM è positiva, la politica è espansiva nel senso che sta spingendo la crescita del PIL al di sopra del suo potenziale di lungo periodo. Quando la FIM è negativa, la politica sta abbassando la crescita del PIL reale rispetto al potenziale.

Hutchins Center Fiscal Impact Measure: la festa fiscale è finita per il PIL...



...e per i consumi



Fonte: calcoli Hutchins Center su dati del Bureau of Economic Analysis.

Fonte: calcoli Hutchins Center su dati del Bureau of Economic Analysis.

Tutto il programma di Biden si gioca quest'autunno

Al momento, sono in corso negoziati all'interno del partito democratico per definire un compromesso fra moderati e progressisti sulla dimensione e sui contenuti del Build Back Better Act, con l'obiettivo di ridurre almeno parzialmente gli interventi di spesa e le agevolazioni fiscali. Possibile un accordo verso i 2 tln per il BBBA.

Il pacchetto infrastrutture prevede un aggravio modesto per il deficit

Bipartisan Infrastructure Plan	
Infrastructure plan	2022-31
Effect on deficit	53.2
Total spending	579.2
-transportation	312.8
-other (water, broadband, power)	266.4
Pay-fors	-526

Fonte: Moody's Analytics

La versione attuale del Build Back Better Act amplierebbe il deficit di 1 tln su 10 anni, misure espansive concentrate entro il 2026

Build Back Better Agenda		
Reconciliation package	2022-26	2022-31
Effect on deficit	980.7	594.7
Total spending and tax cuts	1879.9	3556.3
- individual tax cuts	522.5	636.3
- climate change	290.4	482.2
- education, family leave, nutrition, housing	420.1	1094.1
- healthcare	273.2	811.7
- industry	372.7	532.1
Total pay-fors	-898.2	-2961.6
- tax increases	-748.2	-2223.9
corporate taxes	-359	-743.3
international corporate taxes	-240.9	-495.3
high income individuals	74.4	-187.7
other	-222.7	-797.6
- other pay-fors	-150	-737.7

Fonte: Moody's Analytics. Misure non definitive.

Limite del debito: ci risiamo

Cosa potrà pagare il Tesoro se entro il 15 ottobre non sarà stato modificato il limite del debito

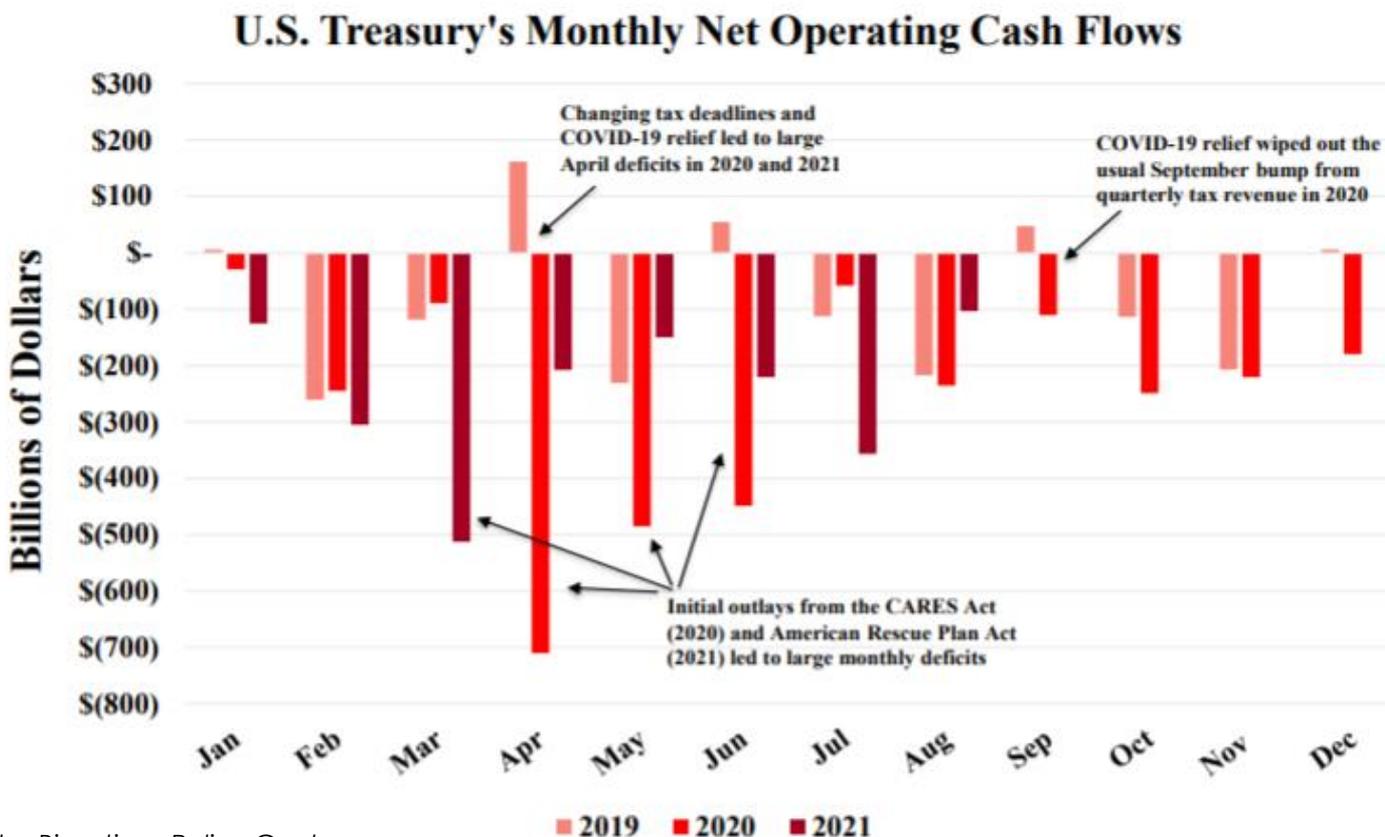
Interest on Treasury Securities	67
Medicare / Medicaid	114
Social Security Benefits	86
Defense Vendor Payments	33
IRS Tax Refunds	25
Federal Salaries	22
Nutrition Assistance Programs	19
Education Program Payments	15
Military Pay	11
Veterans Benefits	11
	403

Fonte: Bipartisan Policy Center

- Il Tesoro ha detto che, in assenza di una modifica del limite del debito, entro il 18 ottobre, potrebbe non essere in grado di soddisfare gli impegni di spesa.
- Secondo il Bipartisan Policy Center, senza una modifica al limite del debito entro il 15 ottobre, a quella data al Tesoro mancheranno circa 265 mld di dollari, e la spesa dovrà essere ridotta di circa 40%.
- In base a un piano d'azione predisposto nel 2011, il Tesoro pagherebbe gli interessi e alcuni obblighi considerati essenziali (pensioni, stipendi, spesa militare) per circa 400 mld, ma dovrebbe fare default su altre spese per un totale di 265 mld.
- Inoltre, a fine ottobre il Tesoro dovrà rifinanziare circa 430 mld di titoli in scadenza.

I flussi di cassa sono negativi in autunno, i tempi sono strettissimi

Per ora i repubblicani si rifiutano di cooperare e minacciano ostruzionismo al Senato. Pertanto, lo scenario centrale è che i democratici uniscano la **modifica del limite del debito alle leggi di «reconciliation» con cui verrà attivato il BBBA, con un voto lungo linee di partito.**



Fonte: Bipartisan Policy Center

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 Analysis, 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.

A cura di:

Giovanna Mossetti
Macroeconomic Analysis – Direzione Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo SpA