

Focus Stati Uniti

Build Back Better...smaller!

Il pacchetto Build Back Better Act, che raccoglie l'agenda politica di Biden, sta cambiando forma e dimensione per ottenere i voti di due senatori democratici moderati. La nuova versione si riduce considerevolmente sia dal lato delle uscite sia da quello delle entrate, ridimensiona l'ambizioso programma redistributivo dell'amministrazione e rende temporanee molte delle misure espansive. Il suo passaggio nella versione attuale è ancora incerto, anche se il processo di revisione dovrebbe concludersi nei prossimi giorni.

La leadership democratica ha delineato l'ultima versione del **Build Back Better Act (BBBA)**, con misure espansive per circa 1,85 tln di dollari su 10 anni, da finanziare interamente attraverso rialzi di imposte. Il nuovo pacchetto è nettamente ridimensionato rispetto alla versione originaria che prevedeva 3,5 tln fra maggiori spese e crediti di imposta, finanziati da circa 2,9 tln di maggiori entrate su imprese e famiglie e 0,7 tln di maggiore deficit. Il BBBA raccoglie i temi centrali dell'agenda politica di Biden, con misure redistributive a favore delle fasce medio-basse di reddito, finanziate da aumenti di imposte per imprese e famiglie con redditi elevati.

Le principali voci dell'ultima versione includono il finanziamento di asili nido per tutti (fino al 2026) e sussidi per la cura dei figli dipendenti dal livello di reddito, estensione di un anno del credito di imposta per i figli, espansione della copertura sanitaria (fino al 2025), crediti di imposta per energia rinnovabile. Il finanziamento delle misure dovrebbe provenire da: imposta minima del 15% sul reddito delle società e tassazione minima del 15% del reddito generato all'estero dalle multinazionali, sovrattasse sui redditi al di sopra di 10 mln di dollari annui, rafforzamento dell'Internal Revenue Service per contrastare evasione ed elusione fiscale. Alcuni dei cavalli di battaglia dell'agenda di Biden sono caduti nel corso dei negoziati: fra questi, il finanziamento di assenze pagate per motivi di salute e/o familiari, la gratuità di due anni di istruzione universitaria per tutti, i disincentivi all'utilizzo del carbone. Inoltre, molte delle principali misure ancora incluse nel pacchetto sono temporanee e terminano dopo 4 o 5 anni.

La genesi del Build Back Better Act (BBBA), con il lungo e tortuoso processo (non ancora concluso) per la sua definizione, testimonia la crescente **polarizzazione politica americana**, non solo fra partiti, ma anche al loro interno. Il pacchetto deve essere approvato con la procedura di reconciliation, che permette di attuare misure con effetti sul deficit con la maggioranza semplice in entrambi i rami del Congresso, purché l'impatto netto su un decennio sia nullo. La composizione attuale del Congresso permette poche defezioni alla Camera, dove i democratici hanno 220 seggi su 435, e richiede l'unanimità dei 50 senatori democratici. Due senatori moderati, J. Manchin (West Virginia) e K. Sinema (Arizona) hanno tenuto ostaggio il BBBA e imposto modifiche cruciali rispettivamente sulle misure espansive e su quelle di finanziamento. Nel frattempo, l'ala progressista del partito democratico ha bloccato il voto del pacchetto infrastrutture, che ha supporto bipartisan e ha già i 60 voti richiesti al Senato, ma non avrà sufficienti voti democratici alla Camera fino a quando non sarà definito il BBBA. Il blocco legislativo in atto dall'estate aumenta la **fragilità della leadership democratica** e la probabilità di una perdita della maggioranza in Congresso alle elezioni midterm del 2022, come testimoniato anche dalla sconfitta elettorale del 2 novembre nelle elezioni per il governatore della Virginia.

3 novembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Build Back Better Act: uno slalom legislativo fra veti incrociati

Il nuovo BBBA prevede misure redistributive per circa 1,85 tln di dollari, completamente coperte da aumenti di entrate collegati a imposte sulle imprese e sugli individui con redditi oltre i 10 mln di dollari. Le misure espansive hanno durata variabile, lasciando elevata incertezza per le scelte individuali e il sentiero delle finanze federali. Il nuovo gettito deriverebbe da imposte complesse nella loro attuazione, con entrate difficilmente prevedibili. Il Congressional Budget Office non ha ancora dato la valutazione ufficiale dell'impatto fiscale delle misure.

La versione del BBBA presentata da Biden a fine ottobre rivela la sua natura di sofferto compromesso con la temporaneità di molte misure incluse nel pacchetto e con l'assenza di molte voci originariamente considerate imprescindibili in un pacchetto con due obiettivi centrali: **la redistribuzione verso le fasce di reddito medio-basse e il contrasto al cambiamento climatico.**

Gli interventi per il **welfare sono concentrati sull'assistenza per i figli e sulla sanità** (tab. 1) ma hanno durata variabile. In particolare, il finanziamento per la cura dei figli (400 mld) include asilo nido per tutti per 6 anni, e supporto per la cura dei figli con durata incerta fra 3 e 6 anni; l'estensione del credito di imposta per i figli (200 mld) dura 1 anno; l'espansione dei benefici dell'Affordable Care Act (130 mld) prevede durate di 3 e 4 anni per misure diverse. Per quanto riguarda le altre misure, in parte mirate al **sostegno dei redditi bassi** sul fronte di abitazione (150 mld) e istruzione universitaria (40 mld) e in parte al **contrasto del cambiamento climatico**, le misure hanno una tempistica incerta, ma non prevedono un termine.

Gli obiettivi: redistribuzione e contrasto al cambiamento climatico

Redistribuzione: sanità e cura dei figli, con misure di durata variabile

Tab. 1 – L'ultima versione del BBBA prevede misure per 1,85 tln di dollari in 10 anni

Policy	10 Year Cost	Years in Effect
Strengthen Medicaid home- and community-based services	150	permanent§
Childcare	400	
Provide universal pre-K to all three- and four-year-olds		6 yrs
Establish an affordable child care program		3 yrs/6 yrs
Provide clean energy tax credits	320	10 yrs
Child Tax Credit	200	
Extend increased CTC		1 yr
Extend expanded EITC		1 yr
Make the CTC fully refundable		permanent
Make investments and incentives to address extreme weather	105	permanent§
Make investments and incentives for clean energy, technology, manufacturing, and supply chains	110	permanent§
Invest in clean energy procurement	20	permanent§
Extend and expand Affordable Care Act	130	
Extend expanded ACA premium tax credits		3 yrs
Make ACA premium tax credits available for Medicaid coverage gap		4 yrs
Establish a hearing benefit in Medicare	35	unknown
Invest in housing affordability and reducing price pressures	150	permanent§
Expand access to education beyond high school and invest in workforce development	40	permanent§
Other investments	90	permanent§
Subtotal	1750	
Immigration reform (if Byrd Rule compliant)	100	unknown
Total	1850	

Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget da documenti pubblicati sul sito White House. * la proposta della Camera prevede una durata di 3 anni, quella dell'amministrazione ha una durata di 6 anni. "permanent §": la durata non è definita, ma non è segnalata una scadenza.

La **natura temporanea delle misure fiscali** non è una novità e caratterizza i principali interventi dell'ultimo decennio (escludendo la maggior parte degli interventi collegati a Covid), ormai segregati nello schema della procedura di reconciliation per via dell'impossibilità di attuare interventi legislativi con la maggioranza qualificata di 60 voti in Senato. Questa strategia legislativa, dovuta alla polarizzazione politica del Congresso, rende non trasparenti i costi delle

misure che, in gran parte, al momento della scadenza vengono estese generando incertezza per i cittadini e rischi nascosti di espansione del deficit nel medio termine.

Dal lato del **finanziamento**, l'obiettivo originario della leadership democratica consisteva nell'utilizzare l'aumento dell'aliquota sul reddito delle imprese e sul reddito delle famiglie con reddito annuo superiore a 400 mila dollari. L'opposizione di K. Sinema a questa strategia ha preso forma solo nell'ultimo mese e ha costretto i democratici a cercare fonti di entrate da altre misure, con rischi per l'implementazione delle nuove misure e per la loro affidabilità in termini di copertura. Sul fronte delle società, il BBBA prevede ora un'imposta minima del 15% sul reddito contabile delle grandi società (gettito: 325 mld) e sugli utili delle multinazionali e un'imposta sui buyback di azioni (125 mld). Per quanto riguarda gli individui con reddito elevato, il gettito (230 mld) deriverebbe da sovrattasse del 5% per i redditi oltre i 10 mln e dell'8% su quelli oltre i 25 mln.

L'imposta minima del 15% sul reddito contabile delle società con un minimo di 1 mld di utili riguarderebbe circa 200 entità, secondo la versione legislativa proposta da E. Warren. In quest'ultima versione, gli utili tassati sarebbero definiti in base alle regole contabili finanziarie, che collegano detrazioni per i costi alle entrate generate da tali spese. Questa definizione è differente da quella relativa al reddito tassabile. Inoltre, la presenza di eventuali sussidi, per esempio per ricerca e sviluppo o per lo sviluppo di energia rinnovabile, può modificare la definizione di reddito contabile. La misura prevista dal BBBA, come nota la Tax Foundation, limiterebbe l'utilizzo dell'ammortamento accelerato mentre manterrebbe l'efficacia dei sussidi, con una applicazione potenzialmente disomogenea dell'imposta minima fra società con strutture di costi ed entrate differenti.

Per quanto riguarda **l'imposta sui buyback**, l'obiettivo è quello di generare reddito, ma anche di incentivare il reinvestimento degli utili all'interno delle imprese. la volatilità dei buyback e la loro dipendenza da diverse condizioni economiche e finanziarie rendono particolarmente poco prevedibile il gettito dall'imposta sui riacquisti.

Sul fronte delle imposte sul **reddito delle famiglie**, le sovrattasse previste porterebbero l'aliquota massima a 48,8% fra il 2022 e il 2025 (incluso l'imposta del 3,8% sul reddito netto da investimenti, NIIT) e al 51,4% dopo il 2025 quando l'aliquota massima risalirà al 39,6% dal 37% attuale. Il BBBA prevede anche l'applicazione dell'imposta del 3,8% della NIIT al reddito delle società di persone e insieme alle sovrattasse sul reddito avrebbe influenza sulle imprese diverse dalle società per azioni. Se il BBBA includerà, come sembra probabile, la revoca del tetto alla deducibilità delle imposte statali sul reddito almeno per due anni, il top 5% della distribuzione del reddito avrebbe un taglio netto di imposte stimato dal CRFB in circa 30 mld di dollari.

Tab. 2 – La copertura delle misure espansive sarebbe completa, ma le fonti di gettito sono soggette a significativa incertezza

Offset	10 Year Savings
Impose a 15 percent domestic minimum tax on large corporations	325
Impose a 1 percent surcharge on corporate stock buybacks	125
Impose a 15 percent global minimum tax	350
Impose a 5 percent surtax on income above \$10 million and an 8 percent surtax on income above \$25 million	230
Expand 3.8 percent Net Investment Income Tax	250
Limit business losses for the wealthy	170
Invest in IRS tax enforcement to close the tax gap and boost tax compliance	400§
Permanently repeal Trump Administration drug rebate rule	145
Total	1995

Nota: dati in mld di dollari. Fonte: CRFB su dati pubblicati dal sito White House. § il gettito effettivo sarà probabilmente inferiore, alla luce di stime del Congressional Budget Office secondo cui un aumento di fondi all'IRS di 80 mld di dollari genererebbe 120 mld di entrate nette.

Il finanziamento: imposte su imprese e famiglie con redditi elevati, con incertezza sul flusso di gettito

Imposte sulle imprese: imposta minima del 15% del reddito e sui riacquisti di azioni

Imposte sulle famiglie: sovrattasse sui redditi oltre i 10 mln ed estensione dell'imposta sul reddito netto da investimenti anche alle società di persone

Al di là dei possibili obiettivi di equità nella distribuzione del carico tributario, le misure previste per finanziare il BBBA hanno un **ampio margine di incertezza per quanto riguarda il gettito previsto**, hanno una modesta base imponibile e potrebbero dar luogo a comportamenti elusivi e a distorsioni. Non vanno sottovalutati anche i possibili **effetti sulla partecipazione alla forza lavoro collegati alle soglie di reddito previste per alcune misure** relative alla sanità e alla cura dei figli. Alla luce dell'incertezza riguardo alla composizione del pacchetto è impossibile al momento prevederne l'impatto macroeconomico, anche se una prima valutazione implicherebbe effetti espansivi. Il Congresso appare disposto a discutere e votare l'ultima versione del BBBA senza una valutazione da parte del Congressional Budget Office, con il rischio di non valutare adeguatamente i costi e i benefici delle misure.

Una ricaduta positiva di un prossimo voto sul BBBA sarà lo sdoganamento del **pacchetto infrastrutture** alla Camera. Il pacchetto, già approvato al Senato ad agosto, prevede **nuove spese per circa 550 mld di dollari in 5 anni**, concentrato su infrastrutture per trasporti e comunicazioni e per il contrasto al cambiamento climatico, con un costo netto stimato dal CBO in 256 mld in 10 anni. Secondo il CBO, l'impatto diretto sul deficit sarebbe però pari a circa 343 mld, e l'impatto netto totale potrebbe arrivare a 400 mld includendo la base più elevata di spesa per i trasporti prevista dal disegno di legge. Gli effetti economici del pacchetto saranno gradualmente e concentrati nel 2023-24.

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 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.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------