

# Scenario Macroeconomico

**Direzione Studi e Ricerche**

Marzo 2022

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## Scenario Macroeconomico

### Indice

#### La guerra russo-ucraina peggiora le prospettive macroeconomiche

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

#### Stati Uniti: la Fed rispolvera il copione degli anni '80

#### Area euro: le conseguenze della guerra freneranno la ripresa primaverile

Inflazione: il peggio deve ancora venire

BCE: normalizzazione un po' più rapida di quanto prospettato a dicembre

Germania: in arrivo la tempesta perfetta

Francia: meno incertezza sull'esito delle presidenziali ma pesano i fattori esogeni

Italia: tra le economie più esposte al nuovo shock

Spagna: ampi margini di ripresa per la domanda interna

Paesi Bassi: crescita resiliente, ma pesa l'incertezza

#### Asia

Giappone: crescita positiva, ma frenata dallo shock energetico

Cina: venti contrari domestici e internazionali

India: la dipendenza dalle importazioni di petrolio torna a pesare

#### Materie prime: una nuova Guerra Fredda

Mercati energetici: una rapida transizione verde

#### Mercati valutari: effetto netto del conflitto più positivo per il dollaro, nel breve

### Marzo 2022

2

5 Nota Trimestrale

7

#### Direzione Studi e Ricerche

11

15

17

#### Macroeconomic Research

19

24

#### Luca Mezzomo

Economista

33

#### Paolo Mameli

Economista - Italia

37

40

#### Lorenzo Biagioli

Economista - Area euro

40

#### Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

44

#### Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

52

55

#### Andrea Volpi

Economista - Area euro

57

#### Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

#### Asmara Jamaleh

Economista - Mercati Valutari

#### International Research Network

#### Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

## La guerra russo-ucraina peggiora le prospettive macroeconomiche

La guerra russo-ucraina avrà un impatto significativo sull'economia europea, riducendo la crescita reale e innalzando nettamente il profilo dell'inflazione, con ricadute meno importanti sulle altre economie avanzate. Lo scenario è però ancora molto incerto, sia per la difficoltà di prevedere gli sviluppi della crisi e le sue ripercussioni sul mercato dell'energia, sia perché la risposta di politica economica è ancora in via di definizione. La rimozione dello stimolo monetario proseguirà nel 2022, e più rapidamente di quanto previsto tre mesi fa.

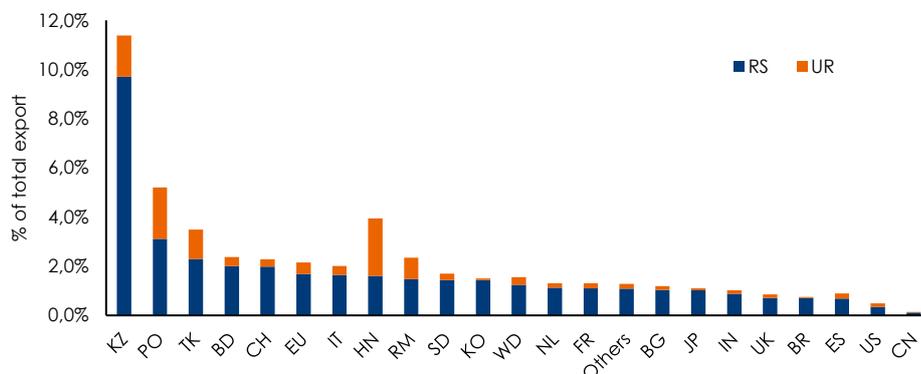
Luca Mezzomo

L'invasione russa dell'Ucraina ha impartito una nuova scossa a uno scenario macroeconomico già perturbato dai problemi di alcune filiere produttive globali, dalla pandemia e da un incremento globale dell'inflazione più intenso e persistente delle attese.

Oltre all'**impatto locale** (perdita di vite umane, che si prospetta ingente, movimenti di popolazione, distruzione di infrastrutture e capitale produttivo in Ucraina, crisi economica in Russia), la guerra russo-ucraina avrà conseguenze molto rilevanti in Europa e in parte dell'Asia Centrale. L'impatto sull'Europa è veicolato soprattutto dal canale commerciale e dal canale energetico. Potrebbero osservarsi anche conseguenze su alcune catene di approvvigionamento, per ora difficili da valutare, se le esportazioni di alcune materie prime non energetiche e beni intermedi saranno interrotte. Si sono osservati anche effetti finanziari connessi alla variazione della propensione al rischio (indebolimento dell'euro, flessione degli indici azionari e aumento dei premi per il rischio), ma il loro effetto netto appare di scarso rilievo. Data la modesta dimensione delle economie di Russia e Ucraina (assorbono meno del 2% dell'export globale), il canale commerciale riveste importanza prevalentemente locale, ed è legato più alla previsione di una violenta crisi economica in Russia, alla diminuita convertibilità del rublo e alla "fuga" delle imprese occidentali da quel mercato che agli effetti diretti delle sanzioni e delle misure di rappresaglia. Invece, l'impatto della crisi sui prezzi energetici ha riflessi globali – sebbene anche questo sia decisamente più intenso in Europa, a motivo della forte dipendenza dall'import di gas naturale, di petrolio e di derivati del petrolio dalla Russia. Nello scenario centrale che descriviamo in questo rapporto, il prezzo medio del petrolio Brent nel 2022 è del 59% più alto rispetto alle proiezioni di dicembre 2021; per il gas naturale, il divario è del 144%, e resta del 75% anche nel 2023. L'assunto è che l'accordo di pace fra Russia e Ucraina, quando arriverà, non arresterà il disimpegno europeo dalle forniture russe di petrolio e gas; i prezzi dovrebbero restare elevati come riflesso delle tensioni causate dalla riprogrammazione dei flussi energetici. La sola revisione dei prezzi di petrolio e gas naturale riduce la crescita globale di 0,3% nel 2022, e di 0,1% nel 2023, e aumenta l'inflazione di circa il 2% nel 2022.

**La guerra russo-ucraina eserciterà effetti più potenti in Europa che nel resto del mondo. Il canale energetico è quello più rilevante**

### Rilevanza di Russia e Ucraina come mercato di sbocco dell'export

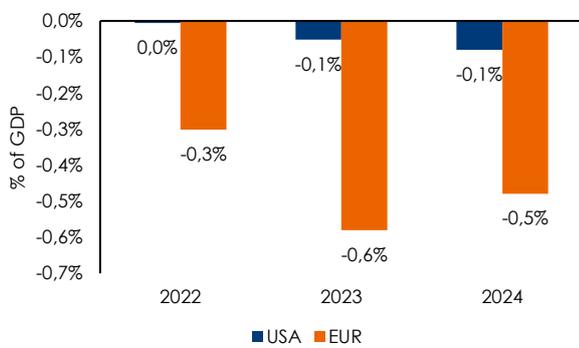


Nota: l'anno di riferimento è il 2019, per escludere le distorsioni legate alla pandemia.  
Fonte: elaborazioni su dati DOTS, FMI

La crisi russo-ucraina sta portando a una articolata reazione di politica economica dove lo shock è più intenso, cioè in Europa. Gli interventi in corso di definizione riguardano le politiche energetiche, le misure di sostegno a famiglie e imprese colpite dagli eccezionali rincari dell'energia, e la spesa militare. I paesi UE spendevano in media l'1,6% del PIL per la difesa, ma tale percentuale dovrebbe salire al 2% nei prossimi anni per finanziare il rafforzamento del dispositivo comune di difesa contro la minaccia russa. Sul fronte energetico, serviranno risorse per ridurre la dipendenza dalla Russia, accelerare la transizione alle rinnovabili e aumentare l'efficienza energetica. Ma i governi devono anche preoccuparsi di compensare l'impatto dei rincari sulle famiglie più povere e di contenere il rischio di fallimento delle imprese più esposte all'aumento dei costi energetici. Ci si attende che ciò rallenti il calo del deficit del settore pubblico previsto fra il 2022 e il 2024, anche se la previsione per ora non incorpora molto più di un aggiustamento degli stabilizzatori automatici. Le implicazioni dovrebbero invece essere quasi irrilevanti fuori dal contesto europeo.

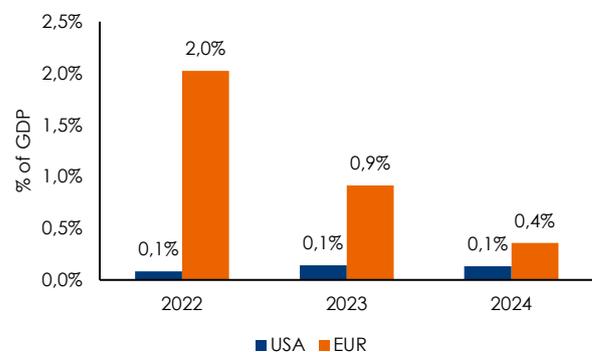
**La reazione di politica economica è ancora in via di definizione, ma coinvolge energia, difesa e politiche di bilancio**

**L'impatto stimato della Guerra attraverso l'export...**



Nota: deviazione rispetto allo scenario con prezzi di petrolio e gas come nella previsione di dicembre 2021, e senza crisi russa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**...e attraverso le importazioni nette di combustibili**



Nota: deviazione rispetto allo scenario con prezzi di petrolio e gas come nella previsione di dicembre 2021, e senza crisi russa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

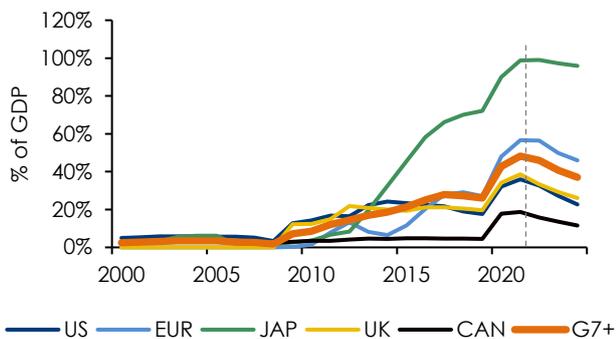
Come reagirà la politica monetaria? Si preannuncia un ritiro piuttosto rapido dello stimolo monetario legato alla crisi pandemica, in attesa di capire se ciò basterà a riportare l'inflazione verso l'obiettivo. La crisi non ha perturbato il cammino della Federal Reserve, che nei prossimi mesi alzerà a ritmo serrato i tassi ufficiali e avvierà la riduzione del portafoglio di titoli. D'altronde, stimiamo che la crisi incida sulla crescita del PIL statunitense per soltanto due decimi nel 2022: troppo poco per ipotizzare che da sola possa contribuire a frenare l'inflazione nel medio termine. Sarà quindi la politica monetaria a dover frenare la domanda interna per ricondurre l'inflazione verso l'obiettivo. La BCE si trova a gestire una situazione più difficile, in quanto l'impatto sulla crescita è stimato fra 0,8 e 1,5 punti percentuali nel 2022 rispettivamente nello scenario principale e in quello più negativo (dove i prezzi dell'energia restano elevati più a lungo e il calo della propensione al risparmio è più ridotto). Tuttavia, anche la BCE ha sostanzialmente confermato l'intenzione di voler chiudere nel giro di pochi mesi gli acquisti netti di titoli, prospettando altresì un rialzo dei tassi ufficiali entro fine 2022. In effetti, anche in Europa non ha più senso che la politica monetaria sia in modalità ultra-espansiva, ora che le aspettative di inflazione si sono normalizzate. D'altro canto, la restrizione dovrà essere cauta, in attesa di verificare quanto dell'impatto sulle ragioni di scambio dell'Eurozona sarà compensato dal calo della propensione al risparmio delle famiglie e dall'allentamento delle politiche di bilancio.

**Le Banche centrali continueranno con la rimozione dello stimolo. Anche la BCE, sebbene con maggiore cautela**

In base alle nostre attuali previsioni, i tassi reali resterebbero ben sotto il range di "neutralità" ancora per tutto il 2023, anche utilizzando l'inflazione obiettivo invece di quella effettiva, e globalmente soltanto una parte della liquidità creata durante la pandemia sarà ritirata, anche misurandola relativamente al PIL. Peraltro, quale sia il livello dei tassi necessario a stabilizzare l'inflazione nel medio termine dovrà essere scoperto per tentativi ed errori, data la mobilità del

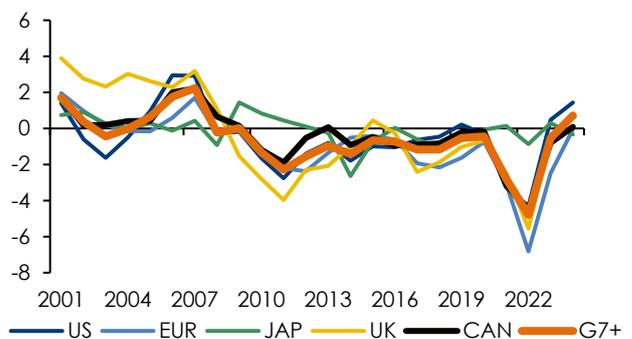
contesto: i fattori demografici e la crescente disuguaglianza nella distribuzione dei redditi dovrebbero continuare a deprimere il livello del tasso "neutrale" di interesse, ma la ripresa degli investimenti pubblici e il fabbisogno di capitale legato alla transizione energetica potrebbero invece spingerlo nella direzione opposta.

**Le Banche centrali iniziano a ritirare lo stimolo quantitativo**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Volume dei programmi di acquisto, integrato con il volume delle TLTRO nel caso dell'Eurozona. La serie G7+ è una media ponderata per il PIL a prezzi costanti

**I tassi ufficiali reali dovrebbero risalire ai livelli pre-crisi nel 2023, ma l'aggiustamento sarà più lento nell'Eurozona**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. La serie G7+ è una media ponderata per il PIL a prezzi costanti

Sotto le ipotesi descritte, ci attendiamo una crescita globale del 3,7% nel 2022, e di poco inferiore nel 2023. Circa metà della revisione al ribasso rispetto a dicembre è spiegata dallo scenario più sfavorevole per i prezzi energetici, e per metà da fattori locali. Quasi metà della crescita verrà dall'Estremo Oriente. Il rallentamento del commercio mondiale dopo il rimbalzo del 2021 sarà ampio: prevediamo un incremento dei volumi di poco più del 3%. Non è uno scenario di stagflazione: nell'Eurozona, la crescita resta superiore al potenziale grazie alla coda del rimbalzo post-pandemico, e la disoccupazione continua a scendere.

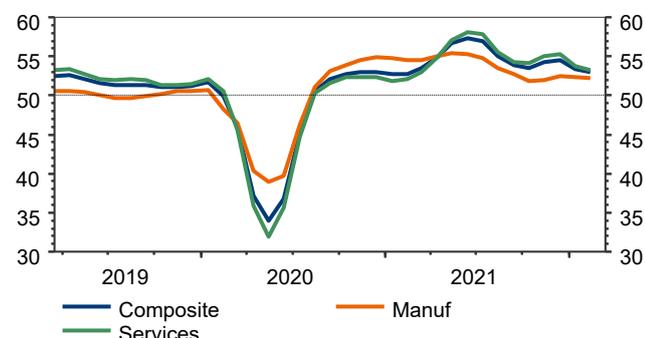
**Metà della riduzione delle stime di crescita 2022 è giustificata dalla guerra russo-ucraina**

I rischi della previsione sono molto ampi:

- Innanzitutto, lo scenario energetico è altamente incerto: i prezzi potrebbero calare velocemente se gli stoccaggi di gas aumentassero nei trimestri centrali del 2022, ma potrebbero invece salire di nuovo in caso di riduzione dell'offerta. Anche le quotazioni petrolifere oggi scontano l'incertezza riguardo alla possibilità che il petrolio russo sia tolto dal mercato e ai tempi della sua sostituzione sul mercato europeo.
- La riduzione compensativa della propensione al risparmio delle famiglie a fronte dello shock energetico potrebbe essere inferiore alla norma, soprattutto in Europa. In uno scenario più pessimistico, caratterizzato da minor calo della propensione al risparmio e maggiore persistenza dei rincari energetici, la crescita mondiale cala di altri 2 decimi, al 3,5%.
- Al contrario, però, le contromisure fiscali (che sono ancora in fase di definizione) potrebbero essere più aggressive di quanto ipotizzato nella definizione di questo scenario di previsione. In questo caso, il rischio della previsione sarebbe soprattutto verso l'alto.
- Le strozzature delle filiere di approvvigionamento potrebbero essere aggravate da chiusure dei porti cinesi per l'emergere di nuovi focolai di Covid-19, oppure dalle ripercussioni indirette della crisi politica fra Russia e Occidente.
- Infine, c'è la possibilità che la ripresa post-pandemica dei servizi sia meno brillante del previsto (se, per esempio, la domanda di servizi turistici fosse penalizzata dalle tensioni internazionali o dall'erosione del potere d'acquisto delle famiglie).

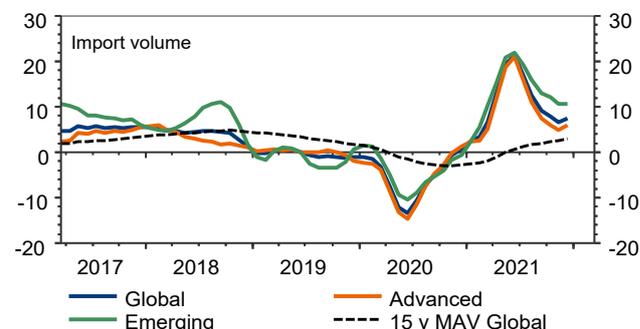
**Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici**

**Fig. A – Andamento dei PMI globali**



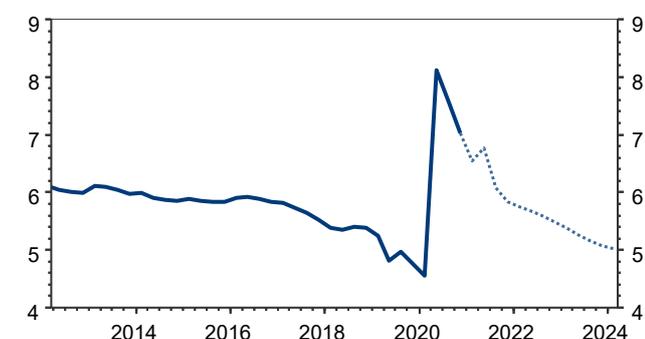
Fonte: Markit Economics

**Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a**



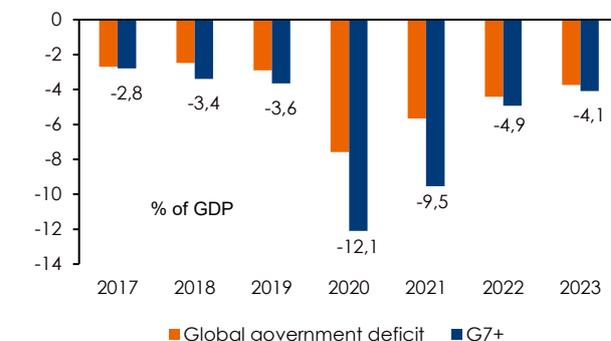
Fonte: CPB World Trade Monitor

**Fig. C – Tasso di disoccupazione (% aggregato globale)**



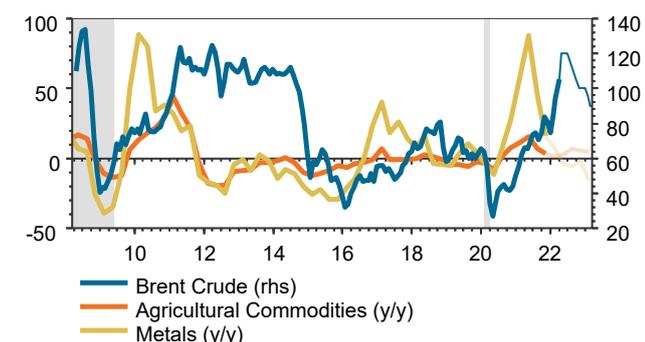
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo attraverso modello Oxford Economics

**Fig. D – Saldo del settore pubblico in % del PIL (Mondo)**



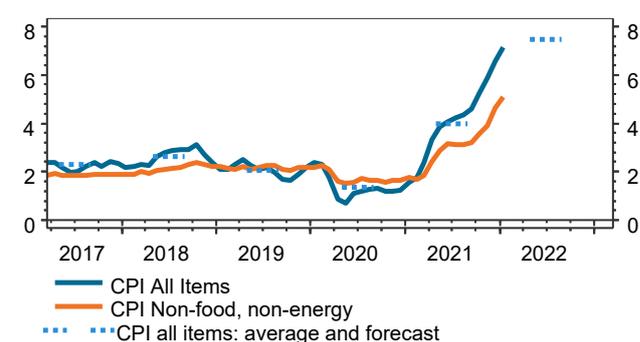
Nota: saldo globale calcolato aggregando i saldi del settore pubblico di 80 paesi; G7+: US, Giappone, Eurozona, UK, Canada. Proiezioni coerenti con lo scenario base. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – analisi macroeconomica

**Fig. E – Prezzi delle materie prime**



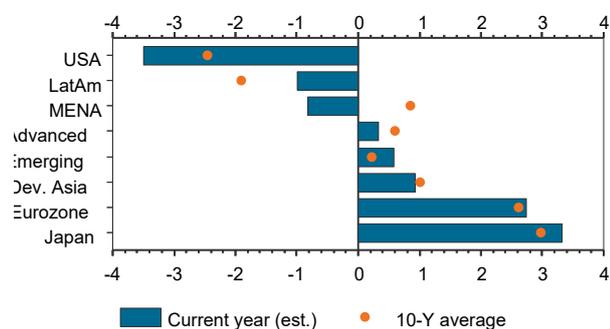
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. F – Indici dei prezzi al consumo per i paesi OCSE**



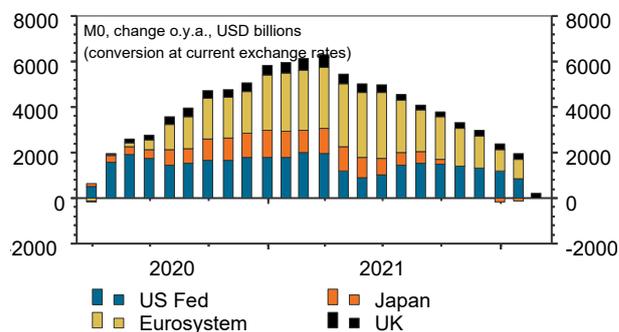
Fonte: OECD, Oxford Economics

**Fig. G – Bilancia dei pagamenti: saldi di parte corrente in % del PIL**



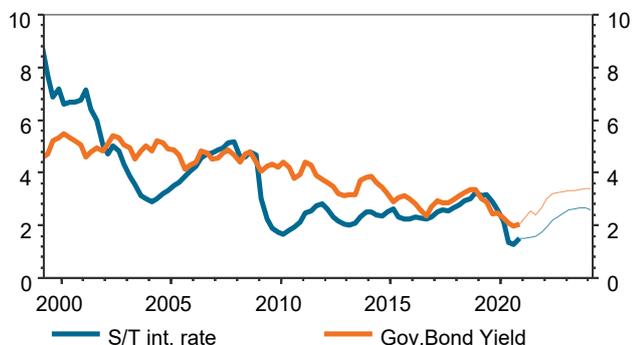
Fonte: dati e stime del FMI

**Fig. H – Base monetaria, G-3 (variazione, miliardi di USD)**



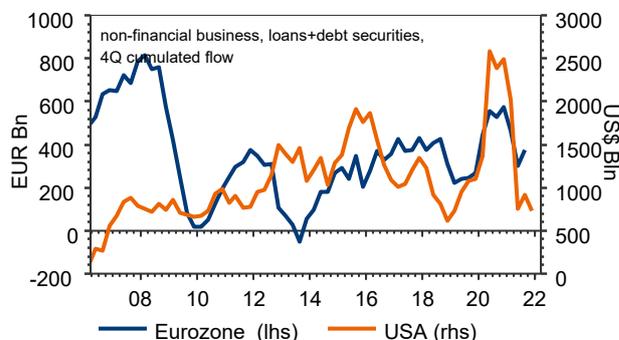
Fonte: banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

**Fig. I – Tassi di interesse – media globale**



Nota: l'aggregato include 44 paesi fra avanzati ed emergenti.  
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting e Oxford Economics

**Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie**



Fonte: BCE (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

**La crescita economica per area geografica**

	2020	2021	2022p	2023p	2024p
Stati Uniti	-3.4	5.7	3.4	2.3	2.0
Giappone	-4.5	1.7	2.1	2.1	1.1
Area euro	-6.5	5.3	3.0	2.4	1.8
Europa Orientale	-2.9	4.6	-0.2	1.2	2.9
America Latina	-6.3	7.6	2.1	1.9	2.6
OPEC	-5.1	4.0	4.2	3.7	3.1
Asia Orientale	2.2	8.1	5.2	5.4	5.3
Africa	-6.5	8.1	6.8	6.5	6.4
Crescita mondiale	-3.2	6.0	3.7	3.6	3.5

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Stati Uniti: la Fed risolverà il copione degli anni '80

Gli Stati Uniti sono protetti dalle conseguenze della guerra in Ucraina sulla crescita grazie al loro ruolo di esportatori di prodotti energetici e agricoli. I rialzi dei prezzi delle materie prime peggiorano ulteriormente lo scenario dell'inflazione e la spirale salari/prezzi già in atto. La Fed ha aperto un ciclo di rialzi dei tassi mirato a frenare la domanda e riportare l'inflazione sotto controllo, con rischi di restrizione eccessiva nel 2023.

Giovanna Mossetti

L'economia americana è arrivata alla vigilia dell'invasione dell'Ucraina in una situazione di eccesso di domanda di beni e lavoro, con l'inflazione in costante rialzo, diffusa a tutti i settori, e una spirale salari/prezzi ormai conclamata. La bilancia energetica pressoché in equilibrio e quella agricola in avanzo contribuiranno a contenere gli effetti del conflitto sulla crescita. L'economia è però esposta alle conseguenze sull'inflazione, in ulteriore rialzo sulla scia dei rincari delle materie prime e del peggioramento dei colli di bottiglia all'offerta. La Fed non potrà fermarsi di fronte a uno shock all'offerta, perché l'inflazione è ormai definitivamente radicata.

Il nostro scenario centrale di aggiustamento stile "Riccioli d'oro", con rallentamento della crescita e rientro dell'inflazione, è soggetto a rischi significativi e ha una probabilità elevata di non materializzarsi. Il **rischio principale** per lo scenario è, a nostro avviso, una **politica monetaria potenzialmente troppo restrittiva, con eccessivo rallentamento stile anni '80**. Riteniamo meno probabili i rischi di tassi troppo accomodanti, che aprano la strada a una stagflazione stile anni '70. In ogni caso, deve essere riconosciuto il radicale cambiamento di framework rispetto agli ultimi 20 anni per via del nuovo contesto inflazionistico, aggravato dallo shock geopolitico causato dall'invasione russa dell'Ucraina.

Il nostro scenario centrale prevede una **crescita sostenuta sia nel 2022, a 3,4%, sia nel 2023, a 2,3%**, nonostante la svolta monetaria, l'impulso negativo della politica fiscale, le strozzature all'offerta ancora irrisolte e la scarsità della forza lavoro. Sottolineando l'incertezza dello scenario dei prezzi condizionato all'evoluzione della guerra, rivediamo ancora una volta verso l'alto le **previsioni di inflazione**. Il CPI è previsto a 6,8% e 3% nel 2022 e 2023, rispettivamente. Per il CPI core, le variazioni attese sono 5,4% quest'anno e 2,8% l'anno prossimo. La persistenza, diffusione ed entità del rialzo dell'inflazione in atto da metà 2021, insieme alla lenta ripresa della forza lavoro, implicano un sentiero dei tassi ripido nel 2022, che dovrebbe portare **i Fed Funds alla soglia del 3% nel 2023**. L'incertezza sugli sviluppi del conflitto e sull'andamento dei prezzi energetici non elimina i rischi verso l'alto per i tassi.

Gli Stati Uniti sono marginali **esportatori netti di petrolio** e la bilancia energetica complessiva nel 2022 dovrebbe essere in modesto deficit per via di prodotti petroliferi diversi dal greggio. Le esportazioni di **gas naturale**, raddoppiate nel 2021 e salite al 10% della produzione domestica, sono previste dall'Energy Information Agency in ulteriore espansione, per via del crescente divario di prezzo fra USA ed Europa. Il blocco delle importazioni di prodotti energetici dalla Russia (7,9% del totale) dovrebbe avere effetti contenuti e stimolare gli investimenti e la produzione domestica di greggio. Nel **comparto agricolo**, gli USA sono esportatori netti. Il Dipartimento dell'Agricoltura prevede per il 2022 un ulteriore aumento del saldo positivo nel comparto dei cereali, a 26,3 mld di dollari. Le **conseguenze principali del conflitto sono sull'inflazione**, spinta verso l'alto da livelli già elevati. Lo **scenario di crescita rimane positivo, anche se incerto**.

I **consumi** restano la forza trainante della ripresa. Con il contenimento della pandemia, la spesa in servizi dovrebbe accelerare e recuperare quota sul totale (da 62,4% a febbraio 2020, a una media a 61% fra luglio 2021 e inizio 2022). La spesa delle famiglie sarà influenzata da **fattori contrastanti** nel 2022. Il freno principale sarà l'inflazione (v. sotto). Tuttavia, lo spostamento dei consumi verso i servizi dovrebbe sostenere la spesa totale, essendo concentrato nelle classi di reddito più elevato, meno colpite dagli effetti del rialzo dei prezzi. Un altro fattore negativo è la fine dello stimolo fiscale: le conseguenze saranno più marcate sulla parte bassa della distribuzione del reddito, soprattutto attraverso la riduzione del credito di imposta per i figli.

A sostegno dei consumi, la **ricchezza netta** è su livelli record. La **ricchezza immobiliare** in percentuale del reddito disponibile, sui massimi dal 2008. Il contributo principale alla dinamica dei consumi riteniamo verrà dal **mercato del lavoro**, in fase di eccesso di domanda. Le posizioni

**Effetti della guerra sulla crescita USA limitati da un saldo della bilancia energetica circa nullo e da un ampio avanzo della bilancia agricola**

**Consumi frenati da inflazione e fine dello stimolo fiscale, ma sostenuti dal mercato del lavoro e dalla ricchezza immobiliare**

**Mercato del lavoro: eccesso di domanda e aumenti salariali**

aperte sono 1,7 volte i disoccupati (Fig. 6) e non potrebbero essere soddisfatte neppure con una forza lavoro ai livelli pre-Covid. L'offerta di lavoro è in modesta ripresa, ma rimane frenata da fattori strutturali (pensionamenti, cambiamenti comportamentali). La **dinamica salariale** in accelerazione (Fig. 7) difenderà i salari reali, sostenendo i consumi, ma radicanando la spirale salari/prezzi. La previsione è di **crescita dei consumi di 3,1% nel 2022 e 2,1% nel 2023**.

Gli **investimenti fissi non residenziali** stanno riaccelerando, grazie a un graduale rientro delle strozzature all'offerta visto a fine 2021 e a una ripresa dell'attività nel settore estrattivo. La spesa in conto capitale delle imprese è prevista **in crescita di 5,3% nel 2022 e 3,3% nel 2023**. Nel settore **residenziale**, gli investimenti dovrebbero frenare a **0,2% nel 2022**, sulla scia del rialzo dei tassi sui mutui e dell'eccesso di domanda di beni e lavoro, e riaccelerare nel 2023, a 1%, per colmare almeno in parte la carenza di immobili già significativa prima della pandemia.

La **politica fiscale** avrà un impatto negativo sulla crescita stimato dal Hutchins Center in circa -2,7pp nel 2022, per via della fine delle misure del 2020-21. Gli stati, con finanze inusualmente solide, stanno però procedendo con riduzioni di imposte e altre misure espansive.

L'elemento centrale dello scenario è l'**inflazione**, su massimi dal 1982, con aumenti dei prezzi diffusi a tutti i comparti, ma particolarmente preoccupanti nei servizi ex-energia. Il picco dell'inflazione è previsto intorno a 8,5% a/a nel 2° trimestre, ma i rischi sono verso l'alto. Con uno **scenario centrale per il petrolio** in media a 120 dollari nel 2° trimestre, 110 dollari nel 3° e 100 nel 4°, insieme a pressioni salariali persistenti per tutto il 2022, **l'inflazione prevista è di 6,8% nel 2022 e 3% nel 2023**. Per l'**indice core**, le **variazioni previste sono di 5,4% nel 2022 e 2,8% nel 2023**. A gennaio il 68% della spesa aveva prezzi in rialzo di almeno 5% ann. (Fig. 9). L'elemento centrale delle previsioni riguarda le **variazioni mensili dell'indice core**, che dovrebbero rimanere intorno a 0,4-0,5% m/m almeno fino al 3° trimestre, spinte dai beni e, in misura crescente, dai servizi. Questi ultimi riflettono 1) il trend verso l'alto della componente abitazione, difficilmente arrestabile nel 2022 e 2) il trasferimento dei rialzi di salari e costi degli input sui prezzi di vendita.

L'eccesso di domanda diffuso a tutti i settori e l'instaurarsi di una spirale salari/prezzi hanno spinto la Fed ad aprire un **nuovo ciclo dei tassi**, con attese per un totale di 7 interventi nel 2022 e 4 nel 2023, tassi al 2% alla fine di quest'anno e al 3% a fine 2023 e rischi verso l'alto. Il FOMC si è impegnato a riportare l'inflazione al 2% a qualsiasi costo e attuerà una politica monetaria mirata a frenare la domanda, con tassi in territorio restrittivo. La svolta sul bilancio verrà comunicata entro breve e sarà implementata con un programma simile a quello del ciclo precedente, solo più rapido ed equivalente, secondo Powell, a un altro rialzo dei tassi. La politica monetaria sarà aggiustata seguendo l'evoluzione dello scenario. **Prevediamo tassi a 2% a fine 2022 e a 3% nel 2023, con rischi al rialzo**. Le pressioni inflazionistiche in atto e la probabile onda lunga dei rialzi dei prezzi dei servizi mettono ancora **rischi verso l'alto sui tassi, ma anche rischi di eccesso di restrizione**, che potrebbero materializzarsi nella seconda metà del 2023.

**Investimenti fissi non residenziali spinti da minori strozzature all'offerta e dalla ripresa nell'estrattivo**

**La politica fiscale frenerà la crescita**

**Inflazione disancorata, spirale salari/prezzi ormai in atto**

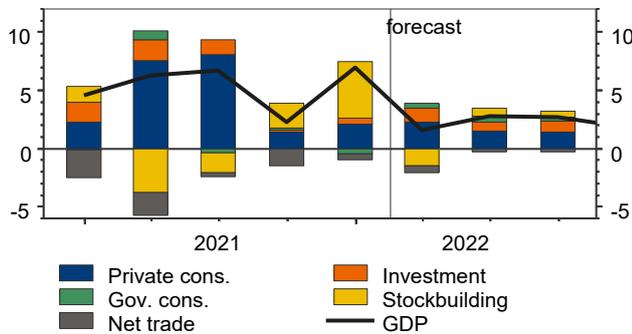
**Politica monetaria: ritorno agli anni '80, rischi di restrizione eccessiva**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021				2022p				2023p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	3.4	2.3	0.5	12.2	4.9	5.6	4.4	3.4	3.5	2.2	2.5	2.3		
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	7.0	1.6	2.8	2.7	1.9	2.7	1.9		
Consumi privati	7.9	3.1	2.1	11.4	12.0	2.0	3.1	3.3	2.2	2.0	2.0	2.2	2.2		
IFL - privati non residenziali	7.4	5.3	3.3	12.9	9.2	1.7	3.1	8.1	5.5	6.3	2.2	3.7	2.7		
IFL - privati residenziali	9.1	0.2	1.0	13.3	-11.7	-7.7	1.1	5.8	1.0	1.1	1.3	0.5	1.0		
Consumi e inv. pubblici	0.5	1.1	2.6	4.2	-2.0	0.9	-2.6	2.7	2.9	2.5	2.3	2.7	2.9		
Esportazioni	4.6	6.2	5.2	-2.9	7.6	-5.3	23.6	1.5	5.8	5.1	4.4	5.7	5.8		
Importazioni	14.0	7.1	4.9	9.3	7.1	4.7	17.6	4.1	5.1	4.9	5.1	4.8	5.5		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.9	0.3	-3.8	-1.7	2.1	4.9	-1.5	0.7	0.5	0.3	0.5	0.0		
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-3.6	-3.2												
Deficit Federale (% PIL)	-12.1	-5.9	-5.8												
Debito pubblico (% PIL)	150.8	145.0	144.7												
CPI (a/a)	4.7	6.8	3.0	1.9	4.8	5.3	6.7	7.9	7.5	6.6	5.2	3.6	2.8		
Produzione Industriale (a/a)	5.5	4.7	1.6	1.0	1.6	0.8	1.1	1.6	1.2	0.8	0.3	0.2	0.2		
Disoccupazione (%)	5.4	3.6	3.4	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.5	3.5	3.4	3.4	3.5		
Federal Funds (%)	0.25	0.94	2.17	0.25	0.25	0.25	0.25	0.29	0.70	1.21	1.55	1.80	2.05		

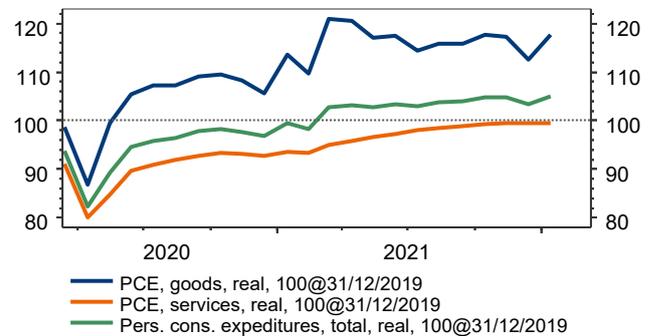
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – PIL: verso una normalizzazione della crescita**



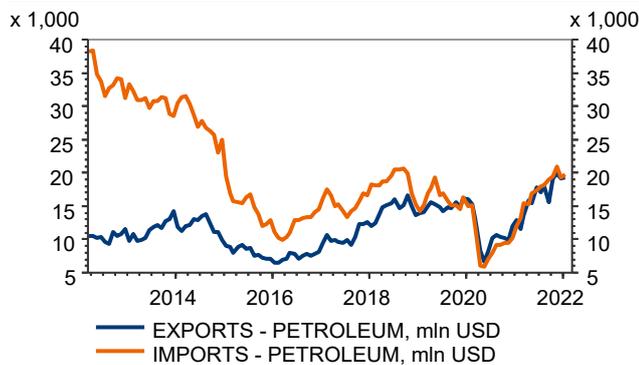
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – Consumi oltre i livelli pre-pandemia, grazie ai beni, il 2022 dovrebbe essere l'anno dei servizi**



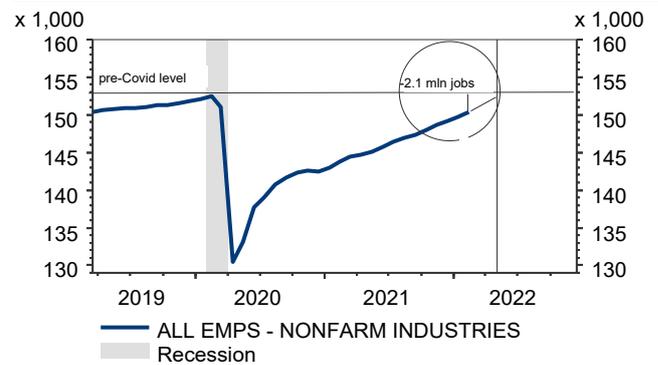
Fonte: BEA

**Fig. 3 – Il saldo delle esportazioni nette di petrolio è circa nullo**



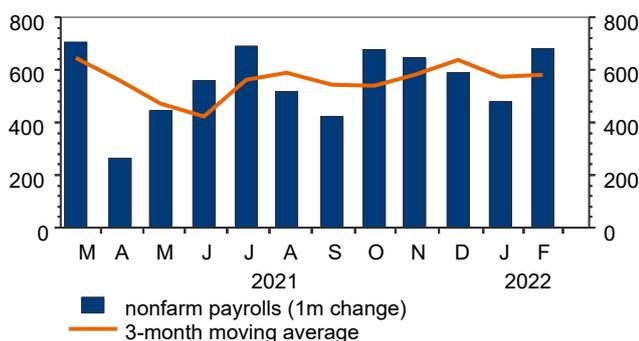
Fonte: Census Bureau

**Fig. 4 – Con i ritmi degli ultimi 6 mesi, a maggio occupazione al livello pre-Covid e tasso di disoccupazione a 2,8%**



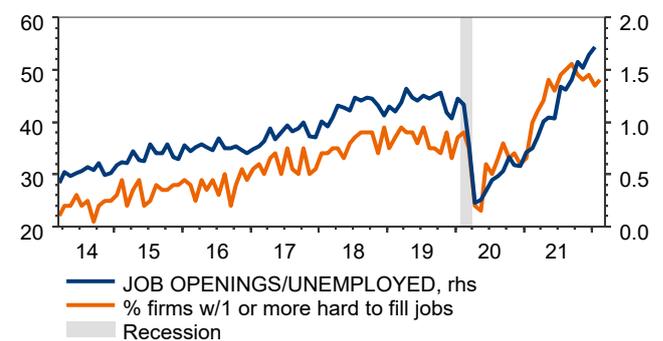
Fonte: BLS

**Fig. 5 – Occupazione sempre in forte rialzo, anche se mancano ancora 2,1 mln di posti rispetto a febbraio 2020**



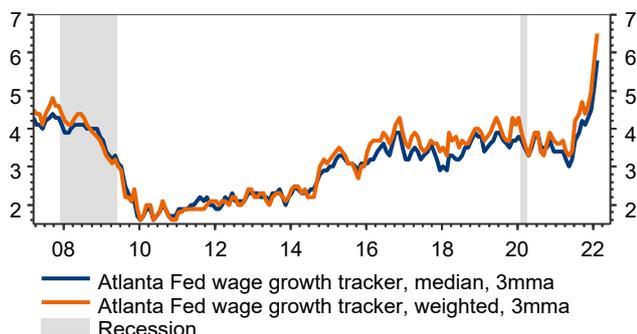
Fonte: BLS

**Fig. 6 – L'offerta di lavoro è insufficiente a soddisfare la domanda: 1,7 posizioni aperte per ogni disoccupato**



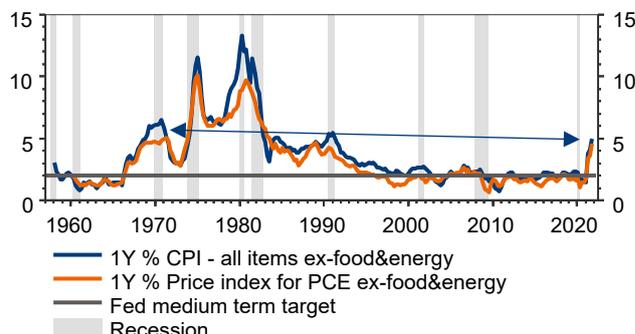
Fonte: BLS

**Fig. 7 – I salari accelerano, con aumenti diffusi ora a tutti i settori e a tutte le fasce della distribuzione**



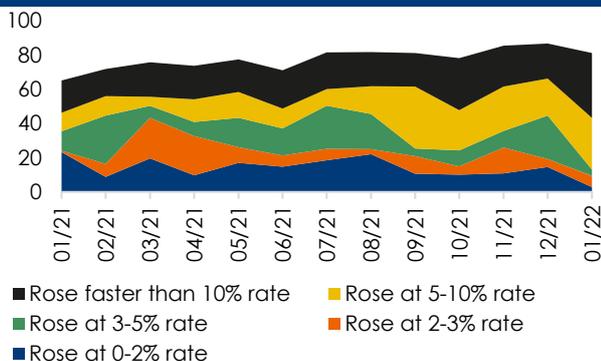
Fonte: BLS

**Fig. 8 – Inflazione: la storia insegna che la Fed non può permettersi di accomodare lo shock all'offerta causato dalla guerra**



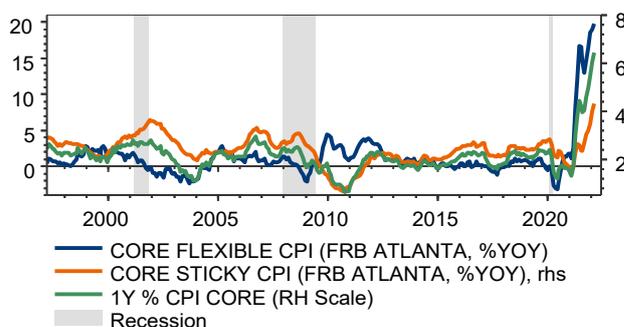
Fonte: BLS

**Fig. 9 – A gennaio il 68,1% della spesa in consumi ha registrato aumenti dei prezzi superiori a 5% ann.**



Fonte: Cleveland Fed

**Fig. 10 – La dinamica dei prezzi è in un nuovo regime**



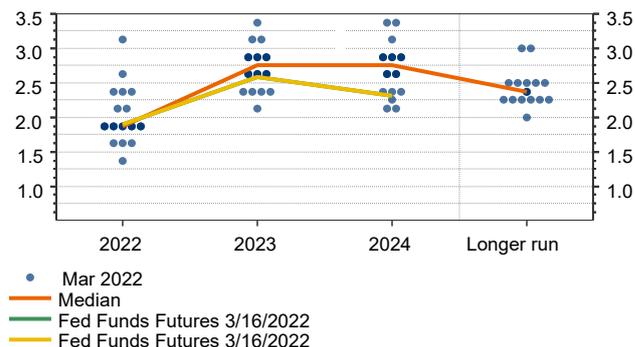
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**Fig. 11 – Proiezioni economiche dei membri del Board e dei presidenti delle Fed regionali – marzo 2022**

Variable	Median			
	2022	2023	2024	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Dec. projection	4.0	2.2	2.0	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>
Dec. projection	3.5	3.5	3.5	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	2.6	2.3	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>4.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	2.7	2.3	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>
Dec. projection	0.9	1.6	2.1	2.5

Fonte: Federal Reserve Board

**Fig. 12 – Il mondo è cambiato: la Fed dovrà tornare al copione degli anni '80**



Fonte: Federal Reserve Board

## Area euro: le conseguenze della guerra freneranno la ripresa primaverile

Dopo un debole inizio anno per via della pandemia, il conflitto in Ucraina rappresenta uno nuovo shock per lo scenario, e limita la riaccelerazione che era attesa a partire dal trimestre primaverile. L'impatto sulla crescita verrà solo parzialmente neutralizzato dagli interventi compensativi dei Governi. Abbiamo rivisto al ribasso le stime sulla crescita del PIL, al 3% per quest'anno e al 2,4% per l'anno prossimo; i rischi sono prevalentemente al ribasso.

Il rallentamento della crescita è connesso a un forte balzo dell'inflazione nel 2022, che interesserà anche le componenti non-energetiche. La crescita dei prezzi rallenterà nel 2023, ma resterà ancora superiore all'obiettivo BCE.

Pressata dall'aumento dell'inflazione, la BCE dovrebbe cessare gli acquisti netti entro settembre, iniziando ad alzare i tassi prima di fine anno.

Tra fine 2021 e inizio 2022 la ripresa economica nell'area euro ha perso spinta, penalizzata dalla recrudescenza dei contagi da variante Omicron. L'attività è tornata a riaccelerare moderatamente una volta superato il picco dei contagi, ma l'esplosione del **conflitto in Ucraina** pone nuovi severi rischi al ribasso per lo scenario nel biennio 2022-23. L'incertezza è elevata, e l'Eurozona è, tra le principali economie sviluppate, senz'altro la più esposta.

L'**impatto potenziale** potrebbe risultare severo e declinarsi lungo i seguenti **canali**:

- i forti **rincarì delle materie prime**, energetiche ma non solo, dovrebbero colpire in maniera significativa consumi privati e investimenti fissi. L'elevata inflazione eroderà infatti il reddito disponibile reale delle famiglie, mentre i profitti aziendali verranno danneggiati dai maggiori costi di produzione. Nell'ipotesi di tensioni geopolitiche persistenti con prezzi delle materie prime su livelli elevati a lungo, l'impatto sulla crescita potrebbe avvicinarsi al punto percentuale. L'incertezza sull'evoluzione dei prezzi delle materie prime rimane però intensa e in uno scenario più pessimistico, con quotazioni di gas e petrolio più elevate (Fig. 1-2), l'effetto risulterebbe più severo e sfiorerebbe l'1,5% (Fig. 3).
- i maggiori costi potrebbero essere in parte compensati dall'utilizzo dei risparmi da parte delle famiglie e della liquidità disponibile da parte delle imprese. Tuttavia, l'elevata incertezza potrebbe minare la **fiducia** degli agenti economici inducendo le imprese a posticipare le decisioni d'investimento (Fig. 4) e le famiglie a ridurre le spese e incrementare, ove possibile, i risparmi (Fig. 5-6);
- l'effetto sulla fiducia potrebbe essere amplificato da un irrigidimento delle **condizioni finanziarie**. L'effetto indiretto sulle condizioni creditizie è ancora da definire mentre l'esposizione del settore bancario europeo appare limitata, ma non irrilevante, almeno in alcuni Paesi (Fig. 7). È possibile che gli effetti di questo canale risultino meno decisivi di quelli legati alla crescita dei prezzi;
- l'esclusione delle banche russe dal circuito SWIFT non implica necessariamente uno stop alle transazioni internazionali ma, congiuntamente con le sanzioni, i limiti alla convertibilità del rublo e il crollo della domanda russa, causerà una marcata contrazione degli scambi commerciali con Mosca. L'esposizione dell'Eurozona al **commercio** con Russia e Ucraina è complessivamente limitata: l'export verso Mosca rappresenta circa lo 0,6% del valore aggiunto generato internamente; un peso che diventa però più rilevante nelle Repubbliche Baltiche, dove supera il 2%, e Cipro (Fig. 8);
- se l'impatto diretto del canale commerciale è complessivamente limitato (ma non trascurabile), più rilevante è quello indiretto che tiene in considerazione il ruolo della Russia come fornitore di beni intermedi, soprattutto materie prime. In area euro circa il 5% dell'import di input usati nel settore industriale (intorno al 2% se si considera la sola manifattura) è di provenienza russa (Fig. 9); in tal senso, le sanzioni pur non avendo il potenziale di bloccare interamente le filiere potrebbero comunque contribuire a peggiorare i **colli di bottiglia all'offerta** (Fig. 10) e rappresentare un nuovo ostacolo per l'attività produttiva;

Andrea Volpi

**Il conflitto in Ucraina pone nuovi seri rischi al ribasso per lo scenario nel 2022-23**

■ la scarsità di materie prime rappresenta quindi un rischio verso il basso: nel breve termine infatti difficilmente si riuscirà ad effettuare una piena sostituzione dei fornitori degli input e su questo fronte un rischio particolarmente rilevante è rappresentato dall'**interruzione delle forniture di gas naturale**. Il metano rappresenta infatti un'importante fonte di energia primaria nell'Eurozona (circa il 25% del totale); di esso, il 30% circa è importato dalla Russia. La BCE ha stimato che un razionamento del gas del 10% avrebbe un impatto, diretto e indiretto, di circa -0,7% sul valore aggiunto totale, ma l'effetto sarebbe più ampio in quei paesi, come l'Italia, con un elevato peso del gas nel bilancio energetico e maggiormente dipendenti dalle esportazioni russe. **Le nostre stime non includono al momento questa ipotesi** ma uno scenario di almeno parziale razionamento energetico non può essere escluso del tutto, in quanto le possibilità di diversificazione nel breve termine sono limitate; in ogni caso, **gli elevati livelli correnti dei prezzi dell'energia potrebbero risultare insostenibili** (almeno in assenza di adeguate risposte di politica fiscale) per alcune imprese, causando **interruzioni nelle filiere produttive**.

Un fattore (parzialmente) mitigante è rappresentato dalla probabile adozione da parte dei Governi di **misure fiscali compensative**; inoltre, il possibile incremento della spesa militare per raggiungere i target previsti dalla NATO bilancerebbe in parte le spinte recessive. La risposta di politica fiscale risulta al momento di difficile quantificazione; nel nostro scenario di base assumiamo interventi **tra l'1 e il 2% del PIL**.

In un contesto di incertezza molto elevata, l'impatto dello shock potrebbe avvicinarsi al punto percentuale nell'anno in corso. Rivediamo perciò **le nostre stime sul PIL per l'intero biennio 2022-23: vediamo ora una crescita al 3% nell'anno in corso** (da 3,9% precedente) **e al 2,4% nel 2023** (da 2,6%). Uno **scenario recessivo** sarebbe possibile in caso di interruzione duratura delle forniture energetiche.

Dal lato dell'**offerta** l'industria dovrebbe risultare il settore più penalizzato: vediamo una sostanziale stagnazione della produzione nel settore quest'anno, dopo l'ampio rimbalzo registrato nel 2021. A sostenere la crescita dovrebbero essere però quei comparti dei **servizi** che non hanno ancora recuperato i livelli pre-Covid e che, disponendo di ampi margini di recupero (Fig. 12), dovrebbero beneficiare, soprattutto nei trimestri centrali dell'anno, del ridimensionamento del rischio sanitario. Dal lato della domanda **la crisi ucraina dovrebbe pesare sul saldo commerciale** e quindi, a fronte di un probabile apporto negativo al PIL da parte delle esportazioni nette, la crescita anche nel 2022 verrà dalla **domanda interna**. L'apporto di consumi e investimenti in termini reali sarà comunque decisamente più debole rispetto a quanto atteso 3 mesi fa.

**La risposta della politica fiscale potrebbe essere significativa**

**Rivediamo al ribasso le previsioni sul PIL, a 3% nel 2022 e 2,4% nel 2023**

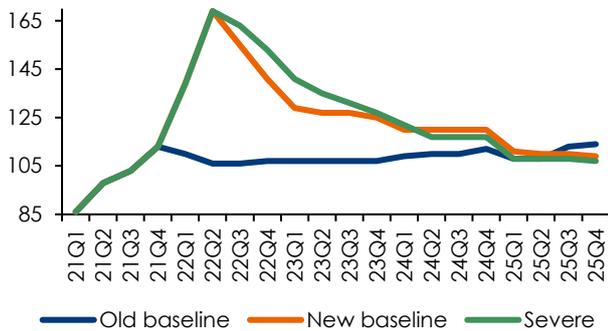
**Il recupero dell'attività nei settori che non hanno ancora recuperato i livelli pre-Covid potrebbe offrire qualche sollievo**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2022p											
				2021				2022p				2023p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.0	2.4	-0.9	14.6	4.0	4.6	4.9	3.3	1.7	2.0	2.4	2.4		
- t/t				-0.1	2.2	2.3	0.3	0.1	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6		
Consumi privati	3.5	3.7	1.7	-2.3	3.9	4.5	-0.6	0.1	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4		
Investimenti fissi	4.3	4.5	3.8	0.1	1.3	-0.9	3.5	0.5	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9		
Consumi pubblici	3.8	2.6	1.9	-0.5	2.3	0.3	0.5	0.5	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4		
Esportazioni	10.9	5.5	3.3	1.3	2.8	1.7	2.9	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9		
Importazioni	8.6	7.3	3.5	1.2	3.1	1.4	4.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.1	0.3	1.1	-0.5	-0.1	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0		
Partite correnti (% PIL)	2.4	1.4	1.6												
Deficit pubblico (% PIL)	-5.7	-4.7	-3.2												
Debito pubblico (% PIL)	97.3	96.7	95.6												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.6	6.4	2.6	1.1	1.8	2.8	4.6	6.0	7.2	6.7	5.6	4.0	2.6		
Produzione industriale (a/a)	7.9	0.2	2.6	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.4	-1.0	0.4	1.9	1.5	3.1		
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	7.0	6.9	8.2	8.0	7.5	7.1	6.9	7.1	7.1	7.0	7.0	7.0		
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.49	0.13	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.54	-0.54	-0.51	-0.39	-0.11	0.05		
EUR/USD	1.18	1.11	1.16	1.21	1.20	1.18	1.14	1.12	1.08	1.11	1.13	1.15	1.16		

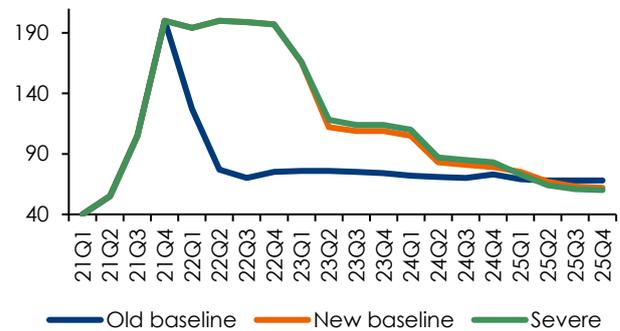
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Possibili scenari sui prezzi del petrolio**



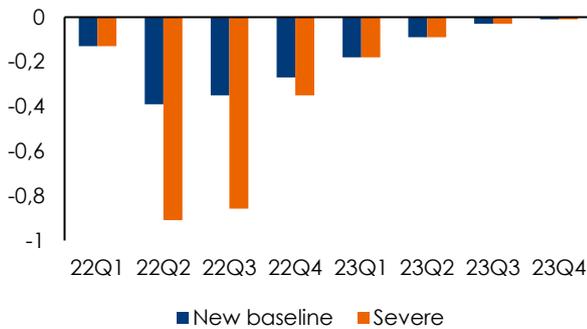
Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – Possibili scenari sui prezzi del gas naturale**



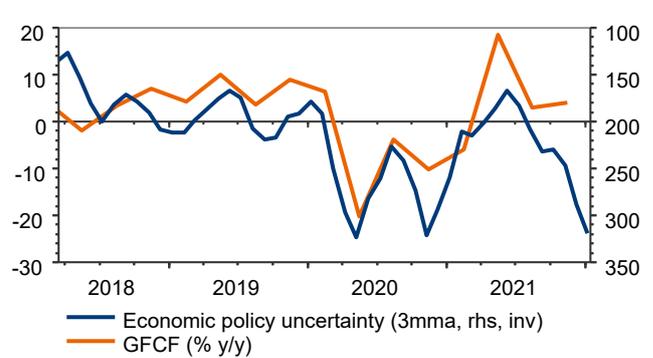
Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Impatto sulla crescita congiunturale del PIL nei diversi scenari**



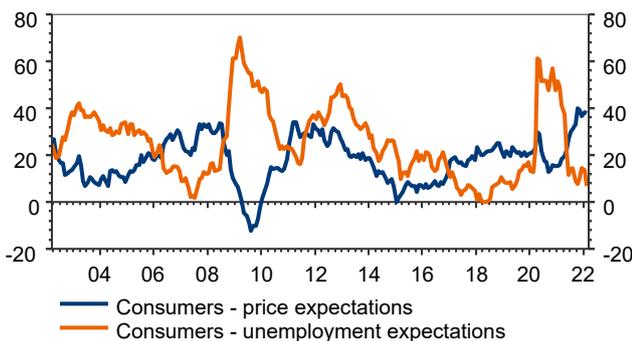
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Oxford Economics

**Fig. 4 – Oltre ai maggiori costi produttivi l'elevato grado di incertezza potrebbe frenare gli investimenti**



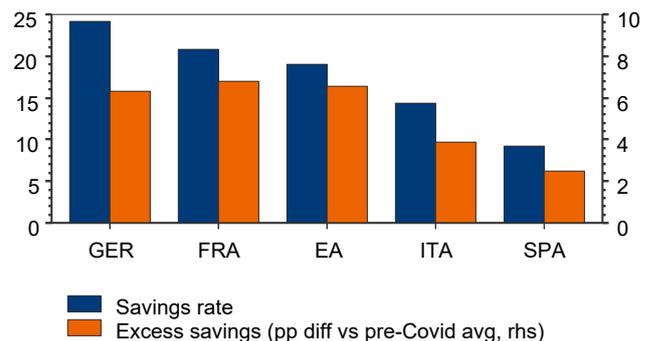
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, PolicyUncertainty.com

**Fig. 5 – L'inflazione sta diventando la principale preoccupazione per i consumatori**



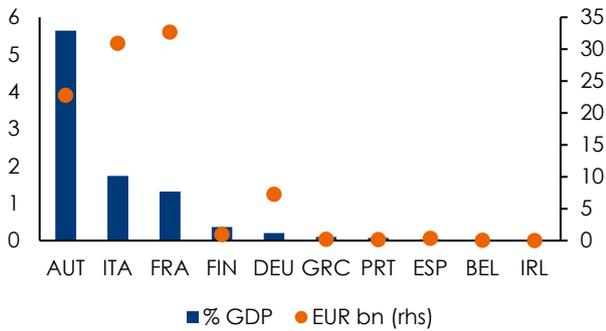
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati European Commission

**Fig. 6 – Nonostante i risparmi accumulati le famiglie potrebbero comunque assumere un approccio più cauto**



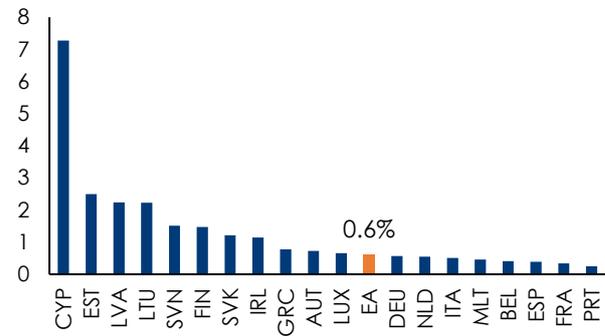
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 7 – Esposizione creditizia del settore bancario su soggetti residenti in Russia**



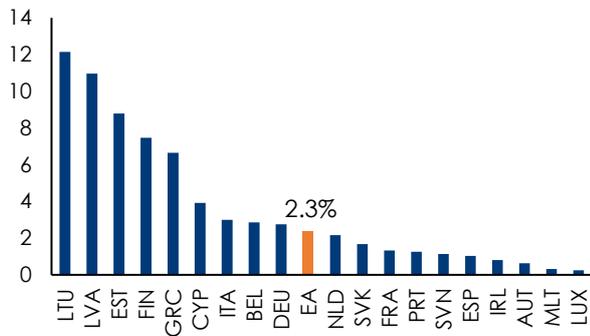
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank for International Settlements

**Fig. 8 - Valore aggiunto domestico delle esportazioni in beni e servizi verso la Russia in % del valore aggiunto totale**



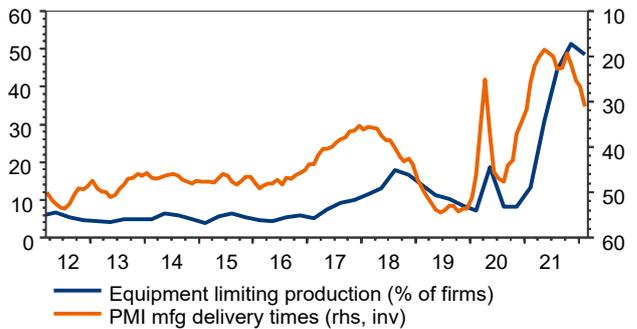
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OECD TiVA

**Fig. 9 – Importazioni di beni intermedi dalla Russia in % del totale delle importazioni di beni intermedi nel settore manifatturiero**



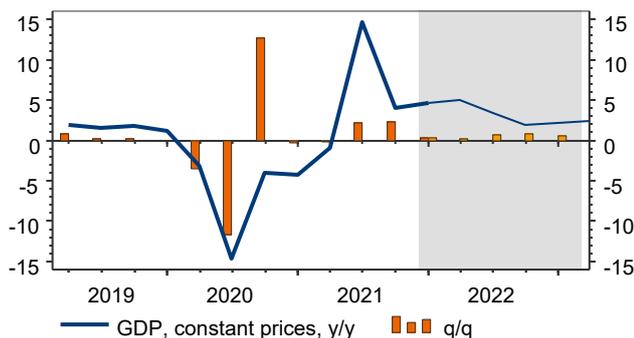
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OECD TiVA

**Fig. 10 - Le strozzature all'offerta, che avevano iniziato a mostrare segnali di allentamento, potrebbero tornare ad accentuarsi**



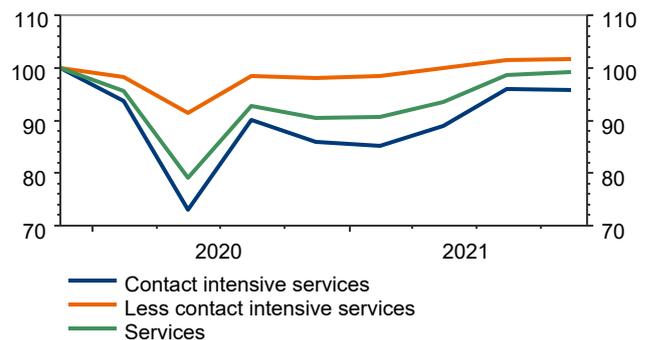
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit, European Commission

**Fig. 11 – Abbiamo rivisto al ribasso il profilo previsivo del PIL nel biennio in corso: 3,0% nel 2022 e 2,4% nel 2023**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 12 – I servizi particolarmente penalizzati dalla pandemia dispongono di ampi spazi di recupero**



Nota: 2019q4 = 100 Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## Inflazione: il peggio deve ancora venire

L'inflazione nell'Eurozona ha toccato il 5,9% a/a a febbraio, il massimo assoluto da quando esiste la serie storica. In un contesto di ampia incertezza, **il picco potrebbe arrivare in aprile, al 7,5% a/a**. Ancora una volta energia ed alimentari sono largamente responsabili delle pressioni verso l'alto, ma è in atto una chiara dinamica al rialzo anche per l'inflazione core (al 2,9% a/a in febbraio).

Aniello Dell'Anno

Le aspettative di una moderazione dei prezzi delle materie prime sono state deluse negli ultimi mesi, e le stime di inflazione sistematicamente riviste al rialzo. La BCE vede ormai la dinamica dei prezzi al consumo oltre il 5% quest'anno. **Le nostre ultime previsioni sono più pessimistiche: vediamo l'inflazione al 6,4% nel 2022 e al 2,6% nel 2023**. Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio, verso i 90 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 80 €/MWh. Se, invece, il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione rischierebbe di superare il 3% nel 2023.

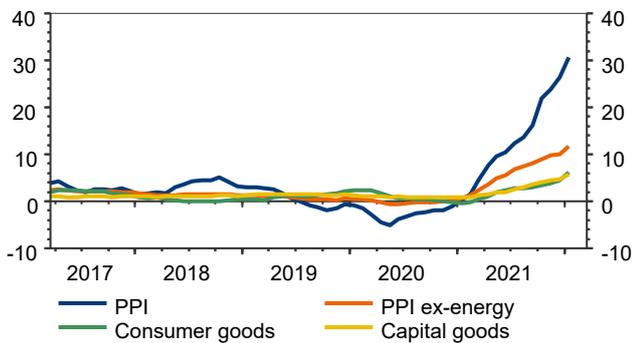
Le pressioni che continuano ad accumularsi a monte della catena produttiva sono state traslate sinora solo in parte ai prezzi finali di vendita. Nonostante un parziale rientro a gennaio, l'indice dei prezzi pagati secondo l'indagine PMI staziona su livelli molto elevati sia nel manifatturiero che nei servizi; l'indice dei prezzi praticati è salito meno in termini relativi. La dinamica del PPI dei beni di consumo suggerisce rischi per la dinamica dei prezzi dei beni al netto dell'energia nei prossimi mesi (vedi Fig. 13).

**Il rallentamento ciclico non frenerà la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nel breve periodo.** La scarsità di input usati nel settore industriale per via della crisi geopolitica dovrebbe contribuire a esacerbare le strozzature all'offerta. Pensiamo che l'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta possa avere degli effetti più persistenti sui prezzi dei beni manufatti e che contribuirà per oltre mezzo punto alla crescita dell'inflazione media annua del 2022. In sintesi, l'inflazione core nel nostro scenario centrale vedrà un'accelerazione al 3% nel 2022 da 1,5% nel 2021; tuttavia, i rischi su questa previsione sono verso l'alto.

**Per il momento la dinamica salariale non desta particolari preoccupazioni.** Tuttavia, non possiamo escludere che l'erosione di potere d'acquisto induca a rivendicazioni più significative nei prossimi mesi, innescando aumenti più cospicui dei salari almeno nei settori protetti.

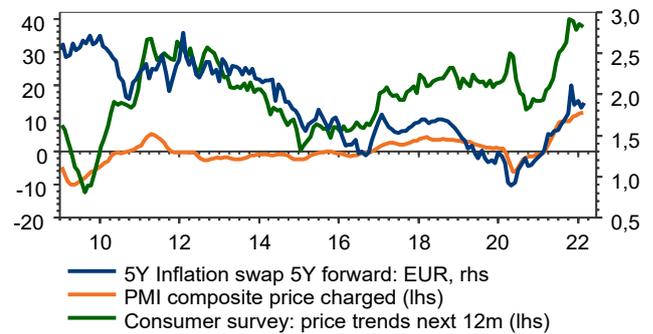
In conclusione, **rispetto allo scenario di dicembre, rivediamo significativamente al rialzo la nostra previsione di inflazione 2022, al 6,4%**. Le nostre stime per il 2023 prevedono un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, che però **rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,5%) della soglia tollerata dalla BCE**. Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni; inoltre, è probabile una dinamica più vivace dei salari in corso d'anno. Il permanere dell'inflazione al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo rischia di compromettere l'ancoraggio delle attese sui prezzi.

**Fig. 13 – Prezzi alla produzione (% a/a)**



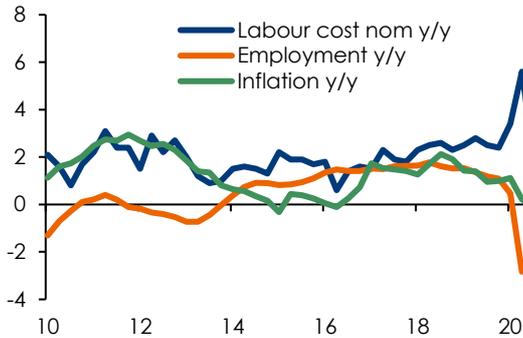
Fonte: Eurostat

**Fig. 14 – Aspettative di inflazione in forte rialzo**



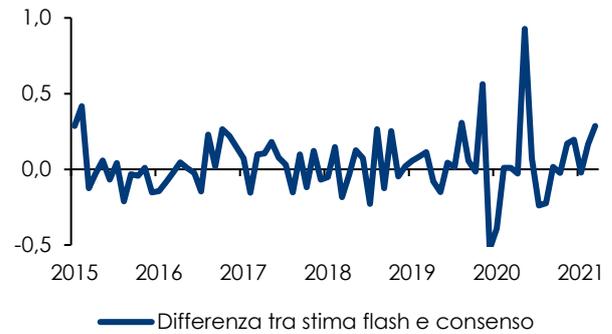
Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.  
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

**Fig. 15 – La relazione tra minor slack nel mercato del lavoro, salari e prezzi pare oggi più pertinente che nel recente passato**



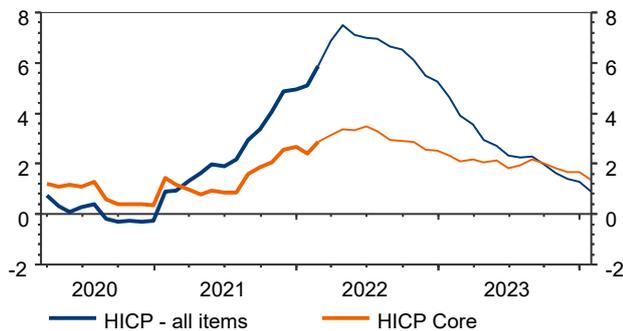
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE

**Fig. 16 – Negli ultimi mesi l'indice sottostante ha sorpreso al rialzo**



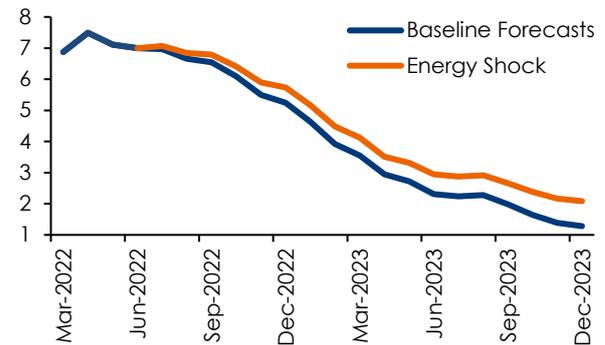
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 17 – Inflazione headline vs. inflazione core**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 18 – Se il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali, l'inflazione rischierebbe di superare il 3% in media d'anno nel 2023**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

### BCE: normalizzazione un po' più rapida di quanto prospettato a dicembre

La Banca Centrale Europea ha annunciato, il 10 marzo, una modesta accelerazione del piano di riduzione degli acquisti netti. Dopo la chiusura degli acquisti netti PEPP il 31 marzo, gli acquisti netti APP saranno aumentati a 40 miliardi mensili in aprile, quindi ridotti a 30 miliardi in maggio e a 20 miliardi in giugno. La BCE si attende di sospenderli nel corso del terzo trimestre, se gli sviluppi macroeconomici non smentiranno l'aspettativa che ciò non comprometta la ripresa, ma data l'incertezza non esclude a priori nessuna opzione. Il primo rialzo dei tassi sarà effettuato un po' di tempo dopo la sospensione degli acquisti, quindi a ottobre o dicembre 2022 nell'eventualità che gli acquisti siano interrotti entro fine settembre.

La decisione di stringere i tempi della normalizzazione riflette l'andamento dell'inflazione a inizio anno, molto più forte rispetto alle previsioni dello staff, l'aumento delle aspettative di inflazione e la considerazione che un lungo periodo di shock esterni positivi sui prezzi dell'energia e di altri input produttivi pone un maggior rischio di effetti secondari. Peraltro, l'annuncio della riduzione degli acquisti netti non aveva destabilizzato i mercati finanziari dell'Eurozona, suggerendo che una correzione un po' più rapida non avrebbe comportato significativi rischi di compromettere la trasmissione della politica monetaria.

La decisione di marzo, alla quale i mercati erano stati preparati già il 3 febbraio con l'avviso che il primo rialzo dei tassi era un po' più vicino di quanto ipotizzato a fine 2021, è stata presa nonostante l'incertezza causata dall'invasione russa dell'Ucraina. Lo **scenario di riferimento** pubblicato dalla BCE incorpora una interpretazione piuttosto ottimistica delle prospettive, ipotizzando impatti sui prezzi energetici inferiori a quelli da noi attesi, nessuno sconvolgimento dell'attività produttiva e un forte effetto compensativo dato dalla riduzione della propensione al risparmio. La BCE prevede nel 2022 una crescita media annua di 3,7%, decisamente più alta di quanto da noi previsto, e un'inflazione media annua di 5,1%, contro il 6,3% della nostra proiezione centrale. In effetti, la stessa BCE sembra ritenere il bilancio dei rischi molto asimmetrico, dato che ha pubblicato due scenari alternativi entrambi peggiori rispetto a quello base – invece che uno migliorativo e uno peggiorativo come in passato. In teoria, una forte sorpresa negativa potrebbe ritardare tutto il processo, inducendo la BCE a proseguire gli acquisti netti fino a settembre o oltre. Tuttavia, è probabile che la soglia sia molto alta, e potrebbe non bastare neppure lo spostamento verso lo scenario più negativo, con crescita del PIL al 2,3%: in tale scenario, infatti, c'è anche una maggiore trasmissione dello shock energetico all'inflazione core.

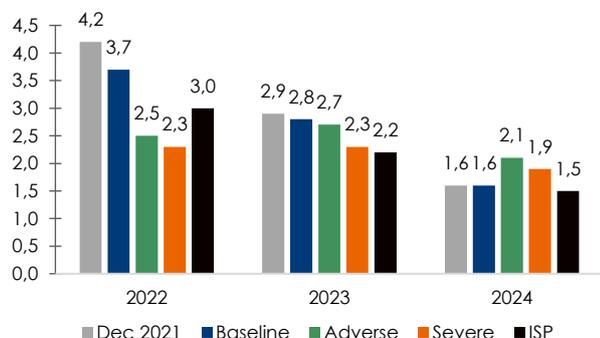
Lo scenario che al momento riteniamo più probabile vede i tassi ufficiali arrivare all'1% entro metà 2024. Entro l'inizio del 2025, la BCE inizierebbe anche a ridurre il suo portafoglio di titoli, rinnovando soltanto in parte i titoli in scadenza. L'eccesso di riserve calerebbe drasticamente già fra metà 2022 e metà 2023, a motivo dei rimborsi di fondi TLTRO in scadenza.

Luca Mezzomo

**Gli acquisti netti dovrebbero essere sospesi nel corso del 3° trimestre 2022**

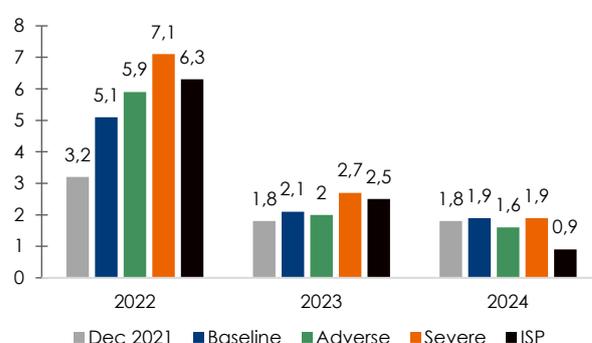
**Primo rialzo dei tassi entro fine anno. Per ora, vediamo il punto di arrivo all'1% circa**

Fig. 19 – Le nuove previsioni dello staff BCE: crescita del PIL...



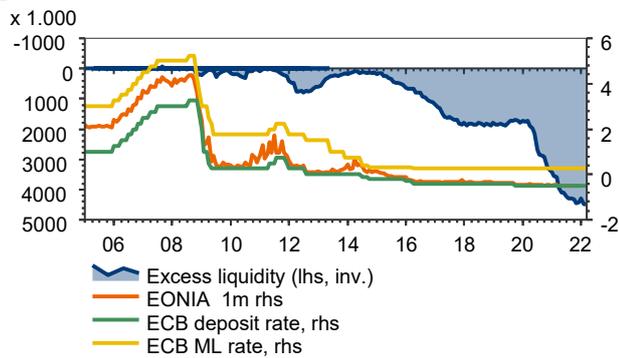
Fonte: BCE, Staff Macroeconomic Projections, marzo 2022, e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 20 – ... e inflazione



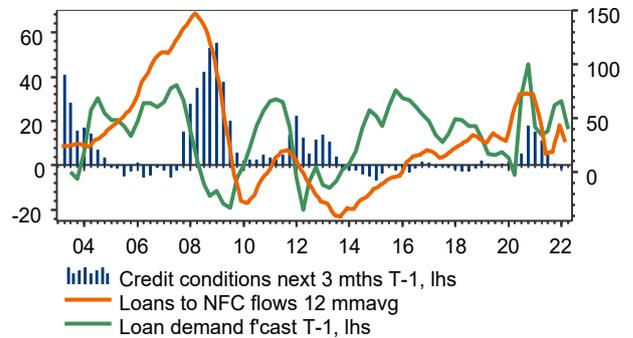
Fonte: BCE, Staff Macroeconomic Projections, marzo 2022, e proiezioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 21 – Eccesso di liquidità e tassi monetari**



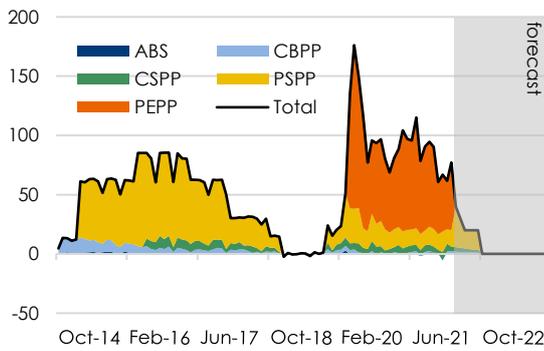
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv-Datastream

**Fig. 22 – Condizioni del credito, domanda di credito e nuovi prestiti**



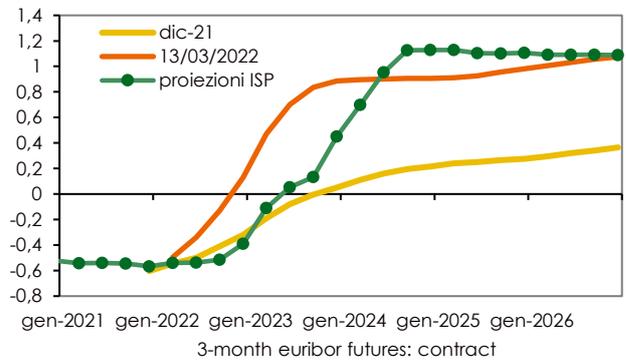
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni. Fonte: BCE

**Fig. 23 – Acquisti netti di titoli da parte dell'Eurosistema**



Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo da marzo 2021

**Fig. 24 – Tassi a termine e previsioni Intesa Sanpaolo a confronto**



Fonte: Refinitiv Datastream

## Germania: in arrivo la tempesta perfetta

Gli effetti del conflitto russo-ucraino pesano sulla ripresa dell'economia tedesca. Rivediamo al ribasso la previsione di crescita del 2022, al 2,4%, e al rialzo il 2023, al 3%. La combinazione tra rincari energetici, persistenti frizioni all'offerta e mercato del lavoro saturo manterrà l'inflazione su livelli elevati più a lungo del previsto.

**Rivediamo al ribasso di oltre un punto percentuale la nostra previsione di crescita del PIL tedesco nel 2022, al 2,4%**, e al rialzo la crescita del prossimo anno, al 3%. La stima per l'anno in corso è condizionata dagli effetti del conflitto in Ucraina e dalle sanzioni finanziarie ed economiche decise dai paesi UE (oltre che dalla debole uscita dal 2021 del PIL: -0,3% t/t). Fattori esogeni continuano a pesare sul ritmo della ripresa cosicché **l'economia è ora attesa recuperare i livelli pre-pandemici solamente nei mesi estivi**.

**I rischi al ribasso** gravanti sullo scenario, nonostante il deciso ridimensionamento dell'emergenza Covid-19, si sono amplificati rispetto a tre mesi fa, per via degli effetti della crisi geopolitica internazionale. **La Germania è tra i Paesi più esposti allo shock**. L'import energetico dalla Russia è piuttosto rilevante, e le frizioni politiche tra i due Paesi<sup>1</sup> avranno ripercussioni sulla crescita. In Germania, il gas naturale pesa per il 27% tra le fonti primarie di energia e il Paese, nel 2021, ha importato 142 miliardi di metri cubi di gas<sup>2</sup> con la Russia che copre circa un terzo del suo fabbisogno (Fig. 2). In aggiunta, a gennaio 2022 il 6,7% e il 49,1% dell'import rispettivamente di metalli e di carbone proveniva dalla Russia.

Le indagini di clima anticipano **un primo trimestre a due fasi**. Se gli indici sintetici IFO e PMI segnalano un miglioramento del ciclo a inizio 2022, il crollo senza precedenti dell'indice ZEW di marzo anticipa una fase recessiva. La produzione industriale tedesca è cresciuta a gennaio (2,7% m/m), per via del miglioramento del manifatturiero e del balzo delle costruzioni, ma dovrebbe presto iniziare a risentire degli effetti del caro energia; un discorso analogo si può fare per le vendite al dettaglio. Materie prime più costose causeranno un aumento della crescita delle importazioni in termini nominali più ampio rispetto a quello delle esportazioni. Nel nostro scenario **il PIL, dopo un 1° trimestre stagnante, potrebbe riaccelerare moderatamente dalla primavera**, ma i rischi al ribasso sono significativi.

La domanda interna offrirà il principale supporto alla crescita nel biennio in corso. La **spesa per consumi è attesa in aumento nel 2022** (3,9% da -0,3%), per effetto dei miglioramenti sul fronte sanitario, anche se i rischi su questa stima sono verso il basso (l'erosione del reddito disponibile delle famiglie dovrebbe risultare solo in parte compensata dall'utilizzo dei risparmi). Le prospettive di breve termine per gli investimenti sono ancora incerte: in assenza di chiarite sul fronte geopolitico, è possibile che la spesa delle imprese possa essere limitata alla sostituzione di vecchi impianti o razionalizzazione di quelli esistenti. Ci aspettiamo, infine, che le esportazioni nette offrano un contributo negativo alla crescita del PIL nel biennio.

**Le prospettive per il mercato del lavoro rimangono favorevoli**. Il tasso di disoccupazione è tornato ai livelli pre-Covid a febbraio (al 5%), e non escludiamo un ulteriore calo nei prossimi mesi. Il tasso dei senza lavoro dovrebbe risalire verso il 5,2% in estate per poi tornare a ridiscendere nel 2023. La disoccupazione appare vicina al livello di equilibrio, e si moltiplicano i segnali di difficoltà di reperimento di manodopera da parte delle imprese.

L'**inflazione armonizzata** è risalita in febbraio a 5,6% a/a (5,1% a/a su base nazionale), dopo essere scesa al 5,1% a/a in gennaio, nonostante effetti base sfavorevoli legati all'effetto IVA. L'aumento è spiegato dal rialzo della componente energia, alimentari freschi e dei beni non energetici; questi ultimi potrebbero aver iniziato a incorporare l'effetto dei rincari energetici e dei

Aniello Dell'Anno

Rivista significativamente al ribasso la stima di crescita per l'anno in corso

I rischi sono di natura esogena

Elevata incertezza nel breve termine

La crescita sarà trainata dai consumi

Mercato del lavoro sempre più saturo

L'inflazione si manterrà a lungo sopra l'obiettivo BCE

<sup>1</sup> Lo scorso febbraio il Governo tedesco ha dichiarato che non autorizzerà i lavori per Nord Stream 2.

<sup>2</sup> Il gas produce più del 15% dell'elettricità in Germania ed alimenta il riscaldamento di circa la metà delle famiglie tedesche; inoltre, è essenziale in alcuni comparti del settore manifatturiero.

colli di bottiglia all'offerta, e la tendenza rialzista potrebbe consolidarsi nei prossimi mesi. Durante l'estate, l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al 6% per poi scendere con più rapidità a inizio 2023, sulla scia di effetti base favorevoli sull'energia. Sebbene la dinamica salariale a fine anno non abbia destato particolari preoccupazioni, l'elevata inflazione e lo stress sul mercato del lavoro<sup>3</sup> potrebbero alimentare effetti di "seconda battuta". Per queste ragioni, la dinamica salariale e l'inflazione core sono attese in accelerazione quest'anno. Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si aggiri in media a 6,2% nel 2022 e scenda sotto il 3% nel 2023.

La politica fiscale sarà espansiva anche quest'anno: il disavanzo nel 2022 ammonterà a circa 200 miliardi, che serviranno a contrastare gli effetti della guerra russo-ucraina (in gennaio sono entrate in vigore misure per 3,3 miliardi volte a calmierare l'impatto delle bollette energetiche), favorire la transizione energetica e finanziare spese militari. Si prevede quest'anno un **deficit pubblico sopra il 6%**, dopo il 4% stimato l'anno scorso. Anche nel 2022 il debito pubblico salirà in proporzione al PIL, ma potrebbe stabilizzarsi nel 2023.

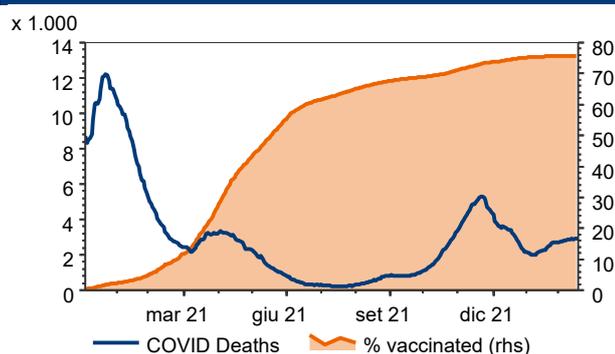
**La politica fiscale resterà espansiva**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021		2022p				2023p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)*	2.9	2.4	3.0	-2.8	10.4	2.9	1.8	3.6	2.2	1.4	2.3	3.1	3.0
- i/t				-1.7	2.2	1.7	-0.3	0.1	0.8	0.8	0.6	0.8	0.7
Consumi privati	-0.3	3.9	3.8	-5.2	3.7	6.0	-1.8	0.2	1.0	0.7	0.5	1.0	1.2
Investimenti fissi	1.4	0.9	2.4	-0.5	1.2	-2.9	0.6	0.4	0.8	0.8	1.0	0.4	0.4
Consumi pubblici	3.1	1.6	1.6	-1.1	5.1	-2.8	1.0	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	9.8	5.9	3.5	1.9	1.1	0.0	4.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
Importazioni	9.1	6.9	4.4	4.3	2.3	-0.1	5.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.3	-0.1	0.3	2.2	-0.6	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	5.7	2.6	5.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.2	-6.1	-2.0										
Debito pubblico (% PIL)	70.5	73.8	73.6										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3.2	6.2	2.6	1.7	2.2	3.5	5.4	5.7	6.9	6.8	5.4	3.6	2.5
Produzione industriale (a/a)	3.1	0.9	2.3	-2.0	16.0	2.3	-2.2	1.9	1.2	2.0	-1.3	-3.1	0.6
Disoccupazione (ILO, %)	5.7	5.1	5.0	6.0	5.9	5.5	5.3	5.0	5.1	5.3	5.1	5.1	5.1
Tasso a 10 anni (%)	-0.33	0.25	0.73	-0.44	-0.22	-0.40	-0.24	0.07	0.19	0.29	0.44	0.63	0.67

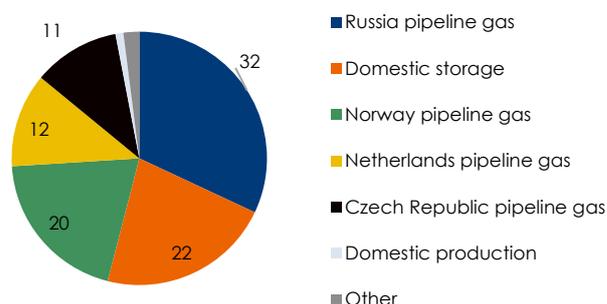
\* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Ci si avvia verso la fine dell'emergenza da Covid-19...**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati WHO, Our World in DataWHO

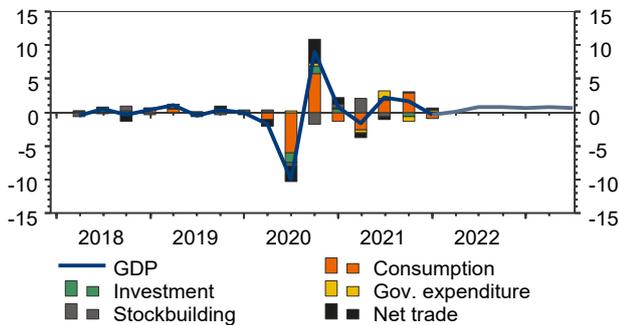
**Fig. 2 – ... ma la dipendenza energetica dalla Russia amplifica i rischi al ribasso rispetto a tre mesi fa**



Fonte: data intelligence firm ICIS via Reuters

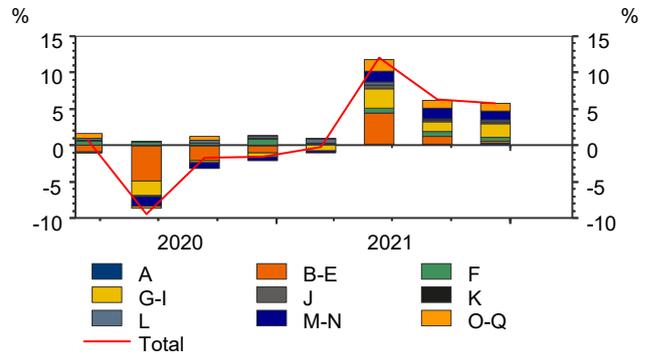
<sup>3</sup> Le indagini congiunturali indicano una tenuta delle intenzioni ad assumere a inizio anno, il numero dei posti di lavoro vacanti è aumentato a gennaio e febbraio, e contestualmente si è registrato un calo dei disoccupati nello stesso periodo. C'è stato inoltre un aumento del 25% del salario minimo.

**Fig. 3 – PIL e contributi dal lato della domanda**



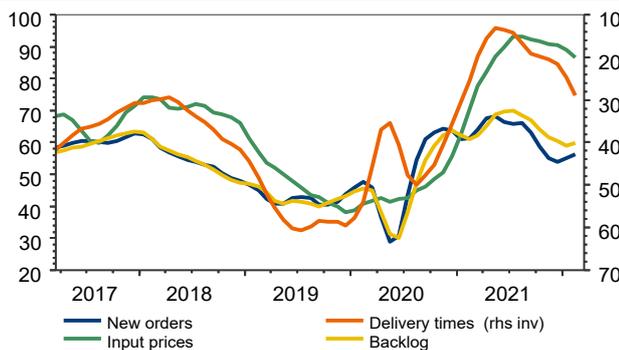
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

**Fig. 4 – Andamento del valore aggiunto per settore (var. % a/a)**



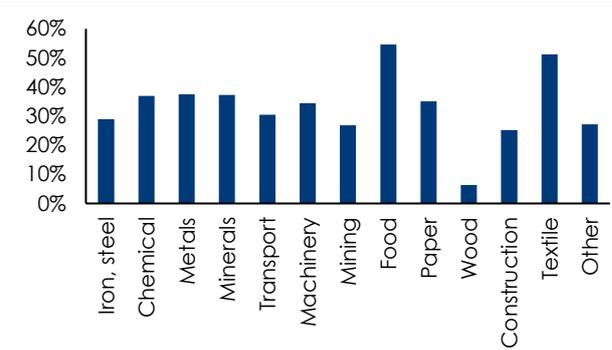
Nota: A=primario, B-E: industria, F: costruzioni, G-I: commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J: informazione e comunicazione; K: servizi finanziari; L: servizi immobiliari; M-N: servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q: servizi pubblici, istruzione, sanità. Fonte: DeStatis

**Fig. 5 – Nei mesi recenti si notavano segnali di allentamento delle strozzature all'offerta, che però potrebbero riaggravarsi per via degli effetti della guerra in Ucraina**



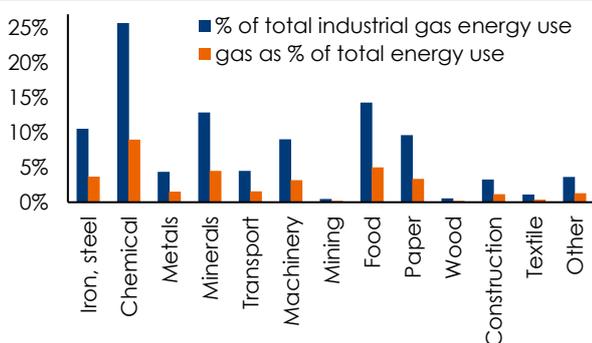
Fonte: IHS Markit

**Fig. 6 – In alcuni settori, come tessile e alimentare, oltre il 50% dell'energia utilizzata viene dal gas**



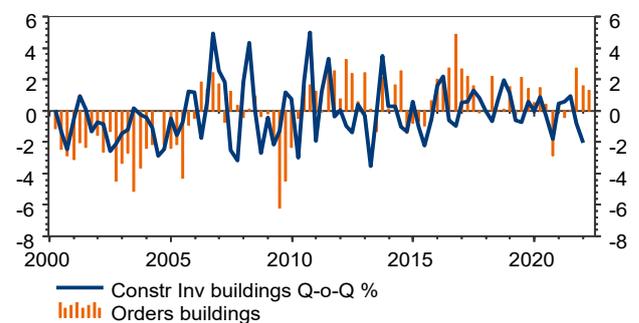
Nota: peso del gas sul totale dell'energia utilizzata nei singoli settori. Fonte: Eurostat

**Fig. 7 – Sono i comparti più energivori, come la chimica, che utilizzano più gas rispetto al totale del settore industriale**



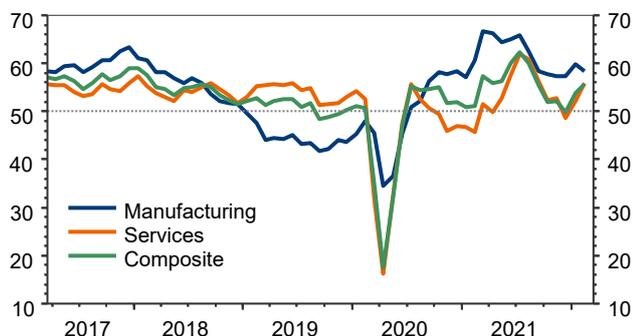
Fonte: Eurostat

**Fig. 8 – Gli ordini nelle costruzioni sono coerenti con una ulteriore espansione del comparto**



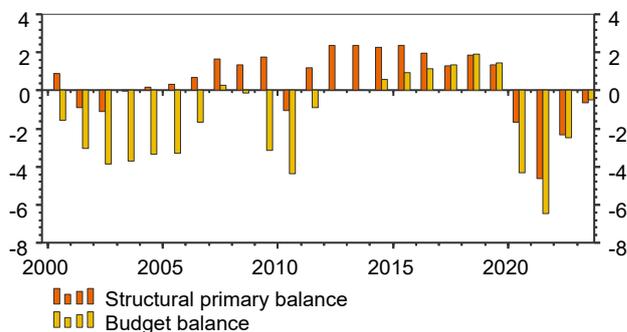
Fonte: FSO

**Fig. 9 – PMI composito, manifatturiero e servizi**



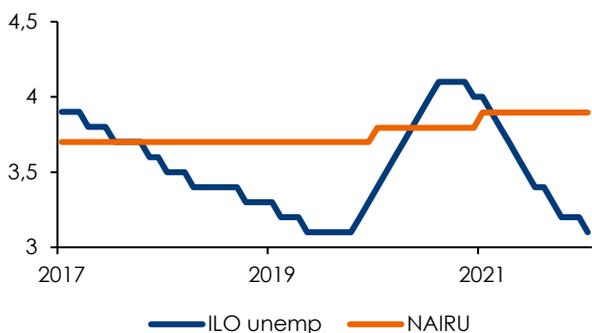
Fonte: IHS Markit

**Fig. 10 – Deficit (in % del PIL)**



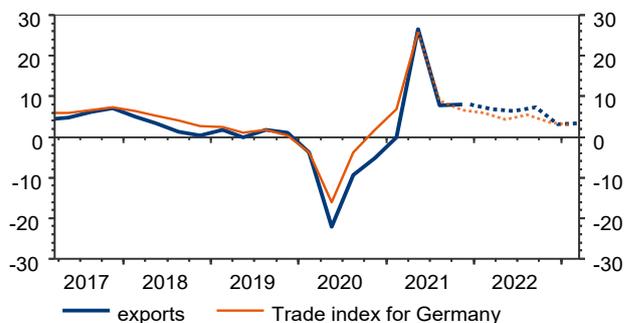
Fonte: AMECO

**Fig. 11 – La disoccupazione è al di sotto del NAIRU**



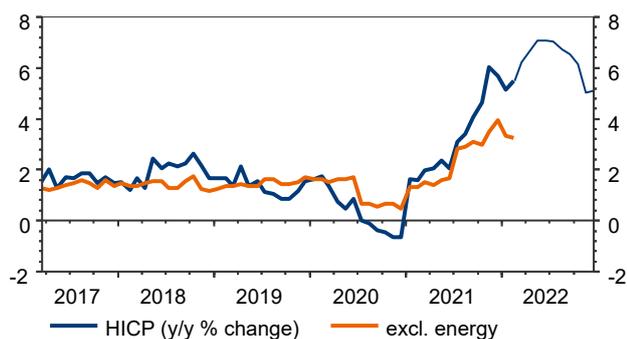
Fonte: NAIRU (OCSE), Eurostat (ILO)

**Fig. 12 – Export e indice di domanda estera rivolta alla Germania**



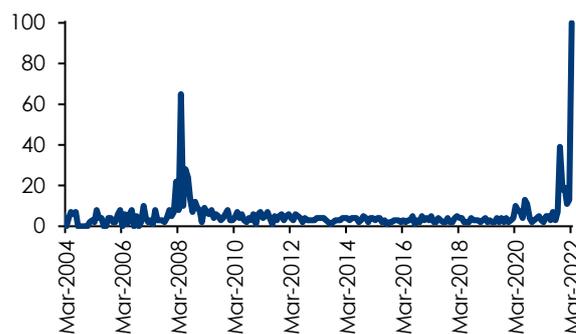
Fonte: DeStatis, proiezioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 13 – Inflazione, prezzi al consumo**



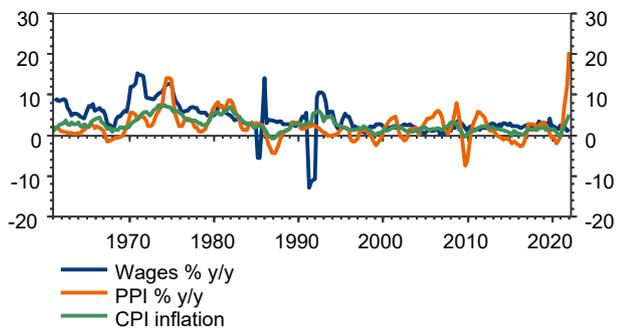
Fonte: DeStatis, Bundesbank e proiezioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 14 – Interesse nel tempo sul tema “stagflazione”**



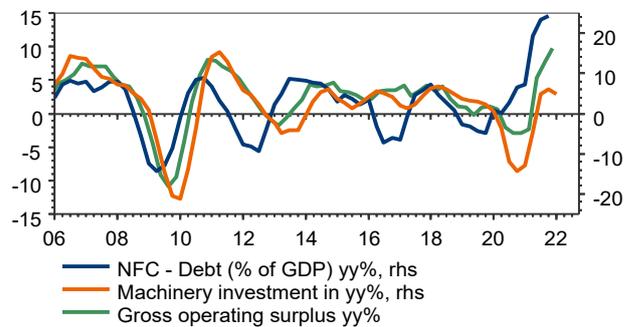
Fonte: Google trends

**Fig. 15 – La dinamica salariale risulta meno volatile rispetto al passato; il PPI è sui massimi storici**



Fonte: DeStatis, Bundesbank e proiezioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 16 – Investimenti, profitti e debito delle imprese**



Fonte: DeStatis

## Francia: meno incertezza sull'esito delle presidenziali ma pesano i fattori esogeni

Dopo essere stata, tra le principali economie dell'Eurozona, quella più brillante nel 2021, anche la Francia risentirà quest'anno degli effetti della guerra in Ucraina. Tuttavia, il Paese appare meno vulnerabile di altri nell'area euro, grazie alla minore dipendenza dal gas russo e agli interventi più incisivi del Governo; ciò dovrebbe consentire una crescita superiore alla media anche nel 2022 (3,3%). Le elezioni presidenziali di aprile, sulla base degli ultimi sondaggi pre-voto, dovrebbero concludersi con la riconferma del Presidente Macron (in forte recupero di consensi).

Lorenzo Biagioli

Nel 2022 l'economia francese, come le altre dell'Eurozona, non potrà non risentire degli effetti della guerra russo-ucraina, soprattutto attraverso il canale dell'aumento dei prezzi dell'energia (cui si potrebbe aggiungere una nuova recrudescenza nelle difficoltà di reperimento di materie prime e componentistica da parte delle imprese). Tuttavia, **il Paese appare meno vulnerabile di altri nell'area euro, grazie alla minore dipendenza dal gas naturale** (che pesa per meno del 17% tra le fonti primarie di energia, fra le quali spicca il nucleare con un 36%) (Fig. 3) **e al minor peso del gas importato dalla Russia** (che vale il 24% circa del totale del gas importato, una percentuale ben sotto la media europea) (Fig. 2). C'è da aggiungere che **gli scambi commerciali diretti con la Russia hanno un peso contenuto** (lo 0,9% dell'export e l'1,2% dell'import) (Fig. 1); **significativa però è l'esposizione del sistema bancario** (in base ai dati aggiornati al 3° trimestre 2021 della BRI, le banche francesi sono fra le più esposte verso Mosca, con 25,2 miliardi di dollari, cui vanno aggiunte altre esposizioni potenziali per oltre 9 miliardi (di cui 4,7 miliardi in garanzie).

La Francia è tra i Paesi europei meno esposti al nuovo shock...

Inoltre, l'economia quest'anno dovrebbe beneficiare della **diminuzione dei rischi sanitari**, che ha già indotto il Governo a ritirare la maggiore parte delle misure anti-Covid. Infine, la **politica fiscale** è intervenuta, e potrebbe farlo ulteriormente nei prossimi mesi, per attenuare gli effetti dello shock inflazionistico su reddito delle famiglie e margini di profitto delle imprese. Anche per queste ragioni, **nel 2022 l'economia transalpina dovrebbe nuovamente riportare una crescita superiore alla media dell'Eurozona. Vediamo una crescita pari a 3,3% nel 2022 e 2% nel 2023.**

...e potrebbe registrare per il secondo anno una crescita superiore alla media dell'Eurozona

Anche nel 2022, la crescita dovrebbe essere trainata dai **consumi privati**, grazie agli ampi margini di recupero nella spesa per i servizi, minata, ancora a inizio anno, dall'ondata invernale di Omicron; anche la buona impostazione del mercato del lavoro dovrebbe continuare a sostenere il reddito disponibile, che, pure, in termini reali, sarà colpito dalla maggiore inflazione. Un apporto positivo alla crescita quest'anno dovrebbe giungere anche da **investimenti e spesa pubblica**, grazie alla prosecuzione dell'attuazione del **PNRR** e all'avvio di **France 2030** (con riguardo a quest'ultimo, è previsto che solo nel 2022 vengano spesi almeno 3 miliardi dei 30 complessivamente stanziati dal Governo) Le esportazioni nette sono attese dare un lieve contributo negativo alla crescita, a fronte di un moderato apporto positivo delle scorte.

La crescita sarà trainata dalla domanda interna

Seppure nel rispetto di un percorso di progressiva normalizzazione dei conti pubblici, nel 2022 la **politica fiscale** francese potrebbe risultare **maggiormente espansiva** rispetto a quanto declinato nella Legge di Bilancio approvata lo scorso 30 dicembre (che prevedeva un indebitamento netto al 5% nel 2022 dal 7% del 2021). Già lo scorso anno, **il Governo è intervenuto in maniera più tempestiva e più incisiva di altri esecutivi in Europa** per limitare gli effetti dello shock energetico su famiglie e imprese. Di recente il primo Ministro ha annunciato rimborsi sulla spesa per carburanti in vigore per 4 mesi dal 1° aprile, con un costo atteso di 2 miliardi (il che porta il **pacchetto approvato sinora tra la seconda metà del 2021 e il 2022 a 20 miliardi complessivi ovvero lo 0,8% del PIL**). Tali misure, oltre alle risorse necessarie alla realizzazione degli investimenti previsti da **France 2030**<sup>4</sup>, (Fig.10) potrebbero spostare verso il basso la traiettoria di graduale miglioramento del disavanzo (con obiettivo al 3% del PIL nel 2027). Stimiamo un deficit al 5,4%

La politica fiscale è intervenuta in misura significativa per attenuare lo shock inflazionistico

<sup>4</sup> France 2030 è il piano di investimenti pubblici declinato in 10 macro-obiettivi, tra i quali la transizione verde (decarbonizzazione delle imprese, potenziamento del nucleare, riduzione di emissioni di gas del 35%, rispetto al 2015) e interventi per mobilità e trasporti, tech e start-up, salute e agricoltura.

del PIL nel 2022 e al 4,3% nel 2023, ma i rischi sono verso l'alto, in considerazione della possibile necessità di approvare nuovi interventi di stimolo. Il debito, dopo il calo superiore al previsto registrato nel 2021, è atteso in lieve aumento sino al 2024, prima di intraprendere un progressivo percorso di riduzione (Figg. 7 e 8).

Sul fronte **elezioni presidenziali**, i sondaggi più recenti riportano consensi in forte crescita per il Presidente Macron, passato dal 24-25% di fine febbraio all'attuale 30% (Fig. 9). Secondo quasi tutti i sondaggi recenti, la prima tornata elettorale (in calendario il 10 aprile) dovrebbe concludersi con un ballottaggio tra il Presidente uscente e la candidata di destra, Marine Le Pen (al 17-18% dei consensi), a fronte di un netto calo di consensi per Valérie Pécresse, passata da un 17-18% in media a gennaio all'attuale 11-12% delle intenzioni di voto. Al secondo turno (previsto il 24 aprile), Macron è dato da tutti i sondaggi come favorito nei confronti della Le Pen (55-56% vs 44-45%).

**Macron ha guadagnato terreno nella corsa verso le presidenziali di aprile**

Il **tasso di disoccupazione**, che ha fatto registrare una decisa accelerazione verso il basso a fine 2021, portandosi al **7,4%** (Fig. 11), potrebbe tornare a crescere moderatamente nei prossimi trimestri, per via di una minore crescita occupazionale accompagnata da un recupero della partecipazione. Al netto di fattori esogeni, ci attendiamo un tasso di disoccupazione al **7,8% nel 2022** (da 7,9% nel 2021) e al **7,7% nel 2023**. I rischi su queste stime sono verso il basso.

**Anche nel 2022, il mercato del lavoro sosterrà la crescita, proseguendo nel percorso di riduzione del tasso di disoccupazione**

L'**inflazione**, nonostante il Governo abbia tempestivamente introdotto un tetto all'incremento delle tariffe regolamentate al 4%, almeno fino ad aprile, che dovrebbe essere esteso a tutto il 2022, è attesa registrare un picco attorno al 6,6% nella parte centrale dell'anno, per poi moderare a partire dal trimestre autunnale e nel corso del 2023 (IPCA in media annua, rispettivamente, al 5,9% e 3,7%). Tra le principali economie, la Francia è tra i paesi che dovrebbe risentire meno della crisi energetica<sup>5</sup>, in ragione sia della minore dipendenza da fonti come petrolio e gas naturale (vedi Fig. 3), sia della costante diminuzione nei volumi di import energetico, avviata nel 2005 (vedi Fig. 4).

**L'inflazione potrebbe essere più bassa della media dell'Eurozona quest'anno**

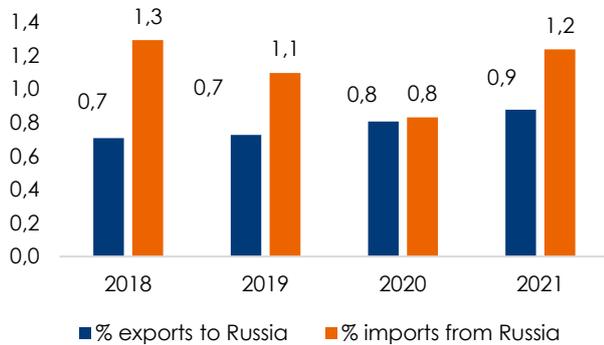
**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021				2022p				2023p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	7.0	3.3	2.0	1.7	19.0	3.5	5.4	5.3	4.3	1.9	1.6	1.9	2.1
- i/t				0.2	1.3	3.1	0.7	0.1	0.3	0.8	0.4	0.4	0.5
Consumi privati	4.8	3.5	1.6	-0.1	1.3	5.5	0.6	-0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	11.5	2.5	2.1	0.3	2.3	0.0	0.6	0.5	0.5	0.7	0.8	0.5	0.4
Consumi pubblici	6.3	2.3	1.2	-0.3	0.6	2.6	0.3	0.0	0.4	0.6	0.4	0.3	0.2
Esportazioni	9.2	6.8	5.0	0.8	2.0	1.7	3.1	1.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5
Importazioni	7.8	6.6	4.1	1.5	2.1	1.0	3.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.2	0.5	0.0	-0.6	0.5	0.0	0.1	0.4	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.0	-1.2	-0.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.0	-5.4	-4.3										
Debito pubblico (% PIL)	113.7	113.9	114.6										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	2.1	5.9	3.7	1.0	1.8	2.2	3.3	4.6	6.7	6.6	5.7	4.3	3.6
Produzione industriale (a/a)	5.7	1.1	1.4	2.4	23.8	2.4	-0.3	0.4	0.3	1.5	2.1	1.8	2.6
Disoccupazione (ILO, %)	7.9	7.8	7.7	8.1	8.0	8.0	7.4	7.7	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

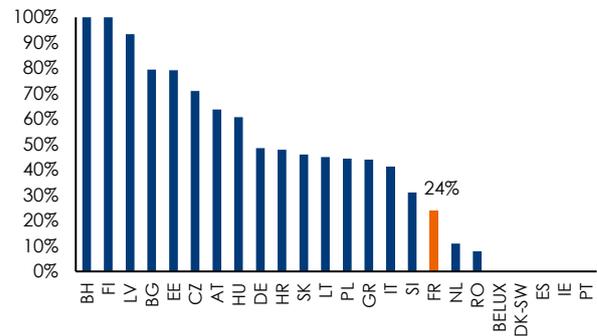
<sup>5</sup> La Francia può contare su un rilevante apporto energetico proveniente da fonti nucleari (secondo, a livello globale, soltanto agli Stati Uniti per numero di reattori). Il Presidente Macron ha annunciato di voler realizzare 14 nuovi impianti entro il 2050. La stessa Marine Le Pen ha inserito nel suo programma la costruzione di 6 nuove centrali di terza generazione e l'estensione della vita utile di quelle esistenti.

**Fig. 1 – Gli scambi commerciali con la Russia incidono marginalmente sull'insieme degli scambi commerciali...**



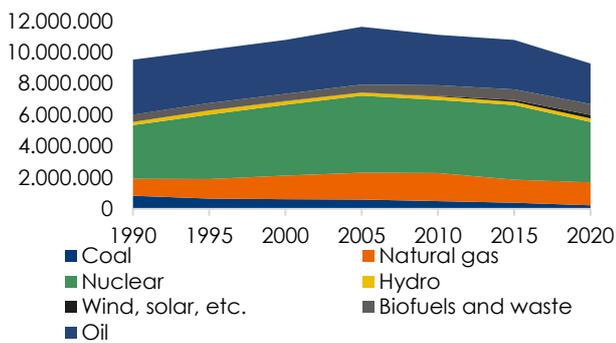
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Direzione generale delle dogane

**Fig. 2 – ...e l'import di gas dalla Russia è su valori % inferiori alla media europea**



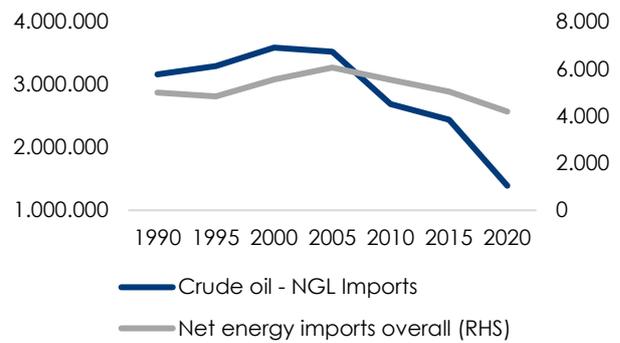
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati ACER (Comext database)

**Fig. 3 – Il nucleare resta ampiamente la prima fonte energetica della Francia**



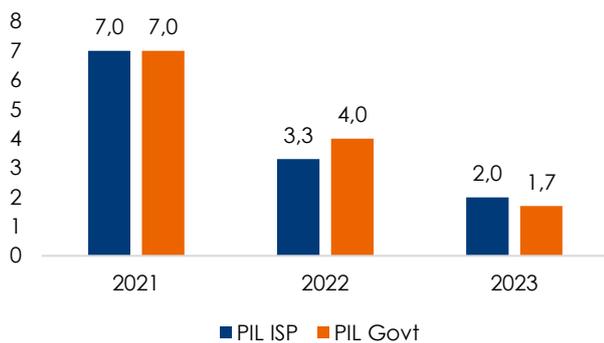
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati IEA

**Fig. 4 – Importazioni di energia (totale delle fonti) e di petrolio/gas naturale liquefatto**



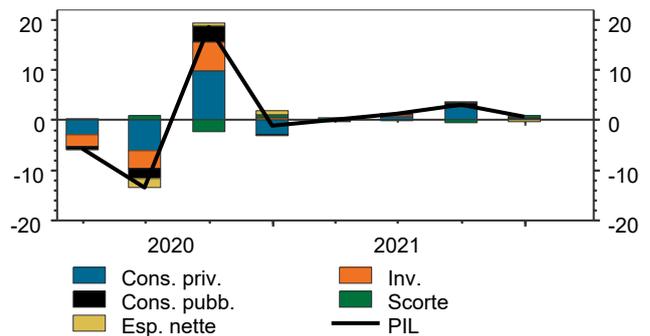
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati IEA

**Fig. 5 – PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



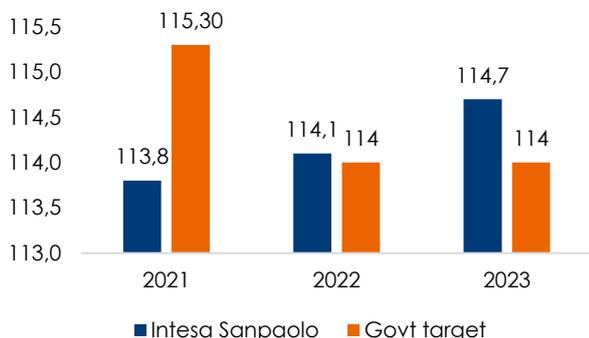
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Governo. Previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Anche nel 2022, la crescita dovrebbe essere trainata dai consumi privati e investimenti**



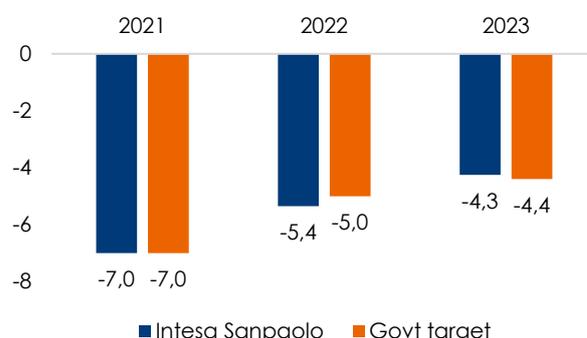
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INE

**Fig. 7 – Debito/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



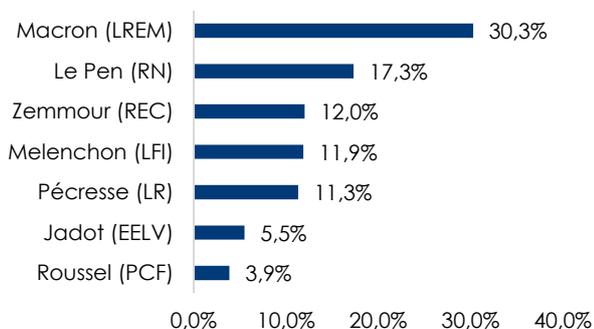
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 8 – Deficit/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



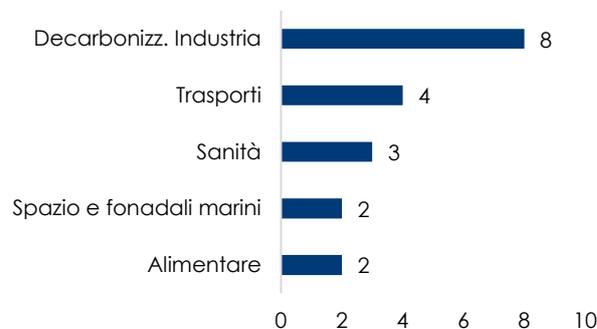
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 9 – Secondo i sondaggi più recenti, l'esito più probabile al primo turno delle presidenziali è un ballottaggio Macron-Le Pen**



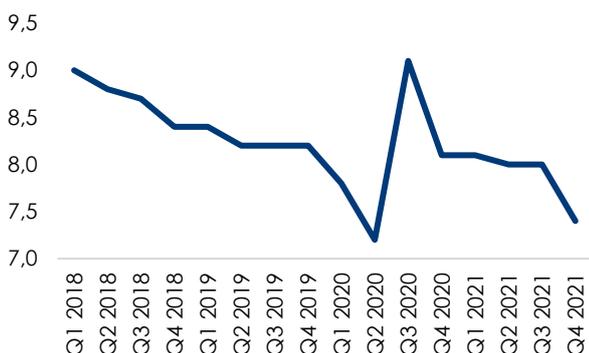
Nota: media sondaggi disponibili 1-19 marzo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ipsos-Sopra Steria, OpinionWay, Ifop-Fiducial, BVA, Elabe, Cluster17, Harris-Interactive, Odoxa, Kantar

**Fig. 10 – France 2030, principali settori destinatari delle risorse (miliardi di euro)**



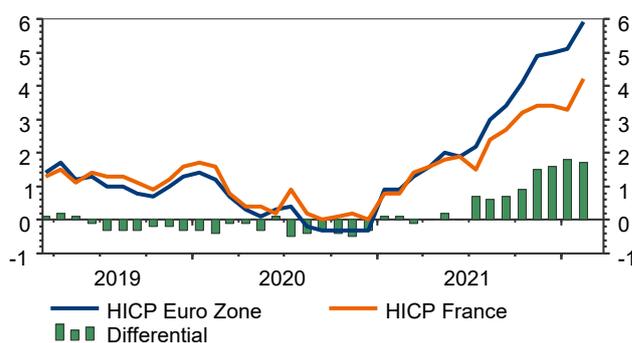
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 11 – Il tasso di disoccupazione dovrebbe proseguire nel percorso di discesa**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Fig. 12 – L'inflazione è salita meno rispetto alla media eurozona, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE ed Eurostat

## Italia: tra le economie più esposte al nuovo shock

Dopo un 2021 migliore del previsto, l'economia italiana è tra quelle che riteniamo soffriranno di più degli effetti della crisi geopolitica internazionale. D'altronde, i margini di recupero post-pandemico, specie nei servizi, fanno sì che il PIL possa mantenere un tasso di crescita positivo nel 2022, sia pure più debole di quanto stimato in precedenza (dell'ordine del 3%). L'inflazione quest'anno è attesa superare il 6% (e i rischi sono verso l'alto).

Paolo Mameli

Dopo un 2021 migliore del previsto (il PIL è rimbalzato di 6,6%, dopo il crollo di -9% del 2020; a fine anno, l'attività aveva recuperato quasi interamente i livelli di fine 2019), l'economia italiana ci aspettiamo sarà tra quelle che soffriranno di più per gli effetti della guerra in Ucraina. **Il canale commerciale diretto è, nell'aggregato, piuttosto contenuto**<sup>6</sup>. Tuttavia, anche senza considerare gli effetti sulla fiducia degli operatori economici, sull'irrigidimento delle condizioni finanziarie e sull'esposizione del settore bancario<sup>7</sup>, **il principale canale di impatto** sull'economia italiana (che incorporiamo nel nostro nuovo scenario di base) è rappresentato dagli effetti dei **rincari delle materie prime energetiche**; uno scenario di rischio (che attualmente non includiamo nel nostro *baseline*) è rappresentato da un possibile shock di razionamento del gas importato dalla Russia.

L'impatto della crisi geopolitica internazionale è molto significativo...

In primis, la crisi geopolitica internazionale implica **effetti non interamente transitori sui prezzi delle materie prime (non solo energetiche)**. In particolare, la revisione al rialzo del profilo atteso sui prezzi di petrolio e, soprattutto, del gas naturale, peserà significativamente sul reddito disponibile reale dei consumatori e sui margini di profitto delle imprese, colpendo sia i consumi che gli investimenti (e innescando effetti redistributivi tra famiglie nonché tra settori produttivi e imprese). **L'impennata dei costi degli input per le aziende potrebbe causare interruzioni nelle filiere produttive e nel sistema dei trasporti**, una perdita di competitività e di conseguenza di quote di mercato a favore di altre aree geografiche (soprattutto extra-europee), e la necessità di cercare nuovi sbocchi e di diversificare le fonti energetiche. Nel nostro scenario di base, **lo shock sulla bilancia commerciale italiana potrebbe valere 33 miliardi** quest'anno e 27 miliardi il prossimo; l'impatto sul reddito disponibile reale delle famiglie quest'anno sarebbe pari a quasi 32 miliardi; di conseguenza, **vediamo un calo del potere d'acquisto di -0,7% nel 2022**.

...soprattutto attraverso i rincari dei prezzi delle materie prime

In sintesi, lo shock sui prezzi, nelle nostre simulazioni, potrebbe togliere sino a -1,8% alla crescita del PIL quest'anno; incorporando interventi fiscali di supporto per almeno un punto di PIL, **riduciamo di -1,3% la nostra stima sul PIL italiano nel 2022, a 3%** da un precedente 4,3%; **gli effetti sarebbero significativi anche nel 2022** (per il quale abbassiamo la nostra stima a 1,6% da 2,4%). Dopo un 1° trimestre di stagnazione (non escludiamo anzi una lieve contrazione su base congiunturale), **l'attesa riaccelerazione del PIL a partire dalla primavera, grazie ai miglioramenti sul fronte sanitario, sarà con ogni probabilità meno vigorosa** di quanto stimato in precedenza. **L'inflazione è attesa superare significativamente il 6%** in media d'anno nel 2022 (con rischi al rialzo), e rimanere sopra il 2% verosimilmente per quasi tutto il 2023.

Riduciamo dal 4,3% al 3% la nostra stima sul PIL italiano nel 2022

Come detto, in uno scenario "severo" di razionamento dell'energia indotto da possibili interruzioni nelle forniture di gas importato, le conseguenze sull'economia sarebbero ancora più pronunciate, dato che: a) l'Italia è tra i Paesi europei con la maggiore incidenza del gas naturale tra le fonti di energia primaria (42%); b) oltre il 90% del gas viene importato; c) circa il 40% del gas

Uno scenario di razionamento dell'energia sarebbe ancora più severo

<sup>6</sup> Nel 2021, le esportazioni italiane verso la Russia valevano l'1,5% del totale dell'export italiano, quelle verso l'Ucraina lo 0,4%; nel caso dell'import, il peso di Mosca e Kiev è stato pari l'anno scorso rispettivamente al 3% e allo 0,7% (per quanto riguarda la Russia, l'export e l'import italiani valgono rispettivamente 7,7 e 1,4 miliardi ovvero lo 0,4% e lo 0,8% del PIL italiano). Le importazioni di beni intermedi dalla Russia sono circa il 3% del totale delle importazioni di beni intermedi nel settore manifatturiero. C'è poi da considerare il canale commerciale "indiretto" ovvero gli effetti sugli scambi con i Paesi che hanno forti legami con Russia, Ucraina e Bielorussia (diversi Paesi dell'Europa centrale e orientale, il più importante dei quali, per l'Italia, è la Polonia, verso cui è diretto il 3,1% del nostro export).

<sup>7</sup> In base ai dati aggiornati al 3° trimestre 2021 della BRI, le banche italiane, assieme a quelle francesi, sono fra le più esposte verso la Russia, con 25,3 miliardi di dollari, cui vanno aggiunte altre esposizioni potenziali per 7,7 miliardi (tra le quali i 5,9 miliardi di garanzie).

importato proviene (tuttora) dalla Russia. **In caso di interruzione delle forniture energetiche da Mosca**, compensate solo in parte aumentando soprattutto gli acquisti di gas naturale liquefatto da altri partner nonché utilizzando altre fonti di energia, ma con ipotesi piuttosto ottimistiche su una graduale ripresa nel tempo del tasso di sostituzione, **gli effetti sull'attività economica sarebbero più pronunciati rispetto al nostro scenario di base (il PIL crescerebbe di appena il 2,3% nel 2022, in linea con la crescita "acquisita" ovvero in coerenza con una stagnazione dell'economia in ciascuno dei trimestri di quest'anno)**. In ogni caso, appare più che auspicabile l'obiettivo di sviluppare maggiore indipendenza dal gas russo, anche **se i target enunciati dalla Commissione Europea nel piano "REPower EU" (ridurre di due terzi entro la fine del 2022 l'import di gas russo) appaiono eccessivamente ambiziosi** (più realistica appare l'indicazione dell'IEA di diminuire di circa un terzo l'import di gas russo entro un anno)<sup>8</sup>.

Rispetto a questi rischi significativi, vi sono anche alcuni **fattori mitiganti**:

- **i miglioramenti sul fronte sanitario**, se confermati nelle prossime settimane, implicano che, specie nel settore dei servizi, vi sono ampi margini di recupero dei livelli di attività pre-Covid, che potrebbero alimentare un trend comunque positivo dell'economia nei trimestri centrali dell'anno (e, assieme all'abbrivio espansivo "ereditato" dal 2021, consentire un tasso di crescita annuo nel 2022 ancora robusto se paragonato alla media storica italiana);
- la crisi attuale si configura come uno shock idiosincratico che colpisce principalmente il continente europeo, mentre **la domanda dai Paesi al di fuori dell'Europa** (in particolare dagli USA) **dovrebbe rimanere solida**, il che suggerisce come l'export extra-UE possa risultare resiliente (ma la bilancia commerciale è destinata a deteriorarsi);
- **l'utilizzo degli elevati risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia consentirà di attenuare l'impatto sulla spesa delle famiglie, anche se solo in parte** (per via della diversa distribuzione degli extra-risparmi rispetto a quella degli effetti dei rincari energetici) - d'altronde, la tendenza all'aumento della propensione al consumo delle famiglie, che solitamente accompagna shock inflazionistici, potrebbe essere in questo caso attenuata dall'aumento persistente dell'incertezza sul contesto geopolitico internazionale;
- infine, **il Governo è atteso implementare ulteriori interventi per ridurre gli effetti sul reddito delle famiglie e sui profitti delle imprese**, anche in forza di un sostanziale via libera da parte delle istituzioni europee (maggiormente auspicabile sarebbe l'implementazione di un piano europeo in tal senso, finanziato da emissioni di debito comune a livello comunitario, su cui però non pare sussistere un accordo tra i leader UE); sono anche possibili interventi per **aumentare la spesa pubblica per la difesa**<sup>9</sup> (che, *ceteris paribus*, avrebbero anch'essi un impatto espansivo sull'economia); nel nostro scenario di base, incorporiamo misure fiscali anti-cicliche pari a un punto di PIL, ma non si può escludere un pacchetto più corposo.

Anche gli effetti di stimolo alla domanda domestica, specie sul fronte degli investimenti, derivanti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza saranno un fattore in grado di mitigare le spinte recessive. Tuttavia, **non è escluso che la crisi indotta dalla guerra in Ucraina abbia effetti anche sull'implementazione del PNRR**. La maggiorazione dei costi a fronte di un ammontare fisso di risorse aumenta i rischi di ritardi nella realizzazione delle misure. Inoltre, una rimodulazione delle priorità e della distribuzione delle risorse potrebbe essere auspicabile (ad esempio, accentuando interventi che contribuiscano a diversificare le fonti energetiche). In tale contesto, **è possibile che i maggiori effetti sul ciclo del PNRR si vedano nel 2023-24 anziché già quest'anno**.

<sup>8</sup> Lo scorso 16 marzo, il ministro della transizione ecologica Cingolani ha dichiarato in audizione al Senato come l'Italia intenda ridurre la dipendenza dal gas russo entro fine anno: il potenziale di riduzione è stimato in 20 mld di metri cubi su un totale di 29 mld di import dalla Russia: di questi, 9 mld sarebbero ottenuti incrementando le importazioni di gas algerino, 1,5 mld aumentando i flussi TAP e 6 mld attraverso l'utilizzo dei terminali di rigassificazione (con acquisti da Qatar, Congo e Angola).

<sup>9</sup> Lo scorso 16 marzo, la Camera ha approvato una risoluzione con cui l'Italia si impegna a rispettare il target NATO sulla spesa per la difesa in rapporto al PIL (2%), dall'attuale 1,22%: si tratterebbe di un aumento dai 25 ai 38 miliardi di spesa annua.

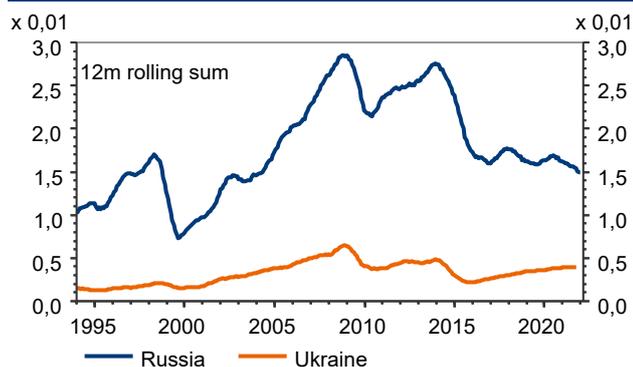
**Vi sono però alcuni fattori mitiganti**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021				2022p				2023p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	0.1	17.6	3.9	6.2	5.8	3.6	1.5	1.3	1.7	1.6		
- t/t				0.3	2.7	2.5	0.6	-0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5		
Consumi privati	5.2	3.8	1.8	-1.1	5.3	2.9	0.0	0.3	0.7	0.5	0.4	0.4	0.6		
Investimenti fissi	17.0	6.5	4.2	4.4	3.1	1.8	2.8	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1		
Consumi pubblici	1.0	1.0	0.6	0.3	-0.4	0.0	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1		
Esportazioni	13.4	4.9	2.2	0.4	3.8	4.1	0.0	1.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6		
Importazioni	14.6	7.1	2.9	4.0	2.8	2.3	4.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7		
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	-0.2	1.1	-1.3	-0.2	1.1	-0.6	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0		
Partite correnti (% PIL)	2.9	0.9	1.2												
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.4	-4.4												
Debito pubblico (% PIL)	150.4	148.2	146.4												
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.9	6.4	2.6	0.7	1.2	2.1	3.7	6.1	7.5	6.7	5.5	3.5	2.1		
Produzione industriale (a/a)	11.7	0.0	2.6	9.6	33.3	4.1	4.5	-0.5	-0.6	-0.2	1.1	3.5	3.2		
Disoccupazione (ILO, %)	9.5	9.1	8.6	10.1	9.8	9.1	9.1	8.9	9.2	9.2	9.0	8.9	8.7		
Tasso a 10 anni (%)	0.75	1.90	2.50	0.59	0.80	0.67	0.94	1.56	1.83	2.00	2.20	2.41	2.44		

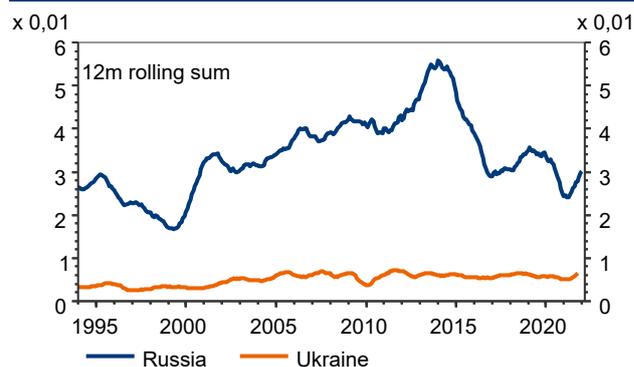
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 - Le esportazioni verso Russia e Ucraina rappresentano una percentuale contenuta dell'export italiano**



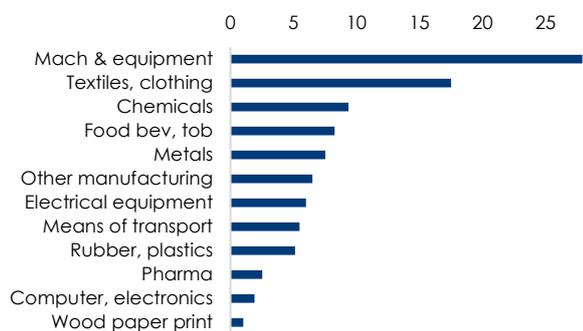
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 - Più elevato è il peso delle importazioni dalle due aree sul totale dell'import**



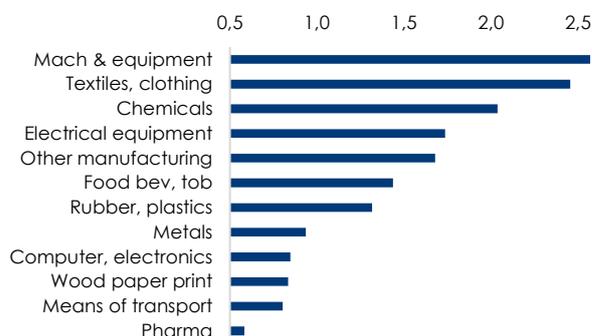
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 - Lo spaccato settoriale dell'export italiano verso Mosca mostra l'importanza di meccanica, abbigliamento e chimica**



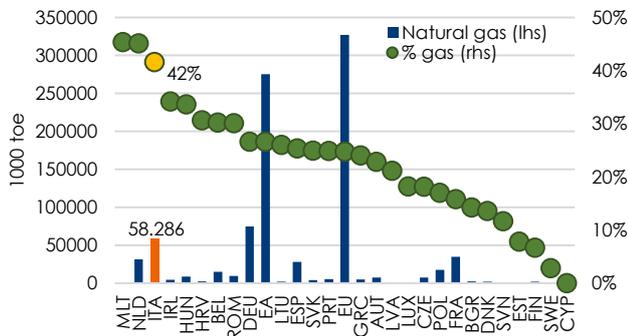
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 - Tuttavia, le vendite in Russia non appaiono decisive (sul totale dell'export italiano) in nessun macro-settore**



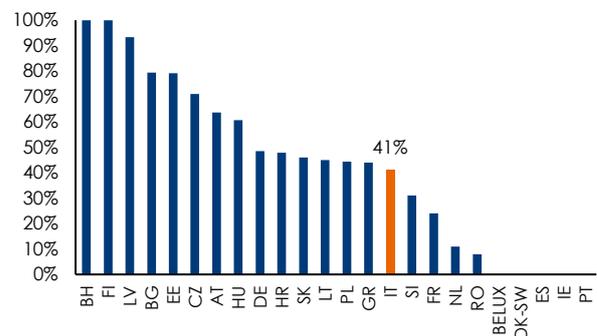
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 5 - L'Italia è tra i Paesi europei più esposti sia alla dipendenza dal gas naturale tra le fonti di energia...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. Nota: sulla scala dx, % del fabbisogno primario di energia

**Fig. 6 - ...sia al gas importato dalla Russia**



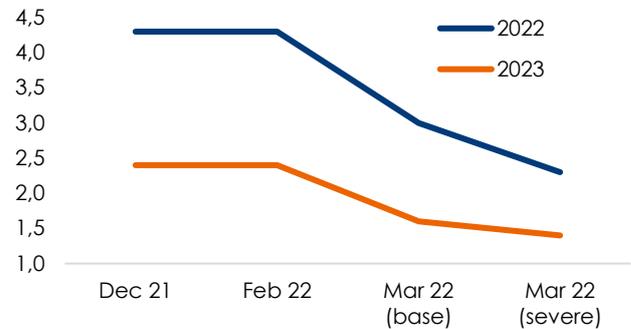
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ACER (Comext database)

**Fig. 7 - Gli effetti dello shock sono molto ampi sia sull'inflazione...**



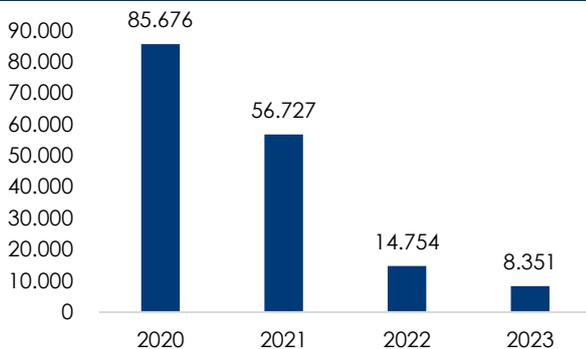
Nota: lo scenario "severo" presuppone una reazione più forte dei prezzi dell'energia e maggiori effetti di second-round, interruzioni nelle catene globali del valore e tagli alle forniture di gas russo, nonché tensioni geopolitiche più pronunciate che causano un più ampio ripricing dei mercati finanziari e un'incertezza più persistente. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - ...che sulla crescita del PIL**



Nota: lo scenario "severo" presuppone una reazione più forte dei prezzi dell'energia e maggiori effetti di second-round, interruzioni nelle catene globali del valore e tagli alle forniture di gas russo, nonché tensioni geopolitiche più pronunciate che causano un più ampio ripricing dei mercati finanziari e un'incertezza più persistente. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 - I risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia si assottiglieranno quest'anno, consentendo di attenuare gli effetti dello shock inflazionistico sulla spesa delle famiglie**



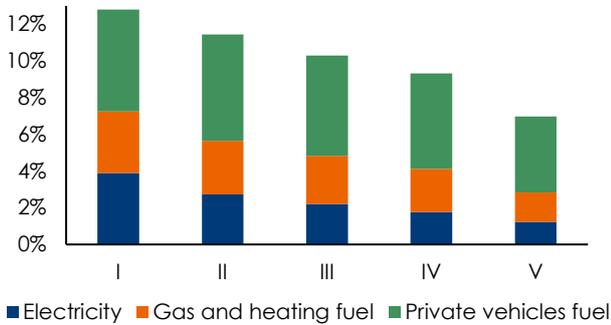
Nota: stime degli extra-risparmi (in milioni di euro) ottenute ipotizzando un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 10 - Tuttavia, la compensazione sarà solo parziale, in quanto gli extra-risparmi post-pandemici sono concentrati tra le famiglie più benestanti...**



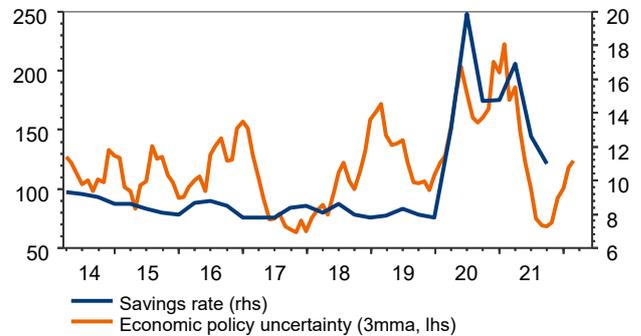
Nota: risparmi netti per ragioni legate a Covid-19, per quintile di reddito, in % del reddito mensile. Fonte: indagine BCE sulle aspettative dei consumatori (condotta nei 6 maggiori Paesi dell'Eurozona)

**Fig. 11 - ...mentre i rincari dell'energia colpiranno soprattutto i nuclei meno abbienti (che sono anche quelli con la propensione al consumo più elevata)**



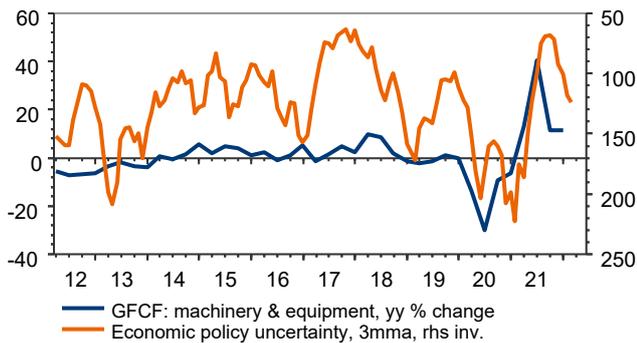
Nota: consumi energetici dei nuclei familiari (in % del totale) per quintile di spesa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 12 - La tendenza al calo del tasso di risparmio che solitamente accompagna uno shock inflazionistico è messa a rischio dalla maggiore incertezza sullo scenario geopolitico...**



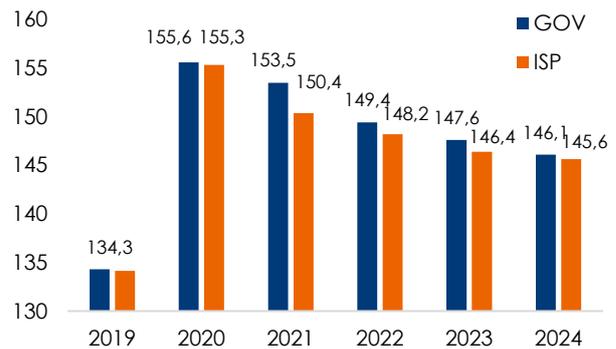
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, <https://www.policyuncertainty.com>

**Fig. 13 - ...che potrebbe pesare anche sulle decisioni di investimento delle imprese**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, <https://www.policyuncertainty.com>

**Fig. 14 - Nonostante possibili interventi anti-ciclici, non dovrebbe essere a rischio la traiettoria di calo del rapporto debito/PIL (grazie alla crescita del PIL nominale)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (NADEF 2021)

## Spagna: ampi margini di ripresa per la domanda interna

Dopo un 2021 deludente, la Spagna potrebbe registrare una crescita superiore alla media area euro nel 2022 e 2023 (stimiamo a 4,4% e 3,7% rispettivamente), grazie alla minore dipendenza energetica dalla Russia, e agli ampi margini di recupero, soprattutto nel settore dei servizi, dopo lo shock pandemico. Una spinta verrà dall'accelerazione nell'impiego dei fondi NextGen e dal recupero dei flussi turistici internazionali.

Lorenzo Biagioli

**L'impatto della guerra russo-ucraina sulla Spagna è limitato per quanto concerne il canale commerciale diretto** (export e import con la Russia valgono infatti rispettivamente lo 0,8% e l'1,6% del totale, Fig.1) **e l'esposizione del sistema bancario** (800 milioni di dollari, cui vanno aggiunte esposizioni potenziali per appena 72 milioni di dollari; dati BRI aggiornati al 3° trimestre 2021). Inoltre, **la dipendenza dal gas naturale è solo di poco inferiore alla media Eurozona** (vale il 25,73% del totale delle fonti energetiche), **ma la Russia non è tra i fornitori** (Fig. 2). **Tuttavia, l'elevato peso dell'utilizzo di petrolio** (il 40,15% tra le fonti di energia primaria), l'11% del quale è importato da Mosca, **lascia il Paese comunque esposto agli effetti della volatilità dei prezzi dell'energia** (Fig. 3). L'import totale di risorse energetiche dalla Russia ammonta al 14% del fabbisogno complessivo (un dato molto inferiore rispetto alla media dell'Eurozona).

La Spagna non dipende dal gas russo, ma è comunque esposta ai rincari energetici

Nel 2022, la crescita sarà guidata dalla domanda interna: sia i consumi che gli investimenti rallenteranno dai ritmi del 2021, ma si manterranno robusti. **I consumi privati, soprattutto di servizi, hanno ancora margini di recupero dopo lo shock pandemico**, e dovrebbero continuare a beneficiare dei miglioramenti del mercato del lavoro (nonché di una parziale protezione del potere d'acquisto grazie ai provvedimenti annunciati dal Governo). **Gli investimenti dovrebbero beneficiare della spinta dei progetti inclusi nel PNRR**. L'export dovrebbe avvantaggiarsi della ripresa dei flussi turistici internazionali. Nel complesso, **vediamo una crescita di 4,4% nel 2022 e 3,7% nel 2023**. L'economia spagnola sarà in ogni caso l'ultima, tra le 4 principali dell'Eurozona, a completare il recupero dei livelli di PIL pre-pandemici (atteso nel primo semestre 2023).

Consumi e investimenti, pur rallentando rispetto al 2021, dovrebbero mantenere un ritmo espansivo. Il recupero dei livelli pre-Covid è rinviato al 2023

La **politica fiscale** nel 2022 dovrebbe risultare più espansiva di quanto desumibile dal [Plan Presupuestario](#) approvato dal Congresso dei deputati a fine dicembre. Il prossimo 29 marzo, il Governo presenterà infatti il **Piano nazionale di risposta alle conseguenze economiche della guerra**, che prevede un pacchetto di riduzioni fiscali su tariffe e carburanti, per mitigare gli effetti negativi derivanti dall'impennata dei prezzi energetici. Qualora venissero prorogati sino a fine anno, gli sgravi fiscali previsti comporterebbero una **riduzione del gettito fiscale di 10-12 miliardi** (lo 0,8-0,9% del PIL). È probabile, in conseguenza sia dei nuovi interventi che di un andamento del ciclo economico meno favorevole del previsto, che il Governo riveda al rialzo gli obiettivi su deficit e debito (vedi Figg. 7 e 8); stimiamo un **indebitamento netto** al 7% del PIL nel 2022 e al 3,9% nel 2023, e un rapporto **debito/PIL** al 117,4% e 114,7% rispettivamente. Inoltre, nel 2022 un supporto continuerà a venire dal **PNRR**: dalla [relazione di febbraio 2022](#) sull'avanzamento dei progetti, si evince come 12 dei principali obiettivi previsti dal programma siano stati raggiunti, dando il via libera al pagamento dei primi 19 miliardi di sovvenzioni. La Spagna dovrebbe incassare altri 12 e 6 miliardi di aiuti a fondo perduto a giugno e dicembre 2022 (Fig. 6). I settori che dovrebbero beneficiarne maggiormente sono: digitalizzazione, turismo, sanità e transizione ecologica.

La politica fiscale si è già mossa per attenuare le conseguenze della guerra. In arrivo nuove misure di sostegno al potere d'acquisto delle famiglie

La **disoccupazione**, che in Spagna resta su livelli superiori rispetto a quasi tutte le economie europee, ha intrapreso dal 2013 un trend discendente (Fig. 11), interrotto soltanto a cavallo della prima ondata pandemica. La **riforma del lavoro** approvata a dicembre 2021 dovrebbe fornire spinta all'occupazione giovanile nel prossimo biennio, mentre i fondi del PNRR dovrebbero liberare risorse importanti per la formazione professionale. Vediamo un'ulteriore discesa del tasso dei senza-lavoro sia nel 2022 che nel 2023, rispettivamente al 13,2% e 12,8%.

Dovrebbe continuare il trend di calo della disoccupazione. Riforma del lavoro e fondi europei daranno una spinta all'occupazione giovanile

L'**inflazione** (Figg. 13 e 14) ha toccato un picco al 7,6% a febbraio. La spinta non viene solo dall'energia: l'indice core è ai massimi dal 2008 e su livelli più alti della media Eurozona (3%). Pensiamo che, in linea con quanto atteso per il resto dell'area euro, il picco possa essere raggiunto nei mesi primaverili (in un contesto di ampia incertezza). La Spagna potrebbe registrare valori di inflazione più alti della media Eurozona sia quest'anno che il prossimo, a **6,5% nel 2022 e 2,9% nel 2023**.

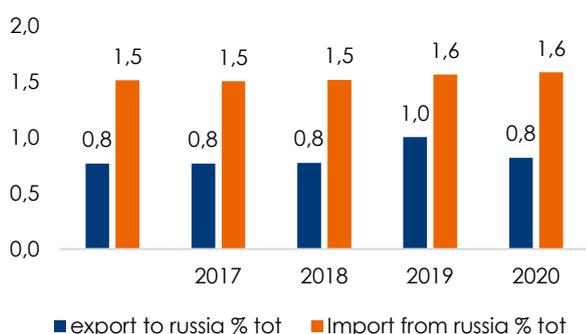
**Inflazione superiore alla media Eurozona nel 2022-23**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2022p									
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)*	5.0	4.4	3.7	-4.3	17.7	3.4	5.2	6.2	5.4	3.7	2.4	2.9	3.4
- t/t				-0.7	1.2	2.6	2.0	0.2	0.5	0.9	0.8	0.7	1.0
Consumi privati	4.6	3.3	3.2	-2.2	4.9	1.0	-1.2	0.6	1.2	1.5	1.0	0.5	0.6
Investimenti fissi	4.1	6.1	3.2	0.1	-2.5	1.2	4.9	0.8	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
Consumi pubblici	3.0	1.2	1.3	0.4	0.8	0.5	-0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3
Esportazioni	13.4	11.4	5.7	0.3	1.3	7.1	6.5	0.8	0.9	1.5	1.3	1.2	1.4
Importazioni	12.8	8.7	4.5	0.4	4.5	2.2	3.5	1.4	1.5	1.4	1.5	1.0	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.5	-0.2	0.5	-0.1	0.1	0.7	0.0	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	0.7	0.7	0.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-9.2	-7.0	-3.9										
Debito pubblico (% PIL)	119.5	117.4	114.7										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	3.1	6.5	2.9	0.6	2.6	3.4	5.8	7.1	7.4	6.6	5.0	3.5	2.9
Disoccupazione (ILO, %)	14.8	13.2	12.8	16.0	15.3	14.6	13.3	13.6	13.4	13.0	12.6	13.1	12.8

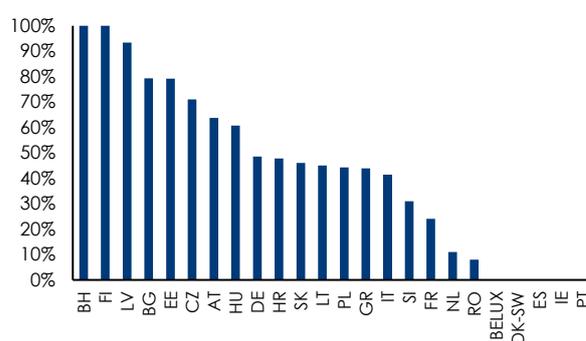
\* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Il peso dell'export verso la Russia è limitato...**



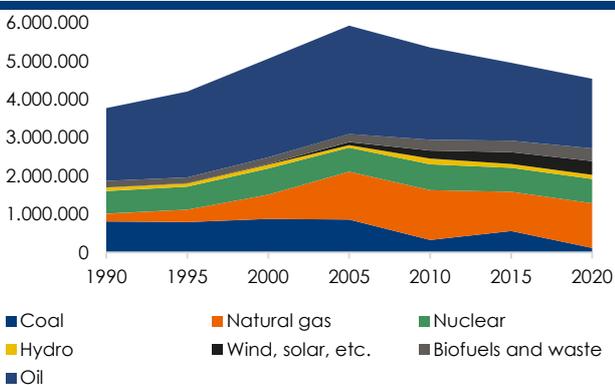
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ufficio delle Dogane russo

**Fig. 2 ... e la Russia non è tra i fornitori di gas verso la Spagna**



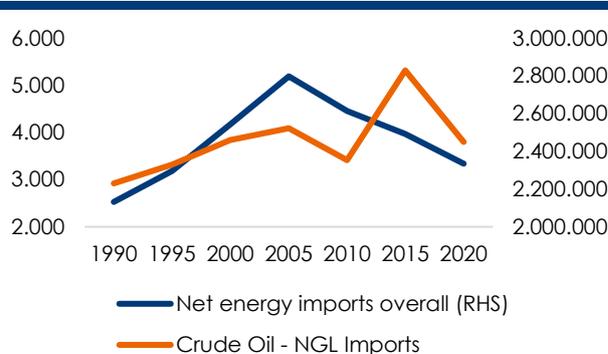
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ACER (Comext database)

**Fig. 3 – Tuttavia l'esposizione all'andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale resta elevata...**



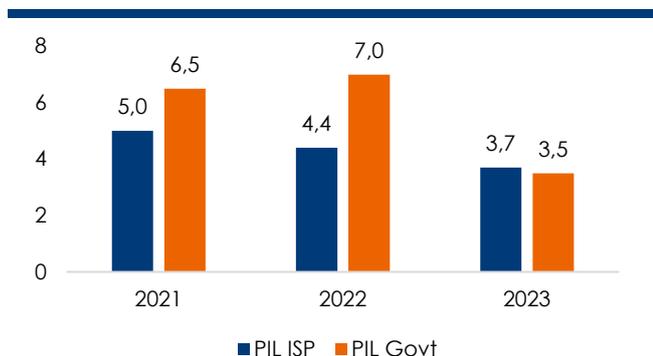
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IEA

**Fig. 4 ... sebbene il ricorso a forniture estere sia in calo dal 2015**



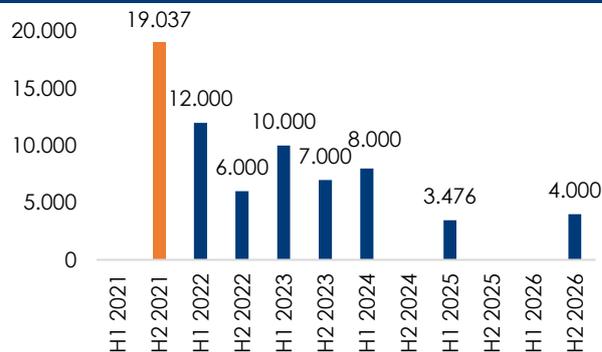
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IEA

**Fig. 5 – PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



Nota: valori di crescita attesi dal Governo, sulla base dei dati contenuti nella Legge di Bilancio approvata a dicembre 2021. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Profilo dei trasferimenti programma NextGen (importi in mln di euro)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Tesoro

**Fig. 7 - Debito/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



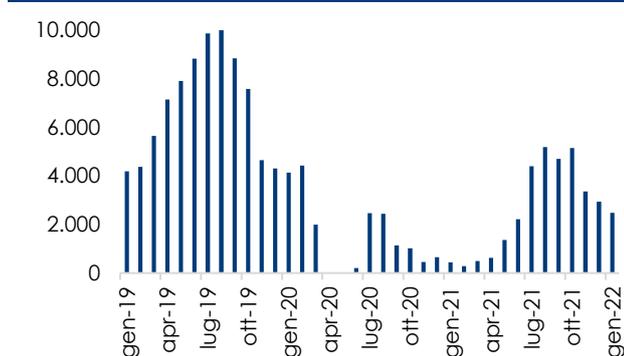
Nota: i valori riferiti al Governo sono basati sull'ultimo aggiornamento dell'Osservatorio dei Conti pubblici nazionali (AIReF) del 4 marzo 2022. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Deficit/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo**



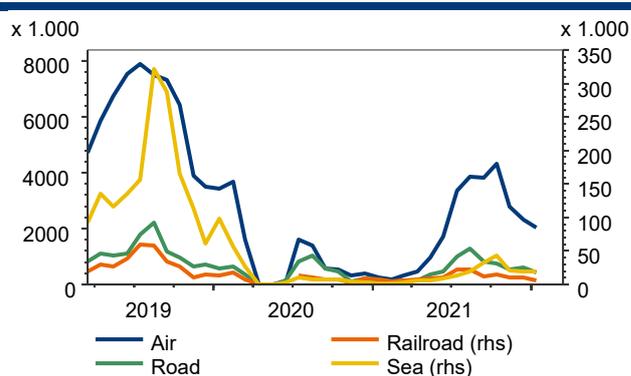
Nota: valori attesi dal Governo, sulla base dei dati contenuti nella Legge di Bilancio approvata a dicembre 2021. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 – Gli ampi spazi di recupero nel turismo dovrebbero sostenere l'export (il totale degli arrivi internazionali, nel 2021, è stato appena il 37% rispetto a quelli del 2019) (dati x 1000)**



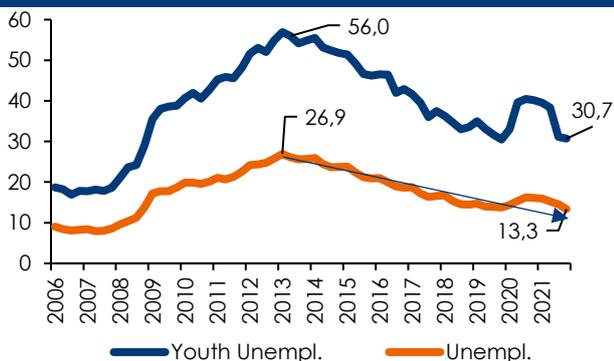
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

**Fig. 10 – Il numero degli arrivi turistici è ancora di molto inferiore alla norma, specie nel trasporto marittimo**



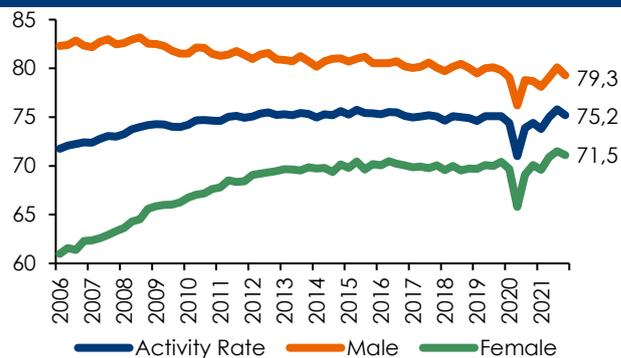
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

**Fig. 11 – Il tasso di disoccupazione si è dimezzato in 8 anni**



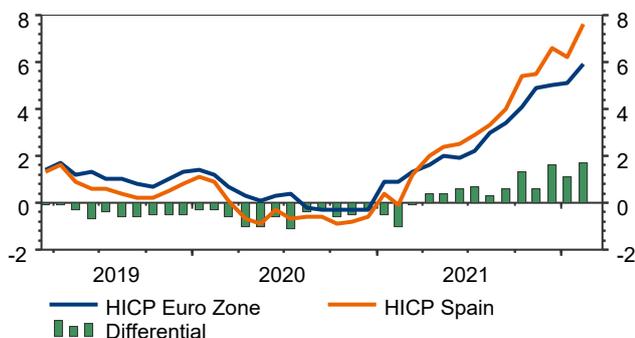
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 12 – Il tasso di partecipazione ha superato i livelli pre-pandemici**



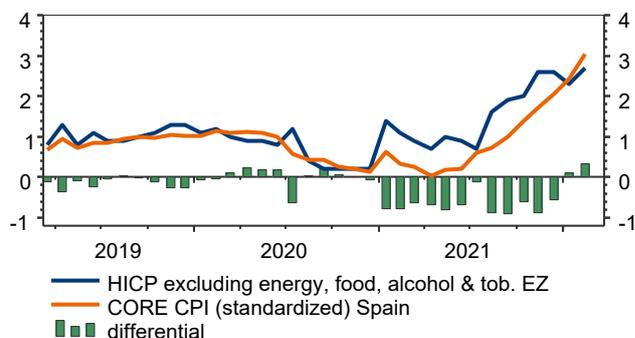
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 13 – I prezzi dell'energia hanno spinto l'inflazione sopra la media europea**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE ed Eurostat

**Fig. 14 - Anche il CPI core è tornato sopra la media dell'Eurozona**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE ed Eurostat

## Paesi Bassi: crescita resiliente, ma pesa l'incertezza

L'economia dei Paesi Bassi è cresciuta di più rispetto alla media dell'Eurozona ed ha superato da tempo i livelli pre-Covid. La ripresa continuerà nei prossimi mesi ma sarà più debole del previsto: ci aspettiamo una crescita del PIL intorno al 3,3% nel 2022. I rischi sulla previsione sono al ribasso e derivano interamente dallo scenario internazionale.

L'economia dei Paesi Bassi ha chiuso il 2021 con un incremento del PIL di 0,9% t/t (6,1% a/a), per una variazione media annua di 4,8%. Sia la domanda finale interna sia le esportazioni nette hanno contribuito positivamente, e il rallentamento è spiegato interamente dal calo delle scorte. Le prospettive per il primo trimestre sono miste. La schiarita sul fronte politico interno<sup>10</sup>, conclusasi con la formazione del Governo Rutte IV, ha lasciato il posto all'elevata incertezza derivante dalla crisi geopolitica internazionale. Da un lato, gli indicatori congiunturali segnalano uno scenario meno positivo rispetto ai mesi passati; dall'altro, l'andamento della produzione industriale tra fine 2021 e inizio 2022, nonostante i segnali di debolezza mostrati in gennaio e pur non scontando ancora gli effetti del conflitto in Ucraina, potrebbe essere coerente con un contributo ancora positivo della manifattura al valore aggiunto nel 1° trimestre 2022. Nel complesso, **potremmo osservare un rallentamento della crescita del PIL a 0,1% t/t nel trimestre corrente, e una moderata accelerazione nei mesi centrali dell'anno**. La media annua 2022 potrebbe arrivare al 3,3%.

**La guerra tra Russia e Ucraina comporta rischi al ribasso per la crescita nel biennio.** Non è trascurabile il legame commerciale tra la Federazione Russa e i Paesi Bassi: nel 2021, le importazioni di merci dalla Russia ammontano al 3,5% del totale (18,4 miliardi), di cui l'87% sono combustibili minerali<sup>11</sup>. Meno marcata invece è l'esposizione delle esportazioni verso la Russia (1,1% del totale dell'export). Ulteriori rischi al ribasso potranno arrivare dal rallentamento della crescita atteso in Germania, che conta per il 22% delle esportazioni olandesi (oltre il 6% del PIL).

Per quanto riguarda la domanda privata, quest'anno si attende una sostanziale **stabilità dei consumi** delle famiglie (al 3,5%), che saranno sostenuti dal calo della propensione al risparmio. Le prospettive per la spesa in conto capitale rimangono positive nonostante le frizioni dal contesto internazionale: se la ripresa degli investimenti in macchinari potrebbe frenare nel 2022, la spesa in costruzioni è attesa in crescita. Sul fronte del commercio estero, l'indebolimento della ripresa economica nel resto dell'Eurozona, in particolare in Germania, dovrebbe ridimensionarne il contributo positivo al PIL nel 2022; l'aumento dei prezzi energetici dovrebbe ridurre significativamente il surplus della bilancia commerciale.

**Nei prossimi anni il Governo intende mantenere un'intonazione espansiva di politica fiscale**<sup>12</sup>. L'esecutivo ha di recente stanziato 3,2 miliardi (quasi mezzo punto di PIL) per calmierare i costi delle bollette per famiglie e imprese. Il **deficit, dopo un 3,5% atteso per il 2021**, è visto comunque ridursi, grazie alla ripresa del ciclo, nel 2022 e 2023 (rispettivamente al 2,8% e all'1,8% del PIL). Il debito pubblico continuerà a crescere in percentuale del PIL: quest'anno dovrebbe superare di poco il 53,7% registrato nel 2021. I rischi su deficit e debito sono verso l'alto.

La modesta crescita in corso farà salire i livelli occupazionali, ma è insufficiente a ridurre ulteriormente la **disoccupazione**, che non dovrebbe scostarsi di molto dai livelli attuali (3,6% in gennaio) anche nella prima metà del 2022. Il tasso dei senza lavoro è atteso salire nel secondo semestre e dovrebbe risultare pari al 3,7% in media d'anno nel 2022, dopo il 4,3% dell'anno passato. Se l'indice dei salari orari non ha mostrato sinora aumenti preoccupanti a inizio anno, la salita sia degli occupati che del numero dei posti vacanti segnala che le difficoltà nel reperire forza lavoro sono destinate a crescere nei prossimi mesi, e potranno causare spinte al rialzo sul costo del lavoro.

<sup>10</sup> [Dutch parties reach coalition deal after marathon talks](#)

<sup>11</sup> I Paesi Bassi hanno consumato 40 miliardi di metri cubi di gas nel 2021, il 4% in meno rispetto al 2020. Le famiglie, le centrali di produzione di elettricità e l'edilizia utilizzano in media ciascuno circa il 25% del gas consumato.

<sup>12</sup> [2022 Budget Memorandum](#)

Aniello Dell'Anno

**Nei Paesi Bassi la ripresa è più resiliente che altrove...**

**... ma i rischi sulla crescita sono verso il basso**

**La ripresa è ancora trainata dalla domanda interna**

**In miglioramento il quadro di finanza pubblica**

**Mercato del lavoro circa stabile**

L'**inflazione armonizzata** è cresciuta più della media dell'Eurozona negli ultimi mesi, fino a raggiungere il 7,6% a/a in gennaio e il 7,2% in febbraio. L'inflazione appare destinata a salire ancora nei prossimi mesi, prima di moderare da primavera inoltrata; la media d'anno si attesterebbe nel 2022 al di sopra della media Eurozona, al 6,7% (da 2,8% nel 2021). L'inflazione sottostante dovrebbe crescere anch'essa nel corso dell'anno, per una media annua di 3,2% nel 2022 (2021: 1,7%). L'incertezza rimane elevata e i rischi su questo scenario previsivo sono prevalentemente verso l'alto.

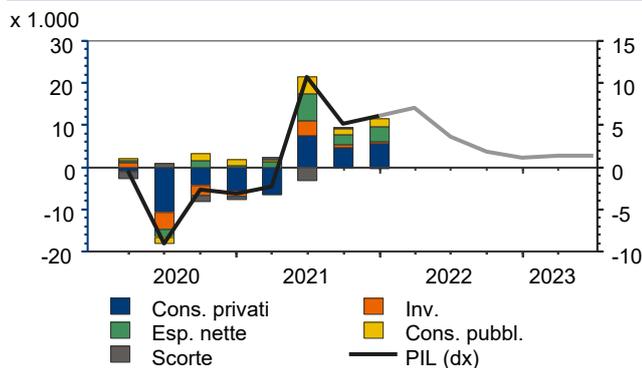
**Permangono rischi al rialzo sull'inflazione**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021				2022p				2023p	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	4.8	3.3	1.5	-2.3	10.7	5.1	6.1	7.0	3.6	1.8	1.1	1.4	1.4
-t/t				-0.8	3.8	2.1	0.9	0.1	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	3.5	3.5	1.4	-3.5	6.4	4.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.3	0.5	0.5
Investimenti fissi	3.4	2.3	2.6	3.0	-1.6	-2.3	2.6	0.3	1.1	1.3	1.0	0.4	0.4
Consumi pubblici	4.3	2.2	0.7	-2.0	3.9	1.5	0.7	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.3	0.3
Esportazioni	7.0	2.9	1.8	1.1	4.2	2.2	-0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.6	0.5
Importazioni	5.4	2.7	1.8	0.8	2.7	3.1	-0.8	0.4	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	0.0	0.2	-1.0	0.7	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	10.2	10.3	10.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.5	-2.8	-1.8										
Debito pubblico (% PIL)	53.7	53.8	54.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.8	6.7	2.8	1.8	1.8	2.4	5.3	7.5	7.6	7.1	4.7	2.4	2.5

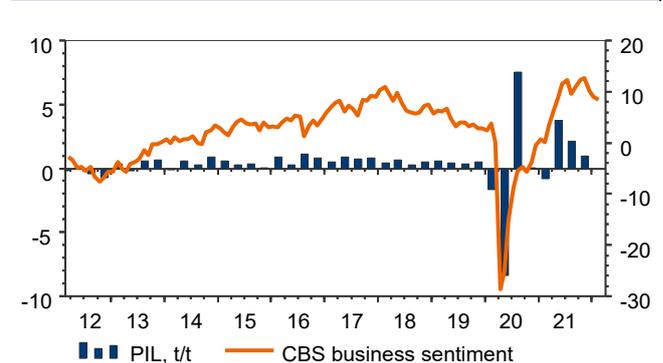
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL**



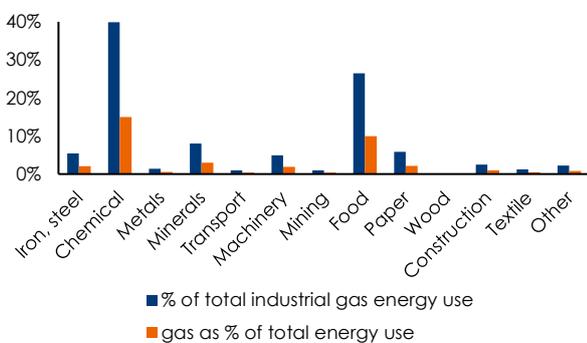
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS

**Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL**



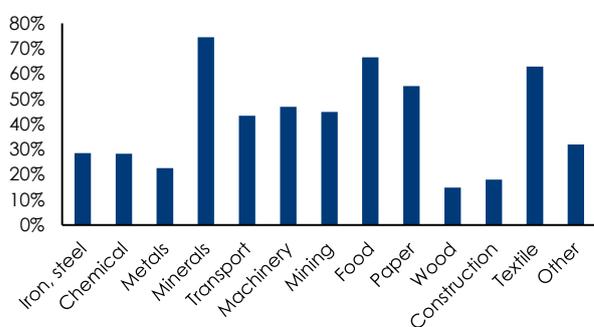
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS

**Fig. 3 – Uso di gas nei vari settori dell'economia**



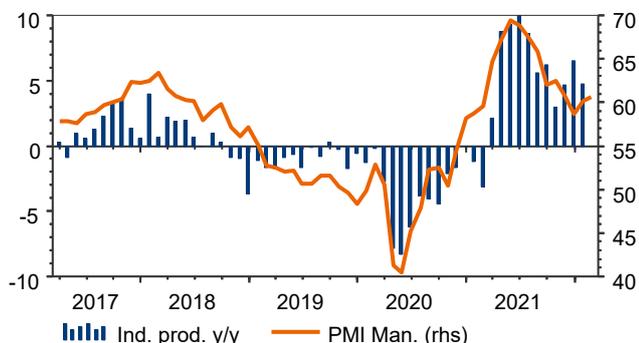
Fonte: Eurostat

**Fig. 4 – Peso del gas come fonte di energia**



Fonte: Eurostat

**Fig. 5 – Andamento della produzione industriale e della fiducia dei direttori degli acquisti nel settore manifatturiero**



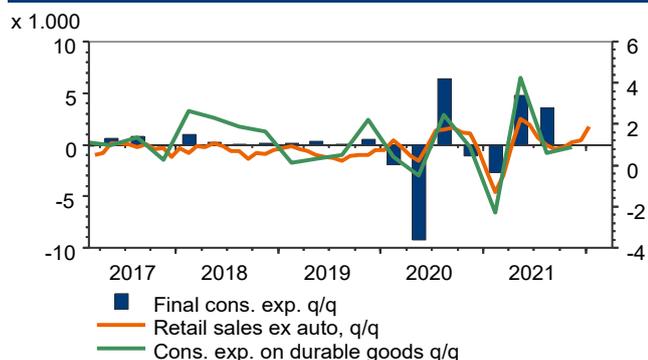
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS e IHS Markit

**Fig. 6 – Mercati rischi al ribasso per i consumi delle famiglie**



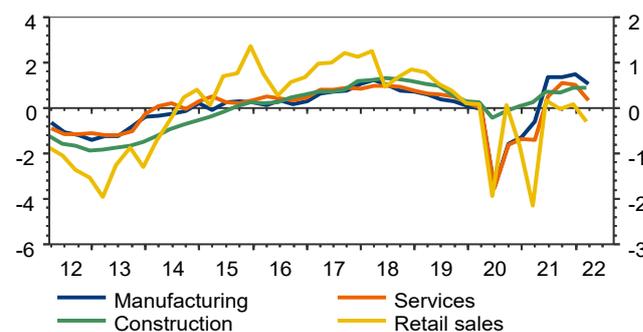
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS e Commissione Europea

**Fig. 7 – Vendite al dettaglio e acquisto di beni durevoli**



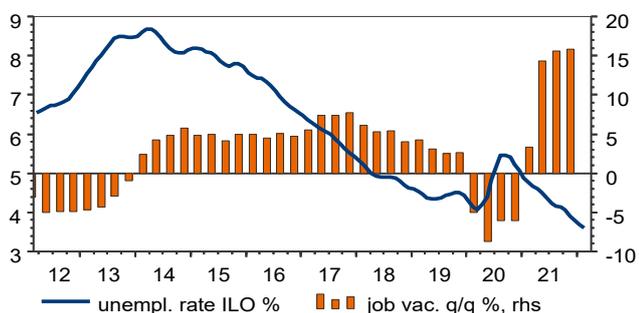
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS

**Fig. 8 – Indici di attività calcolati dalla Commissione Europea per i vari settori produttivi**



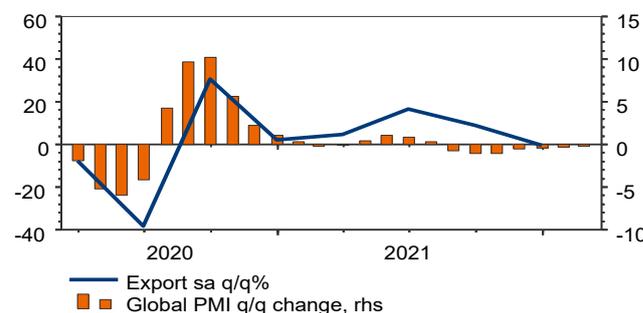
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

**Fig. 9 – Disoccupazione e posti vacanti: le imprese stanno manifestando difficoltà a trovare lavoratori qualificati**



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS

**Fig. 10 – Esportazioni olandesi e ordini all'export PMI globale**



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS e JP Morgan

## Asia

### Giappone: crescita positiva, ma frenata dallo shock energetico

La crescita giapponese nel 2022 dovrebbe essere più lineare rispetto a quanto visto negli ultimi due anni, se effettivamente la pandemia entrerà in una fase endemica. La ripresa dovrebbe essere sostenuta dalla domanda di servizi, ma frenata dallo shock petrolifero. L'inflazione dovrebbe superare temporaneamente il 2%. La BoJ difficilmente modificherà la politica monetaria durante il mandato di Kuroda, ma potrebbe preparare un'uscita dalla politica di tassi negativi nel 2023.

L'economia giapponese quest'anno dovrebbe registrare una modesta **accelerazione della crescita, con una variazione prevista di 2,1% nel 2022, dopo 1,7% del 2021**. La curva dei contagi in Giappone ha determinato un'alternanza di crescita e contrazione l'anno scorso. Il 2022 dovrebbe aprirsi con una marginale correzione del PIL su base trimestrale, seguita da una ripresa relativamente lineare nei trimestri successivi. La domanda domestica è attesa in aumento moderato, ma la **guerra in Ucraina e i rialzi dei prezzi delle materie prime** hanno determinato una revisione verso il basso della crescita sulla scia degli effetti restrittivi causati dall'aumento dell'inflazione. La politica fiscale continuerà a sostenere la crescita, grazie a un aumento della spesa pubblica nel 2022, che conterrà in parte il calo del deficit dovuto alla fine delle misure di sostegno per Covid.

Il Giappone ha un'**esposizione commerciale contenuta verso la Russia** (export: 1% del totale), ma è fortemente dipendente dalle importazioni di combustibili fossili (6,5% dalla Russia), che nel 2021 sono state la principale voce delle importazioni, pari al 20% del totale. A gennaio, la bilancia commerciale ha registrato un deficit in forte rialzo, per via del balzo dell'import di 39,6% a/a, in prevalenza dovuto all'energia, con prospettive di ulteriore peggioramento nei mesi successivi. Pertanto, la guerra in Ucraina rappresenterà un ampio shock negativo all'offerta, con ripercussioni sia sulla crescita sia sull'inflazione.

Il **sentiero dell'inflazione**, già in rialzo prima del conflitto ucraino, si sposterà ulteriormente verso l'alto, ma riteniamo che la BoJ ignorerà gli effetti dello shock all'offerta. La dinamica dei **prezzi al netto degli alimentari freschi** dovrebbe portarsi sopra il 2% a/a in primavera, per l'effetto confronto con il 2021, e restare intorno all'1,7% dall'estate. Prevediamo che fino alla fine del mandato di Kuroda (aprile 2023) la Banca centrale mantenga invariate le misure attuali, ma prepari un possibile abbandono della politica di tassi a breve negativi, con modifiche del controllo della curva da attuare il prossimo anno.

**Scenario economico: crescita moderata, sostenuta da consumi e spesa pubblica, ma frenata dal deficit commerciale e dall'inflazione.** Il PIL giapponese ha recuperato il livello pre-pandemico a fine 2021, grazie a un sentiero non lineare, ma positivo, dei **consumi** sostenuti dai trasferimenti pubblici. La crescita ha seguito l'andamento dei contagi e della campagna vaccinale, con un'altalena trimestrale ancora in atto (fig. 2). L'ondata pandemica di inizio 2022 ha raggiunto il picco a metà febbraio (fig. 1), con effetti marcati sulla spesa delle famiglie, prevista in calo nel 1° trimestre. Anche in Giappone i consumi si sono spostati verso i **beni durevoli** (fig. 4), tornati sopra il livello di fine 2019. Nei **servizi** la spesa reale è in ripresa, ma rimane inferiore del 3% rispetto a fine 2019. I programmi pubblici a favore di turismo e ospitalità sono stati interrotti nel 2021, rallentando la normalizzazione del comparto. Il **mercato del lavoro** è caratterizzato da carenza di offerta, anche se la partecipazione ha già recuperato i livelli pre-pandemici (fig. 5), con i salari in moderata accelerazione. I **consumi sono previsti in crescita di 2% nel 2022 e di 1,3% nel 2023**.

Gli **investimenti fissi** delle imprese sono l'anello debole della domanda finale domestica. Il trend positivo in atto da metà 2020 si è invertito nel 2021 e gli investimenti restano inferiori di 3,5% rispetto a fine 2019, senza segnali di riaccelerazione (figg. 2, 6 e 7). L'attività delle imprese è frenata dalle strozzature all'offerta e dai prezzi elevati, particolarmente significativi nel comparto auto che

Giovanna Mossetti

**Crescita prevista a 2,1% sia nel 2022 sia nel 2023, dopo 1,7% nel 2021**

**Le conseguenze economiche della guerra in Ucraina sull'economia giapponese saranno significative sia sulla crescita sia sull'inflazione**

**Inflazione al netto degli alimentari freschi temporaneamente oltre il 2%**

**La ripresa sarà spinta dai consumi, con lo spostamento della spesa verso i servizi**

**Mercato del lavoro caratterizzato da carenza di offerta, con i salari in moderata ripresa**

**Investimenti fissi non residenziali sempre deboli**

resta in area recessiva. La stagnazione della produzione manifatturiera prosegue e le indagini più recenti segnalano ancora ostacoli alla crescita. La previsione è di ripresa moderata, con **variazioni di 3,3% e 4,9% nel 2022 e 2023**, rispettivamente, dopo il calo di -0,4% del 2021.

Il **canale estero** risente di tre fattori negativi. Il rallentamento della Cina ha un impatto diretto sull'export verso l'Asia. Le strozzature dell'offerta continuano a frenare i flussi in uscita, soprattutto nel comparto auto (Figg. 8 e 9). La ripresa della produzione di auto vista a fine 2021 sembra essere temporanea e fa prevedere debolezza dell'export anche nel 1° trimestre 2022. Il rialzo dei prezzi energetici ha già spinto verso l'alto le importazioni, che contribuiranno ad annullare il contributo delle esportazioni nette nel 2022. Le **esportazioni sono previste in aumento di 6,6% con le importazioni in rialzo di 5%** nel 2022, ma i rischi sono verso il basso per l'export e l'alto per l'import.

Il tema dominante nel 2022 è l'**inflazione**, benché il trend dei prezzi resti contenuto. Sulla scia del rialzo dei prezzi energetici e delle materie prime l'inflazione dovrebbe superare il 2% in primavera, ma essere moderata da sussidi pubblici per il contenimento del prezzo della benzina e da vincoli ai rialzi delle tariffe elettriche. Gli effetti della crisi ucraina si aggiungono a fattori temporanei (fine degli effetti della riduzione delle tariffe telefoniche del 2021, rialzo dei prezzi energetici, aumento dei costi dovuto ai problemi dell'offerta), e dovrebbe aumentare tornando verso il 2% in autunno, per poi scendere verso l'1,5% nel 1° trimestre 2023. La BoJ (prima della guerra) prevedeva **l'inflazione core intorno a 1% negli anni fiscali 2022 e 2023** grazie alla chiusura dell'output gap e all'aumento delle aspettative di inflazione di medio e lungo termine, con rischi "generalmente bilanciati".

La **politica monetaria** dovrebbe rimanere invariata fino alla fine del mandato di Kuroda (aprile 2023), nonostante il previsto avvicinamento dell'inflazione al 2%. Sia Kuroda, sia i verbali della riunione di gennaio, hanno sottolineato la transitorietà dei rialzi attesi quest'anno e l'importanza di una futura diffusione del trend in aumento anche ai settori con prezzi rigidi, in gran parte nei servizi, e ai salari. Le condizioni economiche prevedibili per inizio 2023 dovrebbero permettere una prima svolta della politica monetaria, che chiuda la fase di tassi negativi, da sempre collegata a effetti sfavorevoli sul risparmio e sulle banche, riportando **a zero il tasso overnight**. Un secondo intervento potrebbe riguardare il **controllo della curva**, con un possibile accorciamento delle scadenze i cui rendimenti sono vincolati, dai 10 anni attuali, a 5, per ridurre i costi collegati a un eccessivo appiattimento della curva.

**Canale estero frenato dalla debolezza della domanda cinese, dai colli di bottiglia e dallo shock petrolifero**

**Inflazione verso il 2% spinta da fattori transitori e dall'energia, ma in probabile calo sotto il 2% nel 2023**

**Politica monetaria invariata probabilmente fino ad aprile 2023**

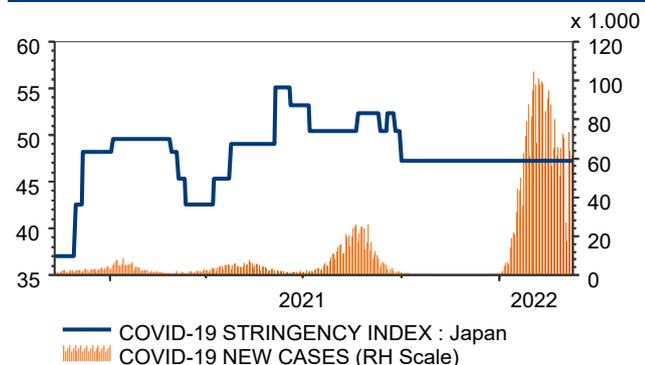
**Il successore di Kuroda potrebbe terminare la politica di tassi a breve negativi e accorciare le scadenze dei titoli soggetti al controllo della curva**

**Previsioni**

	2021	2022p	2023p	2021				2022p				2023p			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	2.1	2.1	-1.8	7.3	1.2	0.5	0.6	1.5	3.5	2.9	3.5	2.4		
- trim/trim annualizzato				-2.2	2.4	-2.8	4.6	-1.5	6.0	4.8	2.4	1.0	1.3		
Consumi privati	1.3	2.0	1.3	-3.1	2.8	-3.8	10.0	-3.2	5.2	2.3	0.8	0.7	1.0		
IFL - priv. non residenziali	-0.4	3.8	5.0	1.6	8.2	-9.3	1.4	5.3	8.6	8.0	5.9	4.6	3.6		
IFL - priv. residenziali	-1.9	1.4	3.5	3.5	4.2	-6.3	-3.8	1.2	6.3	7.4	5.5	1.9	1.8		
Investim. pubblici	-3.7	-3.6	5.9	-6.5	-13.0	-11.6	-14.4	-4.7	7.6	9.4	7.4	5.7	4.7		
Consumi pubblici	2.1	0.8	-0.4	-2.5	3.0	4.5	-1.4	0.4	1.0	0.0	-0.3	-1.0	-0.6		
Esportazioni	11.8	6.6	5.0	9.1	13.0	-1.2	3.8	6.1	9.6	11.6	7.8	2.9	2.4		
Importazioni	5.2	6.1	4.4	12.4	15.9	-3.8	-1.5	12.1	9.3	7.3	5.5	4.0	2.7		
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	0.2	0.6	0.1	0.2	-0.6	0.6	0.9	0.8	0.1	-0.1	0.1		
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.3	3.4												
Deficit (% PIL)	-8.5	-6.5	-4.8												
Debito/PIL (% PIL)	244.2	243.8	241.9												
CPI (a/a)	-0.3	0.8	-0.4	-0.5	-0.8	-0.2	0.5	0.4	1.3	0.7	0.7	0.1	-0.6		
Produzione Industriale	5.9	2.6	3.3	-1.4	19.9	6.0	1.2	-1.4	0.3	5.9	6.0	6.2	3.6		
Disoccupazione (%)	2.8	2.6	2.3	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3		
Dollaro/Yen (Yen)	109.9	117.8	119.3	106.1	109.4	110.1	113.7	115.6	117.8	118.7	119.0	119.0	119.2		

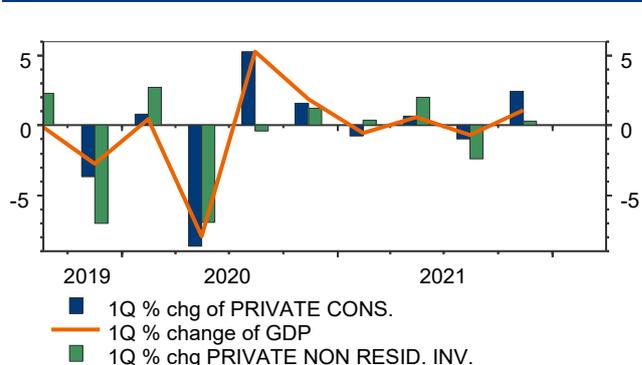
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – I contagi, in forte rialzo a febbraio, freneranno l'attività nel 1° trimestre**



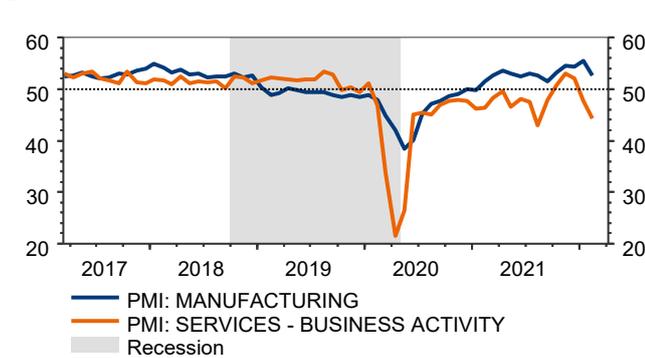
Fonte: Reuters, Oxford University

**Fig. 2 – PIL e domanda domestica in altalena, sulla scia di Covid-19**



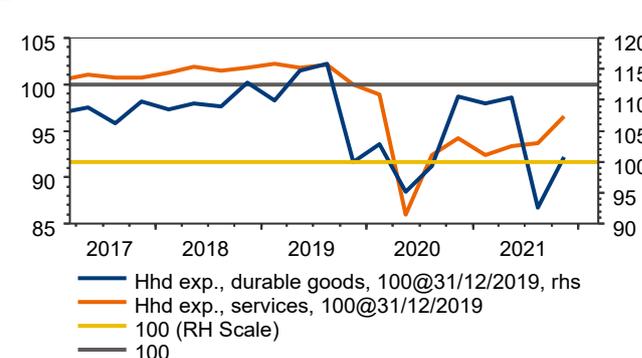
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 3 – Covid colpisce ancora: il manifatturiero tiene, nonostante le strozzature all'offerta e il calo delle auto, i servizi seguono la curva dei contagi**



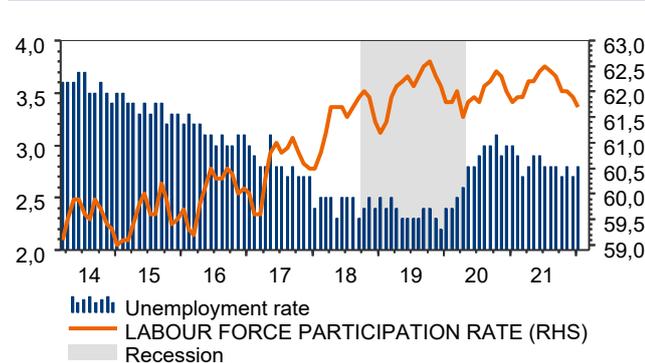
Fonte: Markit Economics, Jibun Bank

**Fig. 4 – La spesa delle famiglie rimane dipendente dalla pandemia e dallo stimolo fiscale**



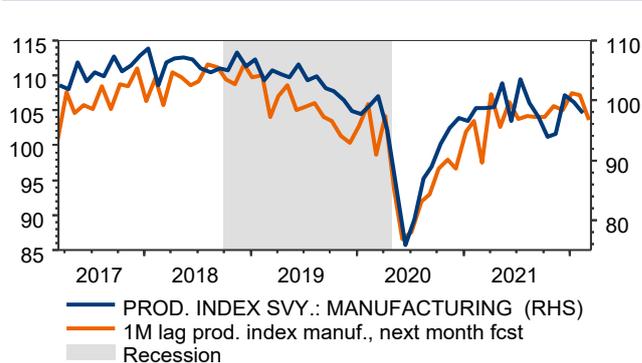
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 5 – Disoccupazione in calo e partecipazione già rientrata sui livelli pre-pandemici**



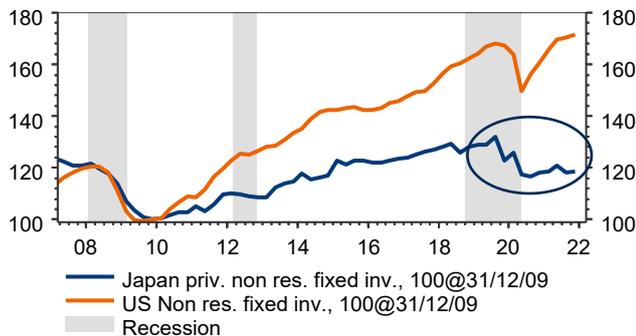
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 6 – La produzione industriale è frenata dai colli di bottiglia all'offerta, particolarmente marcati nel settore auto**



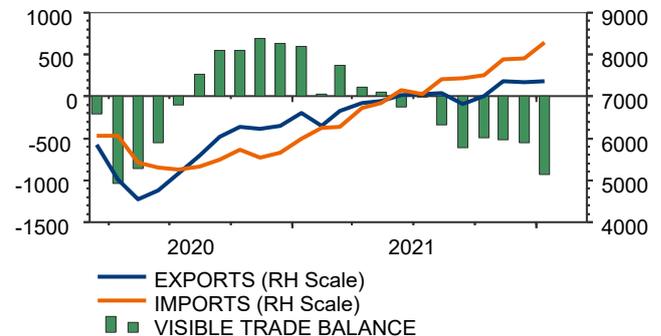
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 7 – Gli investimenti fissi delle imprese non ripartono**



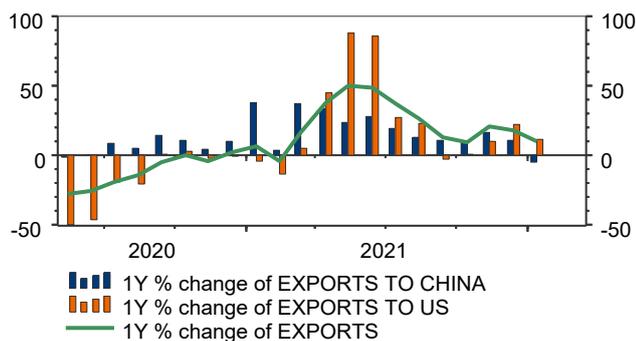
Nota: le recessioni indicate nel grafico sono quelle definite dall'ESRI per l'economia giapponese. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali

**Fig. 8 – Le importazioni accelerano per lo shock petrolifero, ma l'export è frenato dalle strozzature all'offerta...**



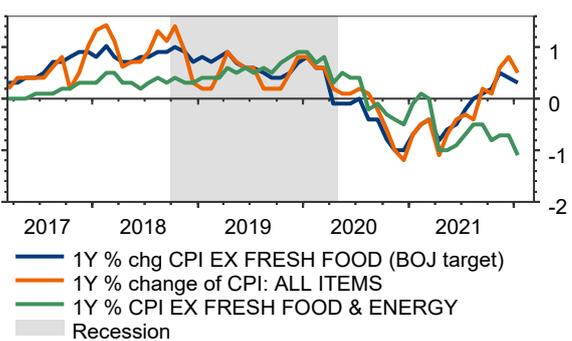
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 9 – ... e dal rallentamento cinese**



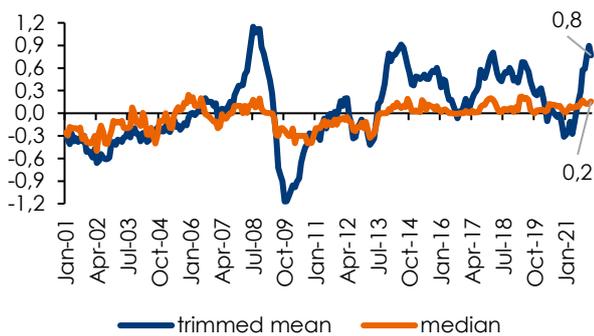
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 10 – Inflazione core: in rialzo per l'effetto confronto con il 2021, trend oltre l'1,5% a/a nella parte centrale del 2022**



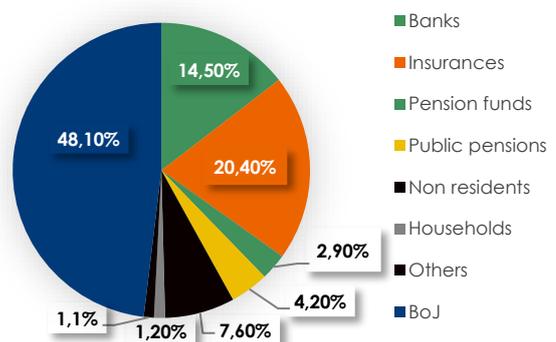
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 11 – Inflazione e media troncata del CPI in ripresa**



Fonte: Measures of Underlying Inflation, BoJ

**Fig. 12 – La quota di JGB detenuti dalla BoJ è stabile al 48,1%**



Nota: Per memoria: totale JGB= 1,067 tln di Yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,219,2 tln di yen. I non residenti detengono il 54,3% dei T-bill (totale: 152,2 tln). Fonte: Ministry of Finance, dati a settembre 2021

## Cina: venti contrari domestici e internazionali

La crescita acquisita e il sostegno delle politiche monetarie e fiscali sosterranno l'economia nel 2022. Tuttavia, l'incertezza sull'evoluzione della pandemia e le difficoltà nel mercato immobiliare pongono sullo scenario rischi al ribasso a cui si aggiungono ora anche quelli derivanti dal conflitto tra Russia e Ucraina. Lasciamo pertanto invariate le nostre previsioni di crescita a 5,2% con una moderata accelerazione a 5,4% nel 2023.

Silvia Guizzo

In termini congiunturali la dinamica del **PIL** ha registrato una sensibile **accelerazione da 0,7% t/t destagionalizzato nel 3° trimestre a 1,6% t/t nel 4°**, il ritmo più forte da fine 2020. L'effetto confronto ha però determinato un **rallentamento a 4,0% a/a da 4,9% a/a nel 3° trimestre**. Il 2021 si è quindi chiuso con una crescita annua dell'8,1%, poco al di sopra della nostra previsione (8% a/a). **Dal lato dell'offerta, il rallentamento tendenziale ha riguardato tutti i settori e in particolare l'industria, frenata dall'ulteriore calo delle costruzioni (-2,1% a/a) e dalla decelerazione del settore manifatturiero. I servizi hanno continuato a fornire il maggior contributo alla crescita del PIL. Dal lato della domanda, quest'ultimo è stato offerto dai consumi, seguiti dal canale estero. L'apporto degli investimenti è stato invece negativo.**

I **dati dei primi due mesi del 2022** sono stati **superiori alle attese** di consenso **ma sono di difficile valutazione** perché pubblicati, come di consueto, quasi tutti solo in termini cumulati a causa della variabilità della cadenza delle festività del capodanno cinese. Le variazioni m/m destagionalizzate fornite dal NBS evidenziano un' **accelerazione degli investimenti fissi nominali e delle vendite al dettaglio** in media nei primi due mesi dell'anno **rispetto al 4° trimestre del 2021**, seppur **con un rallentamento tra gennaio e febbraio**. La dinamica della **produzione industriale** è stata invece **sostanzialmente stabile** (fig. 4). La stima delle variazioni tendenziali indica un **netto recupero degli investimenti del settore manifatturiero e delle infrastrutture** e un rimbalzo di quelli **del settore immobiliare** (fig. 3). I dati sullo stock di credito hanno però sorpreso al ribasso in febbraio con un **rallentamento anche del credito a medio-lungo termine** (fig. 11) nonostante un aumento del nuovo credito (spinto esclusivamente da quello a breve termine). L'accelerazione dell'attività economica rischia però di essere parzialmente frenata dalle misure di contrasto alla **peggiore ondata di contagi dall'inizio della pandemia** (fig. 1). Sono state messe in qualche forma di confinamento città come Shenzhen e Langfang, e la provincia del Jilin, sede del maggior focolaio. Anche se la rimodulazione della strategia di tolleranza zero non sta portando a chiusure totali, la diffusione dei contagi su un insieme di provincie il cui PIL supera il 45% del totale è più ampia delle precedenti e continuerà a **gravare sulla ripresa del settore dei servizi** (fig. 5) **e dei consumi privati**. Su questi ultimi incide, inoltre, l'**accidentata ripresa del mercato del lavoro** (fig. 8), la cui stabilizzazione è emersa come la seconda priorità delle Autorità, dopo quella macroeconomica, nel **Rapporto sul Lavoro del Governo** presentato a marzo nelle "due sessioni".

**Per il 2022** le Autorità hanno fissato un **obiettivo di crescita del PIL intorno al 5,5% a/a** e di inflazione intorno al 3% a/a, proponendosi di creare più di 11 milioni di posti di lavoro. Hanno però sottolineato che, considerando il contesto domestico e internazionale, i rischi e le nuove sfide che il Paese deve affrontare sono significativamente aumentati. Il Governo ha posto molta **enfasi sull'efficacia, sulla flessibilità, sul carattere mirato e sul coordinamento delle politiche economiche**. Nonostante l'obiettivo di deficit pubblico per il 2022 sia stato abbassato a 2,8% del PIL da 3,2% dello scorso anno, lo spostamento di fondi non spesi dal bilancio del 2021 e l'utilizzo di altri fondi provenienti dalle imprese di stato e dai proventi della PBOC aumentano lo spazio di spesa effettivo. Mentre la quota di titoli speciali dei governi locali è rimasta invariata rispetto al 2021 a 3650 miliardi di CNY (di cui 1460 miliardi stanziati già alla fine del 2021 per anticipare la spesa), sono stati annunciati **tagli fiscali per le imprese pari a 2,5 miliardi di CNY, più del doppio di quanto annunciato per il 2021 (1,1 miliardi)**. Dal Rapporto e dalle misure varate a febbraio a sostegno delle PMI sia nel settore dei **servizi** sia in quello manifatturiero emerge che lo stimolo è mirato soprattutto al sistema produttivo, con un sostegno alle infrastrutture soprattutto digitali, e sarà concentrato nella prima parte dell'anno, lasciando spazio per contrastare rischi e incertezze ove necessario. La stessa Commissione per lo Sviluppo e la Stabilità finanziaria ha esortato ad

accelerare le misure per supportare la crescita nel 1° trimestre e assicurare la stabilità dei mercati finanziario e immobiliare. Riteniamo che **la PBOC continuerà a prediligere tagli, verosimilmente condizionati, del coefficiente di riserva obbligatoria** (un taglio da 50pb entro l'estate), e accompagnati, se indispensabile, da 20pb di tagli ai tassi delle operazioni di rifinanziamento.

**La situazione del mercato immobiliare è ancora delicata** nonostante il recente recupero degli investimenti. I nuovi cantieri e la superficie residenziale venduta registrano al massimo una stabilizzazione negli ultimi mesi e la dinamica tendenziale è tuttora negativa. Malgrado le raccomandazioni alle banche di aumentare il credito al settore immobiliare e altre misure amministrative a livello locale per favorire gli acquisti di abitazioni, le vendite di proprietà immobiliari delle 100 maggiori imprese sono scese del 47,2% a/a in febbraio. Inoltre, come rileva [Caixin](#), le imprese continuano ad avere difficoltà a reperire finanziamenti e quelle più solide sono restie a fare acquisizioni e ad acquistare i progetti da quelle più in difficoltà, come invece caldeggiato dalle Autorità. I prezzi degli immobili nelle città di terza fascia sono scesi per il sesto mese consecutivo in febbraio e, dopo mesi di cali, è tornato a salire il tasso di invenduto.

Una **dinamica congiunturale del PIL così sostenuta nel 4° trimestre**, così come quella tendenziale, appare non del tutto riconciliabile con quella dei PMI e con il rallentamento segnalato dai dati mensili. Tuttavia, costituendo un elevato punto di entrata nel 2022 **rende più raggiungibile l'obiettivo di crescita del 5,5%**. Riteniamo però che l'**incertezza sull'evoluzione della pandemia** e le **difficoltà nel mercato immobiliare** lascino sullo scenario dei **rischi al ribasso a cui si aggiungono ora anche quelli derivanti dal conflitto fra Russia e Ucraina**. Lasciamo quindi **invariate le nostre previsioni di crescita a 5,2% nel 2022 con una moderata accelerazione a 5,4% nel 2023** sostenuta dall'allentamento delle politiche monetaria e fiscale.

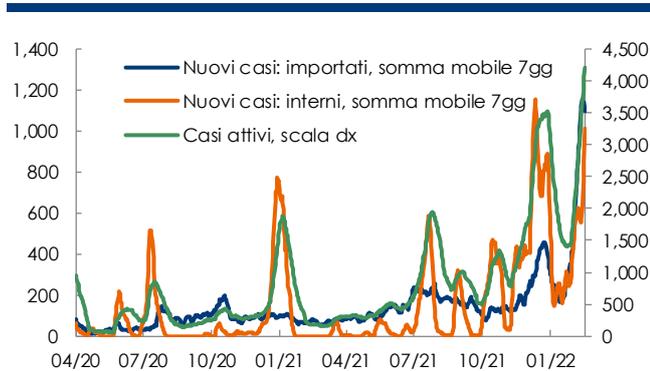
**La guerra peserà sul canale estero** a causa del rallentamento atteso della domanda mondiale e di un maggior costo delle importazioni determinato dall'ulteriore **aumento dei prezzi delle materie prime** sui mercati internazionali. Il **trasferimento** di quest'ultimo **ai consumatori finali** si annuncia invece **modesto** con un'inflazione attesa a 2,1% nel 2022. La dipendenza diretta dalle importazioni da Russia e Ucraina è bassa (2,8% e 0,4% del totale rispettivamente) ma per alcune categorie di prodotti è molto importante (fig. 2). I problemi di approvvigionamento dalla Russia appaiono comunque meno gravi. Se da un lato le banche cinesi sembrano aver scoraggiato le imprese ad approvvigionarsi di alcuni prodotti (ad esempio il carbone) per non incorrere negli effetti delle sanzioni internazionali imposte alla Russia, dall'altro sono state ritirate le restrizioni alle importazioni di altri prodotti (mais) e per i pagamenti si preannuncia un maggior utilizzo dell'euro (già dal 2019 più utilizzato del dollaro per i pagamenti in entrata delle transazioni commerciali della Russia con la Cina: 52,9% vs 32,6% nel 3° trimestre), e del renminbi.

**Previsioni**

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
PIL (prezzi costanti)	6.7	6.0	2.2	8.1	5.2	5.4
Consumi privati	8.1	6.3	-2.4	12.9	5.3	7.7
Consumi pubblici	7.1	6.6	4.6	2.1	8.1	0.5
Investimenti fissi	7.3	5.1	3.1	2.6	3.3	4.9
Esportazioni	4.4	2.3	2.0	17.9	4.5	4.6
Importazioni	6.5	-0.7	-2.2	6.5	5.6	9.9
Produzione industriale	5.7	4.9	2.5	8.2	5.2	5.8
Inflazione (CPI)	2.1	2.9	2.5	0.9	2.1	2.5
Tasso di disoccupazione (%)	2.9	3.0	3.4	3.5	3.4	3.2
Salari medi	10.0	9.6	7.8	10.2	7.4	8.3
Tasso Shibor 3m (media) (%)	3.75	2.83	2.39	2.52	2.22	2.67
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.64	3.18	2.95	3.04	2.64	3.08
Cambio USD/CNY (media)	6.61	6.91	6.90	6.45	6.49	6.54
Saldo delle partite correnti (md di USD)	24.1	102.9	274.0	315.7	193.7	186.8
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	0.2	0.7	1.8	1.8	1.0	0.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.7	-5.6	-8.6	-6.8	-7.7	-6.8
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	36.4	38.6	45.9	46.6	49.1	52.0

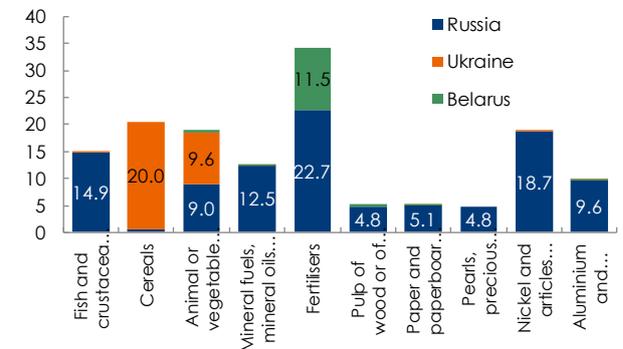
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Covid-19, nuovi casi e casi attivi**



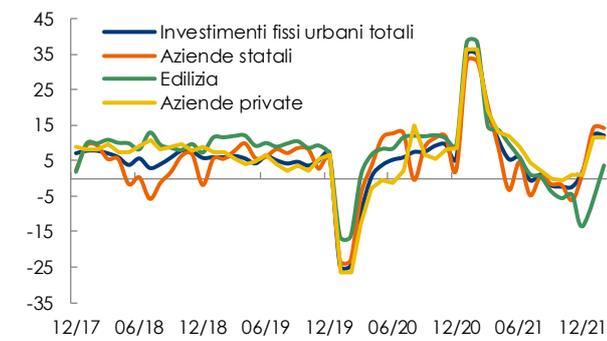
Fonte: CEIC da NHC

**Fig. 2 – Quote di import per prodotto in % del totale (2020) per paese fornitore**



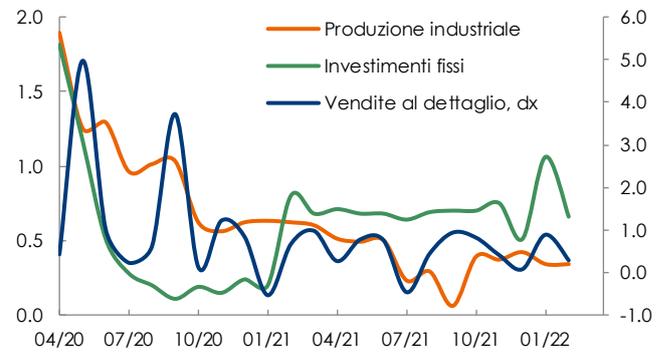
Fonte: COMTRADE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Investimenti fissi nominali a/a\***



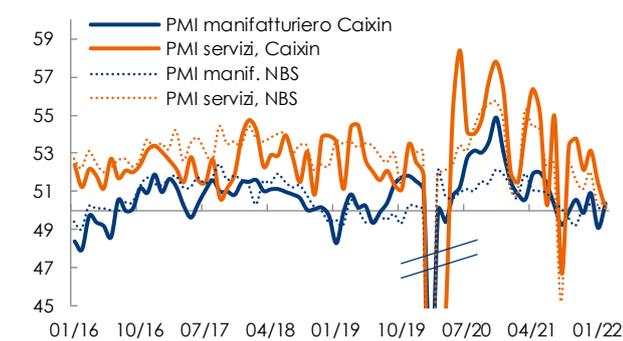
Nota: (\*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Vendite, produzione e investimenti\*, var. m/m**



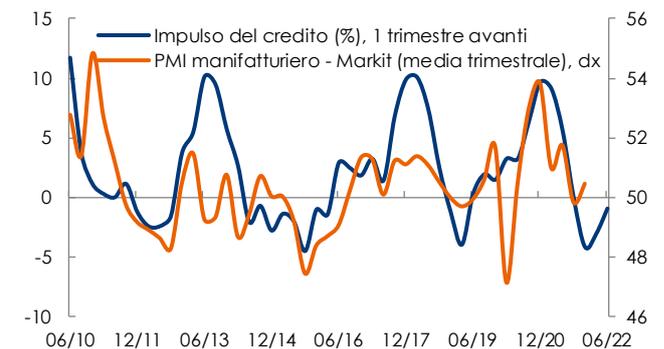
Nota: (\*) variazioni m/m su dati destagionalizzati. Investimenti e vendite al dettaglio in termini nominali. Fonte: CEIC dal NBS

**Fig. 5 - Indici PMI**



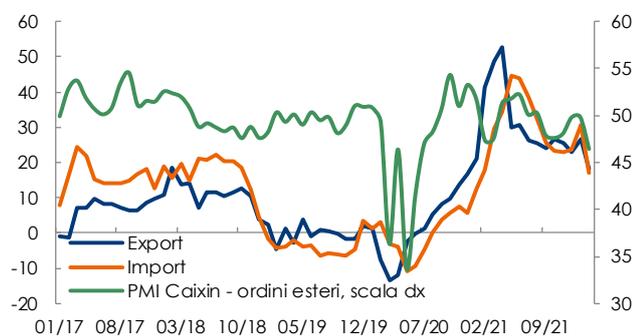
Fonte: Caixin-Markit

**Fig. 6 – Impulso del credito\***



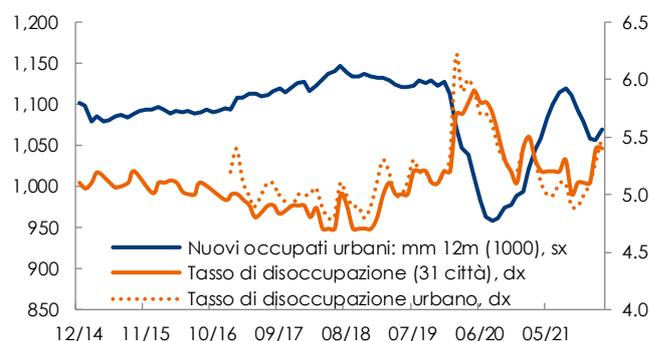
Nota: (\*) Variazione del nuovo credito (finanza sociale) rispetto all'anno precedente su PIL. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 - Commercio estero 3m a/a**



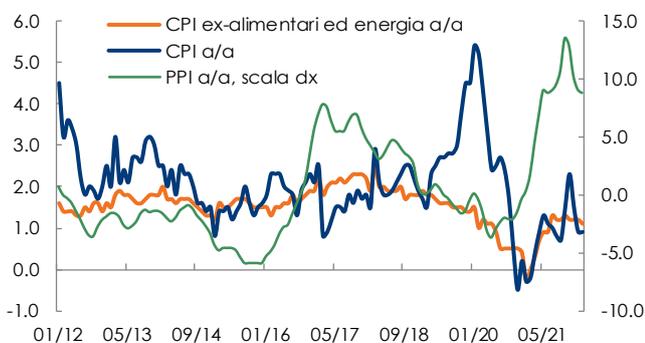
Fonte: Bloomberg, IHS-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Mercato del lavoro**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 - Inflazione**



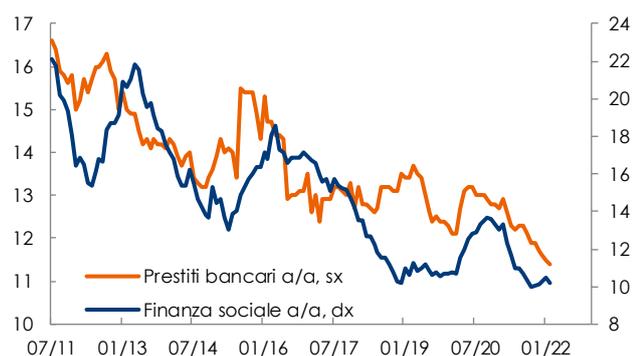
Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Cambio**



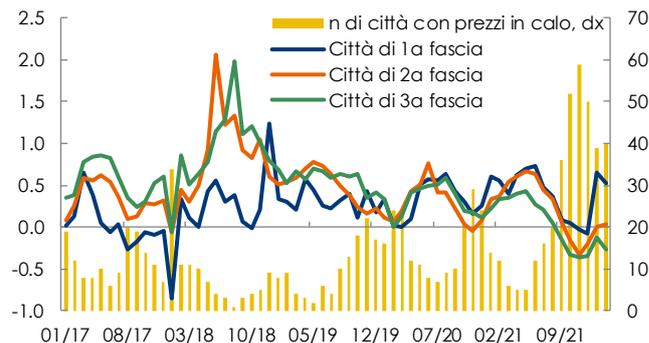
Fonte: Bloomberg

**Fig. 11 - Credito aggregato**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 12 - Prezzi degli immobili residenziali\***



Nota: (\*) media delle var. % m/m su 70 maggiori città. Fonte: CEIC

## India: la dipendenza dalle importazioni di petrolio torna a pesare

Silvia Guizzo

Il recupero dell'attività economica sta proseguendo nel 1° trimestre anche se a un ritmo moderato e con minor vigore dal lato della domanda rispetto a quello dell'offerta, dove il traino viene principalmente dal settore manifatturiero. L'aumento dei prezzi del petrolio porta ad un peggioramento delle ragioni di scambio e preme al rialzo sull'inflazione e al ribasso sulla crescita.

Il **PIL** è salito del 5,4% a/a nel 4° trimestre, in rallentamento rispetto all'8,5% a/a (rivisto al rialzo da un precedente 8,4% a/a) nel 3° trimestre, in parte a causa di un effetto base ancora nettamente sfavorevole. Il 2021 si è quindi chiuso con una crescita annua dell'8,1%, poco al di sotto della nostra previsione (8,2% a/a). L'Ufficio Statistico ha poi rivisto la contrazione dell'economia nel 2020 a -6,5% a/a da un precedente -7,0% e la crescita nel 2019 a 4,5% a/a da un precedente 4,8% a/a. **La dinamica congiunturale del PIL, seppur positiva, ha perso velocità**, stimiamo a 1,8% t/t stagionalizzato, **nel 4° trimestre** dopo il rimbalzo del 6,2% t/t nel 3°. Dal lato della domanda, mentre i consumi pubblici e, in misura minore, quelli privati sono aumentati rispetto al 3° trimestre, **gli investimenti e le esportazioni sono diminuiti** e il contributo del canale estero è stato negativo. Dal lato dell'offerta il rallentamento riflette la **contrazione dell'attività manifatturiera, mineraria e delle costruzioni**, solo in parte bilanciata dalla moderata ripresa dei servizi.

La **terza ondata di contagi** che ha colpito il Paese tra fine dicembre e fine gennaio **si è esaurita** più velocemente della seconda (Fig. 1) e appare meno pesante rispetto alle precedenti in termini di impatto sulla salute e sull'economia. Gli indici di mobilità sono ritornati sopra il livello pre-pandemico e al di sopra dei livelli di dicembre già all'inizio di febbraio. Nonostante l'aumento della fiducia delle imprese, il grado di ottimismo resta storicamente basso soprattutto nel settore dei servizi, a causa dell'incertezza sull'evoluzione della pandemia. Nei primi due mesi dell'anno gli indici PMI segnalano solo un modesto ritmo di espansione dell'attività nel settore (Fig. 8) mentre, al contrario, evidenziano un tasso di crescita più sostenuto nel manifatturiero, sorretto dalla domanda interna. La normalizzazione della situazione pandemica dovrebbe favorire la prosecuzione della ripresa nel settore dei servizi nei prossimi mesi mentre il basso grado di utilizzo della capacità produttiva e la dinamica ancora fiacca della produzione di beni capitali prefigura un recupero ancora moderato del settore manifatturiero. Il regolare andamento del monzone nord-orientale e delle semine prefigura un buon raccolto agricolo anche nel 2022.

La dinamica del **commercio estero** è rimasta sostenuta a cavallo d'anno, anche al netto di petrolio e preziosi. Le prospettive per l'export rimangono positive grazie alla rimodulazione dei dazi volta a incrementare il valore aggiunto del settore manifatturiero indiano e una maggior partecipazione alle filiere produttive globali, in particolare dell'elettronica. Tuttavia, la maggior forza delle importazioni dovuta al consolidamento della domanda interna, in particolare per investimenti, prefigura un contributo ancora negativo del canale estero nel corso dell'anno. Anche se la **dinamica** tendenziale **degli investimenti** rallenterà nel 2022 a causa di un effetto confronto nettamente sfavorevole, quella congiunturale dovrebbe rimanere positiva, **sostenuta dall'aumento della spesa in conto capitale** prevista dal [bilancio pubblico per l'AF2022-2023](#) che mira ad avviare un circolo virtuoso per aumentare anche gli investimenti privati.

Il **recupero dei consumi privati si annuncia ancora modesto**, limitato da un'inflazione elevata e dalle difficoltà nel mercato del lavoro. Il volume delle fatture elettroniche ha registrato solo un lieve aumento tra febbraio e gennaio e la fiducia dei consumatori, pur in miglioramento nelle ultime tre rilevazioni, è ancora ampiamente in territorio di pessimismo (Fig. 6). Le indagini PMI segnalano che le imprese hanno continuato a ridurre gli occupati nei primi due mesi dell'anno, più marcatamente nei servizi, e il tasso di disoccupazione stimato dal Centre for Monitoring Indian Economy (CMIE) è risalito a 8,1% in febbraio, al massimo da settembre, a causa dell'aumento della disoccupazione nelle zone rurali. In queste zone, infatti, gli effetti negativi della pandemia si stanno rivelando più persistenti rispetto alle zone urbane, come emerge dalla debole dinamica delle vendite di autoveicoli a tre ruote.

Il Paese è molto esposto a variazioni dei prezzi delle materie prime perché è un **importatore netto di carburanti** e un esportatore netto di prodotti agro-alimentari. La dipendenza commerciale diretta da Russia e Ucraina è molto contenuta (1,6% e 0,6% dell'import nel 2020), anche per gli idrocarburi (2,0%), ma su altri specifici settori è elevata. In particolare, l'India importa da Ucraina e Russia oltre il 18% degli oli vegetali e l'11,7% dei fertilizzanti, di cui fa ampio uso in agricoltura. Il petrolio ha un peso elevato nelle importazioni indiane (21% del totale nel 2021) e il relativo deficit commerciale, quasi 90 miliardi di dollari nel 2021, costituiva la metà del deficit totale e circa 10 volte il surplus dei prodotti alimentari. L'incremento dei prezzi del greggio porterà ad un **peggioramento delle ragioni di scambio** e peserà negativamente sulla domanda interna e sulla finanza pubblica. Sebbene il Governo non abbia esplicitato alcuna ipotesi sui prezzi del petrolio nel bilancio per l'AF2022-23, l'indagine economica allegata (*Economic Survey*) includeva un prezzo medio di 70-75 dollari al barile, molto inferiore a quello del nostro attuale scenario centrale (WTI a 108 dollari nel 2022). Il deterioramento del saldo delle partite correnti metterà inoltre ulteriori **pressioni al ribasso sul cambio** (ci aspettiamo picchi in area 77-78 nel breve termine) **esacerbando gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni importati**, con conseguenti spinte al rialzo per l'inflazione.

Ritocchiamo solo moderatamente al ribasso le nostre **previsioni di crescita per il 2022, già molto prudenziali, da 7,0% a 6,8% a/a e prevediamo un rallentamento a 6,5% a/a nel 2023**. Rivediamo inoltre al **rialzo le previsioni d'inflazione**, già a dicembre superiori di circa 0,3% a quelle della RBI, **da 5,2% a/a, a 5,5% a/a nel 2022 con una discesa a 5,0% nel 2023**.

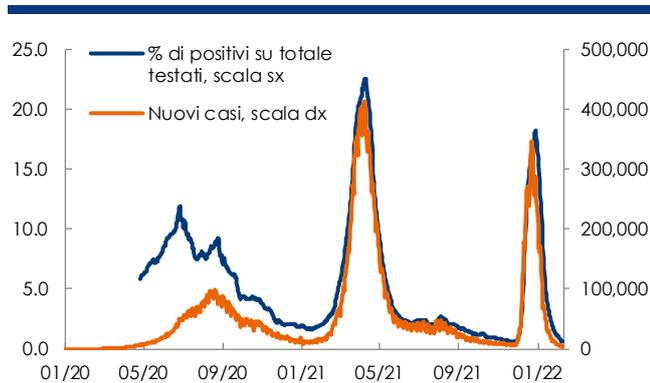
L'**inflazione** è rimasta elevata anche al netto di alimentari ed energia (Fig. 10) nonostante nel 4° trimestre del 2021 i tagli alle accise sui carburanti e un accordo tacito tra il governo e le imprese produttrici abbiano impedito aumenti dei prezzi alla pompa. Lo spazio fiscale per ulteriori tagli alle imposte è contenuto e difficilmente potrà compensare il riallineamento ai prezzi di mercato che ci si attende dopo le elezioni locali, da marzo in poi. Sul fronte degli alimentari inoltre, il calo dei prezzi domestici atteso grazie all'ampia offerta potrebbe essere parzialmente contrastato da un aumento dei prezzi minimi garantiti su diversi prodotti agricoli visti i forti aumenti dei costi di produzione, in particolare dei fertilizzanti. La ripresa della domanda interna potrebbe inoltre favorire la trasmissione degli aumenti ai consumatori finali, frenando la discesa dell'inflazione core attesa soprattutto grazie a un sensibile effetto base favorevole. Sarà quindi **difficile per la Banca centrale continuare a mantenere ancora molto a lungo l'orientamento accomodante**. Ci aspettiamo una riduzione del corridoio dei tassi tra aprile e giugno (+25pb del tasso reverse repo) con il passaggio dell'orientamento da accomodante a neutrale e l'avvio di una fase di rialzi tra le riunioni di giugno e agosto per complessivi 50pb entro fine anno, seguiti da altri 75pb nel 2023.

**Previsioni**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIL (prezzi costanti)	7.3	4.5	-6.5	8.1	6.8	6.5
Consumi privati	7.8	6.2	-7.2	8.0	6.8	7.1
Consumi pubblici	6.4	3.8	-0.5	8.5	6.3	9.4
Investimenti fissi	12.5	3.8	-12.4	17.7	2.2	6.1
Esportazioni	10.7	1.4	-12.3	21.5	6.3	6.1
Importazioni	14.2	0.1	-17.2	34.0	4.0	2.2
Produzione industriale	5.2	0.7	-11.0	12.7	5.5	7.0
Inflazione (CPI)	3.9	3.7	6.6	5.1	5.8	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	5.9	4.3	9.4	8.2	6.4	5.7
Salari medi	6.6	6.8	-0.8	9.5	8.3	6.5
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	7.30	6.70	4.80	3.81	4.62	5.83
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.70	7.00	6.10	6.16	6.96	7.14
Cambio USD/INR (media)	68.40	70.42	74.12	73.93	76.63	75.74
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	-65.6	-29.8	32.7	-32.6	-101.9	-75.8
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-2.4	-1.1	1.3	-1.1	-3.0	-2.0
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.6	-4.5	-6.0	-6.2	-8.5	-6.0
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	44.7	47.6	56.7	56.4	59.2	59.3

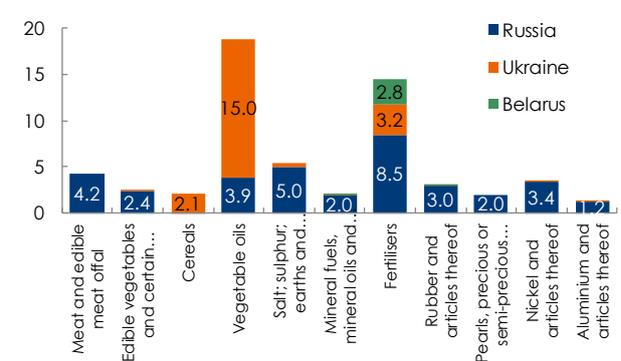
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Covid- 19: andamento dei contagi**



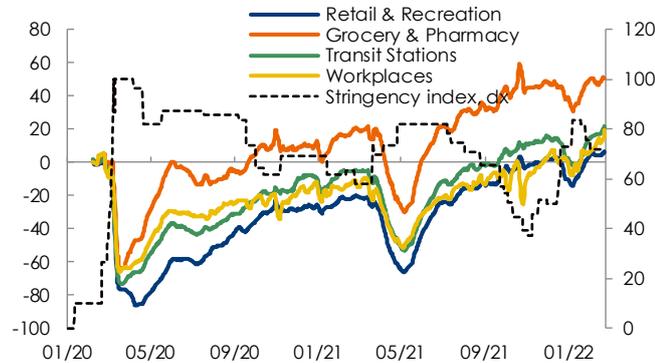
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – Quote di import per prodotto in % del totale (2020) per paese fornitore**



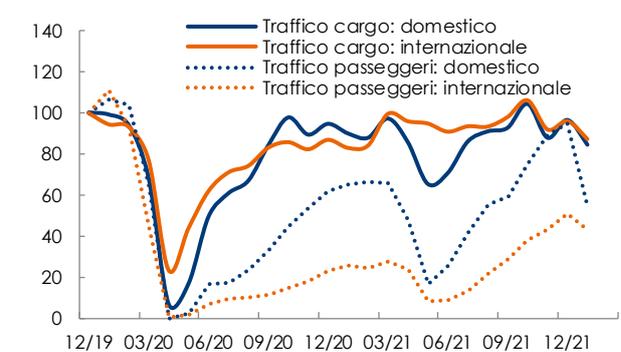
Fonte: COMTRADE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 - Google Mobility Trends - India (media mobile a 7 giorni)**



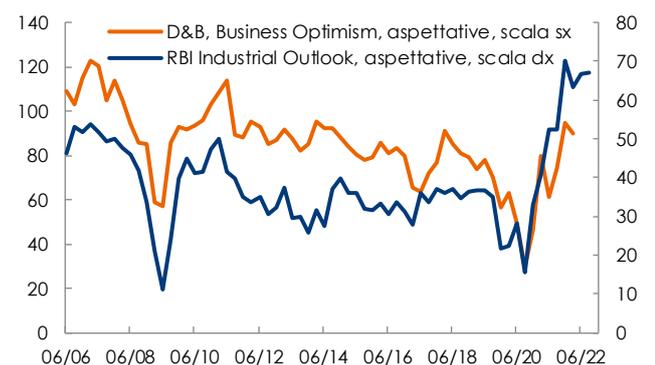
Fonte: CEIC

**Fig. 4 – Traffico cargo e passeggeri: ribasato media 2019=100**



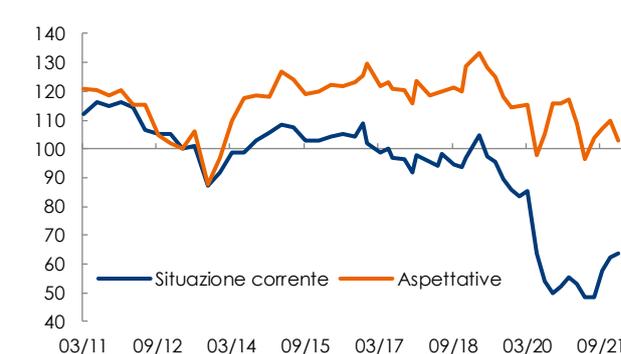
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Fiducia delle imprese**



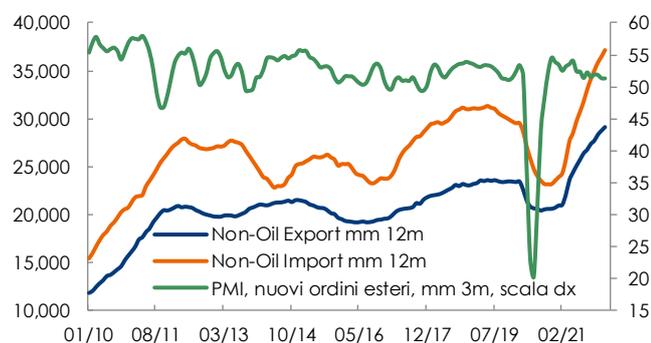
Fonte: CEIC

**Fig. 6 - Fiducia dei consumatori**



Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

**Fig. 7 - Commercio estero (milioni di dollari)**



Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Servizi**



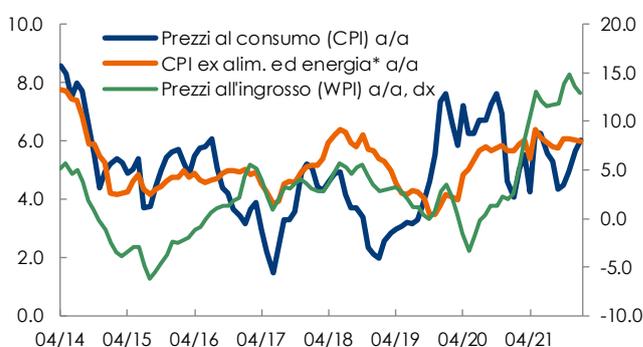
Fonte: IHS-Markit

**Fig. 9 - Credito (var. % a/a)**



Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Inflazione**



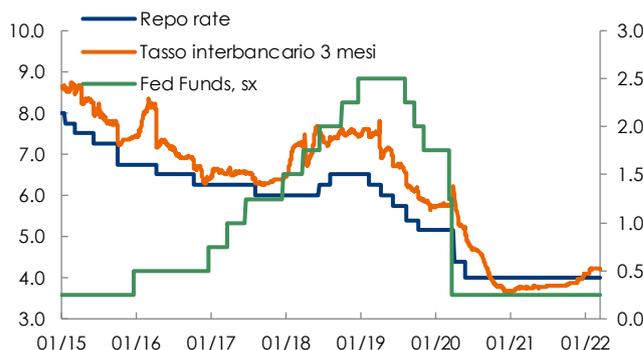
Nota: (\*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

**Fig. 11 - Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio**



Nota: (\*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

**Fig. 12 - Tassi ufficiali e mercato monetario**



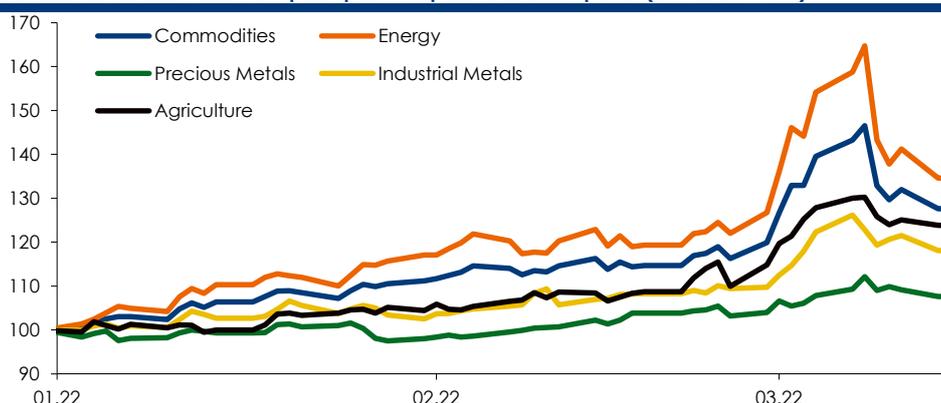
Fonte: CEIC, Bloomberg

## Materie prime: una nuova Guerra Fredda<sup>13</sup>

Daniela Corsini

Uno dei rischi più temuti si è materializzato: l'esercito russo ha invaso l'Ucraina, scatenando il più pericoloso conflitto sul territorio europeo degli ultimi 80 anni. I prezzi delle materie prime legate alla Russia hanno registrato un forte incremento, i premi di rischio sono aumentati e la *backwardation* si è ampliata a causa dell'incertezza, dell'adozione di sanzioni punitive e dei rischi alle forniture. Nel nostro nuovo scenario di base un compromesso potrebbe essere raggiunto nei prossimi mesi, ma una nuova Guerra Fredda sta iniziando. Di conseguenza, gli scambi commerciali e le filiere globali subiranno alcuni cambiamenti strutturali, mentre prezzi e volatilità resteranno probabilmente più elevati per un periodo prolungato, ampiamente sostenuti da forti rischi geopolitici e dalla persistente minaccia di interruzioni delle forniture.

Rendimenti da inizio anno dei principali comparti di materie prime (Dic. 2021 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A inizio 2022, uno dei rischi di coda più temuti si è materializzato: il 24 febbraio l'esercito russo ha invaso l'Ucraina, scatenando il più pericoloso conflitto sul territorio europeo degli ultimi 80 anni. Le prime reazioni di dolore e sconcerto sono state presto seguite da una risposta senza precedenti dei governi occidentali, che hanno mostrato un fronte unito nell'imporre pesanti sanzioni economiche alla Russia e sostenere l'Ucraina. Anche molte aziende private e pubbliche si sono affrettate a interrompere i rapporti commerciali e finanziari con la Russia, autoimponendosi divieti al commercio di prodotti russi o sospendendo le attività nel Paese. Diversi trader di materie prime hanno deciso di non trattare più metalli e idrocarburi di provenienza russa, spinti da obblighi morali e timori economici sul possibile rischio di future sanzioni volte a colpire questi flussi commerciali. Anche le attività logistiche hanno subito pesanti ripercussioni: i porti ucraini hanno sospeso le attività; le aziende hanno cercato di deviare gli scambi commerciali per evitare le aree a rischio di conflitti militari; alcune società di spedizioni si sono rifiutate di prendere in carico le esportazioni russe e alcune compagnie di assicurazioni hanno sospeso i servizi relativi a merci e navi nell'area. Di conseguenza, i flussi attraverso il Mar Nero sono stati congelati, il traffico stradale e ferroviario che attraversava Ucraina e Russia è stato dirottato su percorsi più lunghi e costosi e lo spazio aereo sull'Ucraina è stato chiuso.

Inevitabilmente, i prezzi delle materie prime hanno registrato un forte incremento, i premi di rischio sono aumentati e la *backwardation* si è ampliata, riflettendo il clima di incertezza, l'adozione di sanzioni punitive e la scarsa sicurezza delle forniture. Inoltre, siccome gli operatori limitano la propria esposizione alle materie prime russe, mercati più sottili hanno alimentato la volatilità.

<sup>13</sup> Traduzione tratta da [Focus Commodities – Scenario trimestrale](#), marzo 2022.

Le quotazioni dell'oro hanno reagito al forte aumento di avversione al rischio e volatilità. Energia, metalli industriali e merci agricole sono stati sostenuti da condizioni di mercato improvvisamente più tese, dovute a ritardi logistici, minacce di gravi distorsioni delle forniture e sanzioni o restrizioni autoimposte sui flussi di merci russe.

La Russia è il terzo produttore di materie prime a livello mondiale e un esportatore chiave di prodotti chimici. Di conseguenza, la forte reazione dei prezzi è giustificata dalla **rilevanza della produzione russa lungo numerose filiere e in vari mercati delle materie prime**, inclusi palladio (il 40% produzione mineraria mondiale proviene dalla Russia), platino (10% circa della produzione mondiale totale), oro (10%), argento (5%), uranio (20%), titanio (13%), nickel (7%), alluminio (6%), piombo (5%), cobalto (4%), rame (4%), acciaio (4%), ferro (4%), gas naturale (18% del totale mondiale e 40% del consumo europeo), petrolio (13%), carbone (5%), orzo (12%), grano (10% della produzione globale e 17% dell'export mondiale), fertilizzanti, inclusi potassio, fosfato e azoto (13%), e diamanti grezzi (30% della produzione mondiale, tramite la società russa a controllo statale Alrosa). Considerando anche la produzione e l'esportazione di materie prime dall'Ucraina, l'incidenza sul totale mondiale risulta ancora maggiore.

### **Ipotesi sottostanti al nostro scenario sulle materie prime**

Naturalmente, il nostro scenario di base per i prezzi delle materie prime si fonda su una serie di ipotesi e, in questo trimestre, le più importanti sono legate agli sviluppi geopolitici. L'esito più probabile è un lungo conflitto, che alimenterebbe prolungate tensioni geopolitiche e una persistente minaccia di conflitto nucleare, sanzioni occidentali più punitive e ritorsioni commerciali da parte della Russia.

Se venisse raggiunto un cessate-il-fuoco o se il conflitto restasse confinato a livello locale, senza ulteriori impatti negativi sui flussi di commodity, i prezzi della maggior parte delle materie prime potrebbero diminuire nel secondo semestre dell'anno. Infatti, domanda e offerta mondiali si riequilibrerebbero, trainate da pervasivi processi di erosione della domanda o maggiori forniture provenienti da fonti e fornitori alternativi, se disponibili. Tuttavia, quotazioni e volatilità sono destinate a rimanere più elevate rispetto allo scenario pre-crisi, più a lungo.

**Petrolio.** Nel nostro scenario di base, le quotazioni del Brent potrebbero mantenersi vicine a un livello medio di 120 USD/barile nel 2° trimestre 2022, per poi scendere verso una media di 110 dollari nel 2° semestre e di 90 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare i movimenti intra-day. La *backwardation* dovrebbe rimanere eccezionalmente ampia fintanto che il premio al rischio geopolitico sarà incorporato nelle quotazioni di mercato e continuerà la corsa alle forniture guidata dall'incertezza sulla futura disponibilità di petrolio.

**Mercati energetici.** La guerra in Ucraina ha colpito i mercati energetici europei nel peggior momento possibile: il continente era nel pieno di una grave crisi energetica, con quotazioni ai massimi storici e scorte domestiche ai minimi da sempre. Nel breve termine, l'Europa è fortemente dipendente dalle importazioni di gas russo e vulnerabile a condizioni meteorologiche avverse. I prezzi di gas naturale ed energia resteranno probabilmente molto elevati nei prossimi trimestri, ma dovrebbero diminuire nel 2° semestre 2022, poiché le forze di mercato e gli interventi politici dovrebbero progressivamente spingere verso un nuovo equilibrio.

**Metalli preziosi.** Da inizio anno, i prezzi dei metalli preziosi sono saliti grazie alla domanda di beni rifugio e al rischio di minori forniture dalla Russia, particolarmente rilevante per il palladio. Avversione al rischio, rischi geopolitici e pressioni inflazionistiche dovrebbero controbilanciare rafforzamento del dollaro americano e politiche monetarie più restrittive, poiché le banche centrali procederanno con cautela nel rialzo dei tassi di interesse per proteggere la ripresa.

**Metalli industriali.** In un contesto già caratterizzato da limitata offerta mondiale, estremamente bassi livelli di scorte e brillanti prospettive di consumi futuri, il conflitto tra Russia e Ucraina ha scatenato il panico sui mercati dei metalli per le distorsioni dei flussi logistici e le minacce di interruzione delle forniture. Inoltre, la scelta politica dell'Europa di ridurre la dipendenza da combustibili fossili di origine russa indica che la crescita della domanda di metalli per la transizione verde potrebbe accelerare. Pertanto, confermiamo la nostra previsione di un trend rialzista nel medio e lungo termine per i metalli industriali, sebbene alcuni metalli, come il nickel, dovrebbero registrare una diminuzione rispetto ai massimi storici di marzo, che furono originati da paura e distorsioni sui mercati finanziari.

**Merci agricole.** La crisi energetica e quella geopolitica potrebbero facilmente tradursi in una nuova crisi alimentare. Nel breve e medio termine, garantire adeguate forniture di merci agricole resterà la questione più pressante per vari Paesi, a fronte di un'elevata inflazione nel comparto alimentare, crescente domanda di importazioni dall'Asia e aspettative di scarsi raccolti dovuti a episodi di siccità in Sud America e Sud-Est Asiatico.

### Scenari alternativi

Nel nostro nuovo scenario di base (che è anche lo scenario realistico più ottimistico, poiché scenari alternativi implicano esiti peggiori) un compromesso potrebbe essere raggiunto nei prossimi mesi, ma una nuova Guerra Fredda sta iniziando. Di conseguenza, alcuni dei recenti cambiamenti negli scambi commerciali e lungo le filiere globali diventeranno strutturali, mentre prezzi e volatilità resteranno probabilmente più elevati per un periodo più lungo, ampiamente sostenuti da rischi geopolitici e dalla persistente minaccia di interruzioni delle forniture.

Lo scenario più ottimistico, ma irrealistico, prevede una rapida de-escalation delle tensioni e una revoca delle sanzioni e delle controsanzioni in tempi piuttosto brevi (6-12 mesi). In questo scenario, potremmo assistere a una *mean-reversion* dei prezzi della maggior parte delle materie prime. Nella maggior parte dei casi, le medie dei prezzi previsti per il 2023 nel nostro scenario di base potrebbero essere registrate già nel 2° semestre 2022 e le dinamiche dei prezzi descritte negli anni successivi potrebbero essere anticipate. Le materie prime legate alla Russia, in particolare i metalli industriali, potrebbero scambiare su livelli inferiori rispetto alle attuali previsioni, probabilmente del 10-20% inferiori al nostro scenario di base.

Nello scenario peggiore di un coinvolgimento militare di Paesi terzi, inclusi i Paesi NATO ed eventualmente la Cina, i prezzi delle materie prime raggiungerebbero immediatamente nuovi massimi, mentre *backwardation* e volatilità registrerebbero un ulteriore aumento. Le materie prime legate alla Russia potrebbero scambiare su livelli più elevati di quelli attualmente previsti, probabilmente del 20-30% superiori al nostro scenario di base. Le filiere globali sarebbero definitivamente interrotte, a causa di una scarsità senza precedenti di diversi minerali grezzi, semilavorati e componenti. La maggior parte delle materie prime colpite subirebbe un'erosione della domanda estremamente forte. Probabilmente, le quotazioni perderebbero la loro rilevanza, poiché le contrattazioni sui mercati finanziari non sarebbero in grado di riflettere pienamente i deficit registrati sui mercati fisici e le difficoltà di approvvigionamento.

**Previsioni di prezzo per i principali futures su materie prime in valuta di quotazione, scenario di base**

AI 09.03.2022	2T22	3T22	4T22	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	120.0	110.0	100.0	110.0	90.0	85.0	78.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	118.0	108.0	98.0	108.0	88.0	83.0	76.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	4.3	4.4	4.8	4.5	4.2	4.0	3.9
JKM LNG (USD/MMBtu)	35.0	29.0	32.0	33.0	25.0	16.0	13.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	120.0	110.0	110.0	115.0	80.0	45.0	35.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	120.5	110.5	110.5	115.5	80.3	45.2	35.0
PUN (EUR/MWh)	264.0	234.0	244.0	264.0	198.0	167.0	146.0
EEX Power (EUR/MWh)	250.0	220.0	230.0	250.0	190.0	160.0	140.0
EUA (EUR/ton)	80.0	85.0	88.0	82.0	90.0	95.0	97.0
LME GOLD (USD/oz)	2,200	2,100	2,000	2,050	1,950	1,900	1,850
LME SILVER (USD/oz)	26.0	25.5	25.0	25.3	24.9	24.8	24.7
LME PLATINUM (USD/oz)	1,180	1,200	1,200	1,160	1,200	1,220	1,240
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,670	2,600	2,600	2,600	2,650	2,700	2,750
LME COPPER 3M (USD/ton)	10,200	10,250	10,300	10,200	10,600	11,000	11,500
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	3,500	3,600	3,700	3,550	3,800	3,900	3,950
LME NICKEL 3M (USD/ton)	28,000	26,000	26,000	27,500	26,000	26,800	27,600
LME ZINC 3M (USD/ton)	4,200	4,200	4,200	4,100	4,300	4,400	4,500
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,390	2,390	2,395	2,390	2,400	2,500	2,600
LME TIN 3M (USD/ton)	47,000	47,000	47,000	46,500	47,000	48,000	49,000
SGX IRON ORE (USD/ton)	140	130	120	135	110	105	100
TSI U.S. HRC STEEL (USD/ton)	1,000	1,000	1,000	1,038	1,000	950	925
CME HRC NWE (EUR/ton)	1,200	1,250	1,300	1,200	1,300	1,300	1,300
LME HRC FOB China (USD/ton)	900	850	800	850	800	750	700
LME REBAR (USD/ton)	940	945	950	916	950	960	970
LME SCRAP (USD/ton)	700	710	720	675	720	730	740
CBOT CORN (USD/bu)	760	750	740	735	740	670	600
CBOT WHEAT (USD/bu)	1,300	1,250	1,200	1,190	1,200	1,050	900
CBOT SOYBEAN (USD/bu)	1,700	1,650	1,600	1,640	1,600	1,500	1,400
NYB-ICE COTTON (USD/lb)	125	120	115	121	110	100	90
ICE SUGAR (USD/ton)	540	500	500	515	480	450	420
NYB-ICE SUGAR (USD/lb)	19.5	19.0	19.0	19.1	18.0	17.0	16.0
MDE PALM OIL (MYR/ton)	6,800	6,600	6,400	6,525	6,000	5,400	4,700
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USD/lb)	240	220	190	225	180	170	160
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,200	2,000	1,800	2,070	1,700	1,600	1,500
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,600	2,550	2,510	2,565	2,450	2,400	2,350
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,750	1,720	1,700	1,725	1,680	1,650	1,620
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	510	495	490	490	460	440	420
CBOT SOYBEAN OIL (USD/lb)	83.0	81.0	80.0	79.0	75.0	70.0	65.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

**Mercati energetici: una rapida transizione verde**

L'importanza della Russia sui mercati europei del gas non può essere sottovalutata: secondo i dati pubblicati dall'IEA, la Russia è il secondo produttore di gas a livello mondiale dopo gli Stati Uniti, con 761 miliardi di metri cubi (mmc) prodotti nel 2021, pari al 18% del totale mondiale, ma è il primo esportatore di gas al mondo, con circa 250 mmc esportati nel 2021. Di questi, soltanto 40 mmc sono trasportati come LNG. La maggior parte delle spedizioni russe viene effettuata attraverso i gasdotti e l'Europa riceve circa 155 mmc, pari al 40% circa del consumo di gas del Vecchio Continente. Anche se negli ultimi anni la percentuale delle forniture russe via gasdotto attraverso l'Ucraina è diminuita, grazie allo sviluppo di percorsi alternativi, come il Nord Stream 1 e il TurkStream, nel 2021 questo canale rappresentava ancora il 25% circa dei flussi russi verso l'Europa.

Il 24 febbraio, quando la Russia ha invaso l'Ucraina, le scorte di gas europee erano piene soltanto al 29,9%, il livello più basso mai raggiunto in questo periodo dell'anno, secondo i dati forniti da Gas Infrastructure Europe. Grazie a temperature più miti del solito e alla corsa degli importatori europei per assicurarsi forniture, il 10 marzo le scorte europee si attestavano al 26,3%, un livello pressoché in linea con quello del 2017 (27,0%) e superiore a quello del 2018, il peggiore anno mai

registrato in termini di stoccaggio del gas. In quell'anno, le scorte si attestarono appena al 23,3% il 10 marzo e poi raggiunsero il minimo storico al 17,8% il 30 marzo.

È evidente che, nel breve termine, l'Europa è fortemente dipendente dalle importazioni di gas russo e vulnerabile a condizioni meteorologiche avverse. Un eventuale blocco dei flussi russi non potrebbe essere compensato in tempi rapidi e lo stoccaggio potrebbe raggiungere i minimi livelli operativi in poche settimane.

Più a lungo termine, l'Europa potrebbe ridurre la sua dipendenza dal gas russo, come previsto dal piano REPowerEU presentato dalla Commissione Europea (CE) l'8 marzo. Il documento si apre con una dichiarazione dura: "L'invasione dell'Ucraina ha reso evidente e forte come mai prima d'ora la necessità di una rapida transizione verde". Secondo le stime della CE, la dipendenza europea dai combustibili fossili russi potrebbe essere eliminata entro il 2030 e ridotta dell'80% circa già quest'anno. Questa strategia si fonda su due pilastri: diversificazione degli approvvigionamenti di gas e riduzione della dipendenza dai combustibili fossili attraverso l'efficientamento energetico, anche accelerando i processi di risparmio energetico ed elettrificazione. Nello specifico, nuove forniture di gas potrebbero essere assicurate tramite maggiori importazioni di LNG da Stati Uniti, Qatar e altri esportatori (si stimano circa 50 mmc in più entro fine 2022, un target molto sfidante, e ulteriori 50 mmc in più sino al 2030) e flussi via gasdotto provenienti da altri Paesi (10 mmc in più entro fine 2022 e ulteriori 10 mmc in più sino al 2030), maggiore generazione da fonti rinnovabili (+20 mmc entro fine 2022), biometano (+3,5 mmc entro fine 2022 e ulteriori 18 mmc sino al 2030) e idrogeno verde (nessun apporto nel 2022, ma +25/50 mmc sino al 2030). Per far fronte ai livelli di stoccaggio estremamente bassi, la CE sta inoltre preparando una proposta legislativa che sarà presentata entro il mese di aprile, che prevede il riempimento delle esistenti infrastrutture di stoccaggio almeno fino al 90% della loro capacità entro il 1° ottobre di ogni anno, e introduce nuovi incentivi economici per il reintegro delle scorte. Per garantire una migliore gestione dei prezzi del gas, la CE sta valutando di creare una piattaforma europea congiunta per la contrattualizzazione della fornitura, basata su negoziati bilaterali con i principali produttori di gas. L'Italia ha proposto di introdurre un tetto massimo al prezzo del gas (eventualmente attorno agli 80 EUR/MWh). La borsa ICE, dove si formano i prezzi dei future TTF e che rappresenta il benchmark per il gas naturale a livello europeo, dovrà probabilmente introdurre nuove regole per gestire meglio picchi dei prezzi e volatilità. Inoltre, la CE sta indagando sulle potenziali distorsioni della concorrenza da parte di società operanti nei mercati del gas europei, e in particolar modo Gazprom. Infatti, la CE ha riscontrato che il livello medio di riempimento dello stoccaggio gestito da Gazprom nell'UE è di circa il 16%, mentre lo stoccaggio non gestito da Gazprom è al 44%.

Nel nostro scenario di base, i prezzi di gas naturale ed energia resteranno molto elevati nei prossimi trimestri, ma dovrebbero diminuire nel 2° semestre 2022, a fronte di un faticoso adeguamento del mercato. In Europa, il livello insostenibile delle quotazioni e interventi politici dovrebbero spingere il mercato del gas verso un nuovo equilibrio. A fronte dell'impossibilità di sostituire completamente le importazioni russe in tempi brevi, la distruzione di domanda assumerà un ruolo estremamente importante nel processo di ribilanciamento. Prevediamo significativi tagli dei consumi sia per le utenze domestiche sia per le attività manifatturiere. Secondo le nostre attuali previsioni, il contratto future sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe passare da una media di 120 EUR/MWh nel 1° semestre 2022 a una media di 110 EUR/MWh nel 2° semestre dell'anno e avvicinarsi a una media di 80 EUR/MWh nel 2023. Nel 2022 i prezzi resteranno verosimilmente elevati, a fronte di bassi livelli di stoccaggio e persistenti rischi geopolitici e meteorologici. Tuttavia, anche più a lungo termine le quotazioni non torneranno ai livelli pre-crisi, a causa della priorità politica di procedere alla transizione verde, che oggi è fondamentale anche per ridurre la dipendenza da combustibili fossili di origine russa. Per questo motivo, continuiamo a ritenere appropriato un intervallo di prezzo compreso tra 60 e 100 EUR/MWh nel medio termine. Più a lungo termine, riteniamo appropriato un intervallo di prezzo compreso tra 25 e 45 EUR/MWh.

## Mercati valutari: effetto netto del conflitto più positivo per il dollaro, nel breve

Il quadro di breve per il dollaro è divenuto più favorevole per via del conflitto russo-ucraino. L'euro invece subisce la maggior penalizzazione non solo per l'ampio aumento dell'inflazione ma anche per l'effetto più negativo sulla crescita. Il deterioramento del *trade-off* tra crescita e inflazione penalizza anche lo yen e la sterlina. Oltre il breve però la necessità di procedere con la normalizzazione delle politiche monetarie dovrebbe favorire un recupero di euro e sterlina. La BoJ non potrà invece permettersi di normalizzare, a detrimento dello yen anche al di là del breve.

Asmara Jamaleh

### Dollaro

**Il dollaro aveva aperto il 2022 con una dinamica parzialmente contrastata** (Fig. 1), rafforzandosi in particolare quando a fine gennaio la Fed aveva aperto a un processo di normalizzazione della politica monetaria ancora più rapido e robusto, ma ritracciando a inizio febbraio quando anche altrove (soprattutto dalla BCE) sono giunte indicazioni di possibile accelerazione nella stessa direzione. **Il conflitto russo-ucraino ha determinato una nuova virata del mercato a favore del dollaro** che ha ripreso a salire aggiornando i massimi (Fig. 1) fino a rivedere livelli abbandonati a maggio 2020. **Il biglietto verde ha tratto beneficio sia come *safe haven* dall'aumento della *risk aversion* dovuto al conflitto (Fig. 2), sia dal fatto che le ricadute di quest'ultimo sull'economia USA sono marginali, se non per un ampio aumento anche qui dell'inflazione** (complice il trend rialzista delle materie prime, energetiche in primis) **che però non agisce a detrimento del dollaro** perché rafforza la determinazione della Fed a procedere con la restrizione monetaria. **Al FOMC del 16 marzo, la Fed infatti, oltre ad avviare il ciclo di rialzi dei tassi, ha tracciato un sentiero di rialzi poderoso**, pari ad altri 150pb quest'anno, 75pb il prossimo con punto di arrivo del ciclo a 2,50-75%, indicando l'avvio a breve del processo di riduzione del bilancio, a fronte di una revisione verso il basso della crescita (a 2,8-2,2-2,0% da 4,0-2,2-2,0% nel 2022-23-24) che però non viene reputata preoccupante dalla Fed e riguarda solo l'anno in corso e significativamente al rialzo dell'inflazione (a 4,3-2,7-2,3% da 2,6-2,3-2,1% nel 2022-23-24). **La combinazione di restrizione monetaria significativa**, in generale più che altrove, **a fronte di una crescita che rimane comunque robusta** (la Fed ammette che il conflitto rappresenta un rischio verso il basso per la crescita, ma conclude che "continua a prevedere una crescita solida" venendo già da una situazione di "economia molto forte") **suggerisce ancora un quadro favorevole per il dollaro nel breve. Una variabile chiave da monitorare è comunque l'evoluzione della *risk aversion*** in base agli sviluppi sul fronte del conflitto: se dovesse ridursi stabilmente in casi di *de-escalation*, l'*upside* del dollaro si ridurrebbe. **Al di là del breve invece il dollaro dovrebbe andare stabilizzandosi per poi arretrare in parte verso l'orizzonte annuale**, perché (i) il beneficio derivante a una valuta da un ciclo di restrizione monetaria tende a diminuire in fase avanzata del ciclo di *policy*, (ii) per allora il vantaggio relativo del dollaro dovrebbe ridursi in quanto la maggior parte delle banche centrali G10 staranno avviando, o proseguendo, il processo di normalizzazione, (iii) la crescita USA rischia un rallentamento più ampio nella seconda metà del 2023 per la più elevata inflazione e la maggior restrizione Fed. **L'assunzione chiave** di tale scenario centrale, per il dollaro e per le altre valute, **cruciale in presenza di un conflitto, è quella di "non ulteriore significativa *escalation*"**. In caso di grave *escalation*, il dollaro ne trarrebbe nuovo vantaggio sia nel breve sia in seguito, mentre con una rapida *de-escalation*, il vantaggio del dollaro nel breve resterebbe ma sarebbe minore e l'obiettivo a un anno sarebbe probabilmente un po' più basso.

### Euro (EUR/USD)

Rischi asimmetrici da conflitto, ma attese di rafforzamento oltre il breve nello scenario centrale.

**L'euro aveva avviato il 2022 mostrando segnali di possibile inversione di tendenza** rispetto al trend ribassista (da 1,23 a 1,11 EUR/USD) del 2021, **dopo che la BCE, a inizio febbraio, aveva aperto le porte a un possibile avvio del ciclo di rialzi dei tassi già nel 2022**, con il mercato che era arrivato a scontarne due nel secondo semestre. **Il conflitto-russo ucraino ha però nettamente ridimensionato tali aspettative rinviando l'avvio atteso del ciclo di rialzi** e l'ulteriore conseguente allargamento dei differenziali di rendimento ha fatto correggere il cambio verso nuovi minimi a 1,08 EUR/USD (Fig. 3). **Alla riunione di marzo però la BCE, più preoccupata per l'ampio**

**peggioramento del quadro di inflazione** (complici soprattutto i rincari energetici: previsioni riviste al rialzo a 5,1-2,1-1,9% da 3,2-1,8-1,8% nel 2022-23-24) che per le ricadute negative, comunque rilevanti, sulla crescita dell'area (previsioni riviste al ribasso a 3,7-2,8-1,6% da 4,2-2,9-1,6% nel 2022-23-24), **anziché tirare il freno sul processo di normalizzazione, ha invece accelerato** la riduzione degli acquisti APP e il mercato ha ripristinato le aspettative di due rialzi BCE nel secondo semestre. Insieme al parziale rientro dei prezzi del petrolio dai picchi d'inizio mese, questo ha favorito un parziale recupero dell'euro fino a massimi in area 1,11 EUR/USD. **Nel breve tuttavia, a meno di una rapida de-escalation del conflitto, la combinazione di maggior vulnerabilità dell'economia dell'area**, per prossimità economico-geografica, **e di associata maggior velocità d'azione della Fed rispetto alla BCE**, con conseguente ulteriore allargamento dei differenziali di rendimento, **prospettano nuova debolezza dell'euro**, con *target* ribassati nella fascia 1,08-1,06 EUR/USD. La previsione di minimi non particolarmente bassi è suggerita dal posizionamento degli speculativi, che sono andati gradualmente ricostituendo il lungo euro da inizio anno, nonostante il conflitto (Fig. 4). Generalmente però, poiché l'area euro è l'economia maggiormente esposta al conflitto, i rischi sia nel breve sia successivamente sono leggermente spostati verso il basso. **Successivamente invece, sotto l'assunzione chiave di non-escalation** significativa del conflitto, **l'euro dovrebbe immergersi su un sentiero più stabilmente rialzista**, verso 1,15 EUR/USD circa sull'orizzonte annuale, **in vista dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi BCE atteso verso fine anno**. In caso di *escalation* significativa l'euro si indebolirebbe di più con possibile avvicinamento della parità nello scenario peggiore, mentre con una *de-escalation* più rapida, si indebolirebbe nel breve, ma di meno (verso 1,10-1,08 EUR/USD), e il profilo successivo sarebbe un po' più elevato.

## Yen

Il conflitto rende ancora più necessaria la divergenza di policy della BoJ, a detrimento dello yen.

**Lo yen aveva aperto il 2022 dando segnali solo modesti di prosecuzione di una tendenza all'indebolimento**, supportato soprattutto a gennaio da un nuovo aumento della *risk aversion*. **Il conflitto russo-ucraino ha invece fornito lo spunto per un'accelerazione ribassista** verso minimi quinquennali contro dollaro (Fig. 5). **Le implicazioni negative del conflitto sulla delicata ripresa post-pandemia dell'economia giapponese attraverso l'aumento dell'inflazione e il conseguente freno sulla crescita** (redditi reali delle famiglie e profitti delle imprese inferiori) **rendono infatti ancora più necessaria la divergente azione della BoJ** che non potrà iniziare a normalizzare la politica monetaria ma dovrà mantenere condizioni massimamente espansive almeno fino a inizio 2023. Lo **yen dovrebbe quindi restare in indebolimento contro dollaro verso 120 USD/JPY o poco oltre** sull'orizzonte a 6m-12m, **deprezzandosi anche contro euro soprattutto al di là del breve** verso 133-138 EUR/JPY a 6m-12m. Contro dollaro il prevalente corto speculativo (Fig. 6) potrebbe ridurre il *downside* dello yen. In caso di significativa *escalation* del conflitto lo yen dovrebbe risultare più debole contro dollaro ma temporaneamente più forte contro euro. In caso di rapida *de-escalation* dovrebbe invece rivelarsi meno debole contro dollaro e più cedevole contro euro.

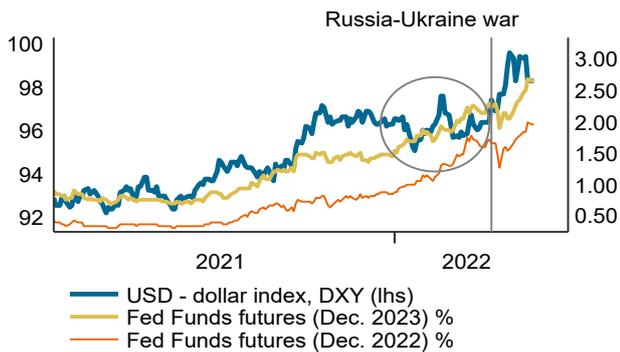
## Sterlina

Conflitto russo-ucraino terzo shock dopo Brexit e pandemia: si riduce l'*upside* della sterlina.

**La sterlina aveva aperto il 2022 beneficiando**, seppure in misura modesta, **del più rapido avvio rispetto a Fed e BCE del ciclo di rialzi dei tassi BoE** a dicembre. **Il conflitto russo-ucraino ne ha però peggiorato le prospettive**. **L'economia britannica è meno vulnerabile al conflitto dell'area euro, ma più degli Stati Uniti**. **Soprattutto, però**, come indicato dalla BoE alla riunione del 17 marzo, **l'indebolimento del quadro di crescita che ne deriva è preoccupante circa quanto il significativo peggioramento del quadro di inflazione**, perché l'economia partiva già da uno stato della crescita più debole a causa del doppio shock di Brexit e della crisi pandemica (a inizio febbraio la BoE prevedeva una frenata della crescita a 1¼-1,0% nel 2022-23, al di sotto della media del decennio pre-pandemia pari a 2%). **La prosecuzione del ciclo di restrizione monetaria nei prossimi mesi dovrebbe comunque favorire un graduale rafforzamento della sterlina contro dollaro** verso 1,40 GBP/USD sull'orizzonte annuale, ma i rischi sono verso il basso sia per via del conflitto sia perché la restrizione BoE sarà inferiore a quella della Fed (Fig. 7). **Contro euro l'*upside***

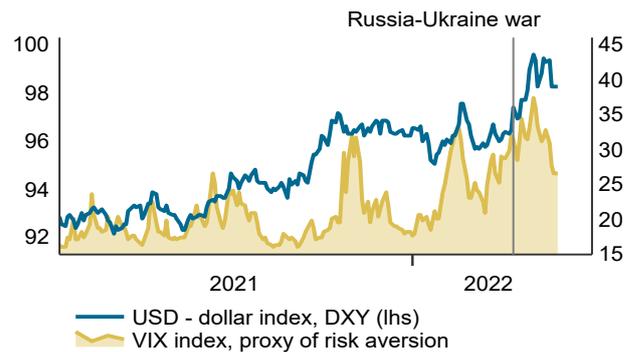
**maggiore, ma comunque limitato** (entro 0,82-0,81 EUR/GBP) **dovrebbe aversi nel breve**, per la maggior vulnerabilità dell'area euro al conflitto e per il maggior divario tassi tra BoE e BCE. Successivamente dovrebbe aversi una dinamica più laterale su livelli leggermente meno forti (verso 0,82-0,83 EUR/GBP sull'orizzonte annuale) a fronte dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi anche da parte della BCE (Fig. 8). In caso di *escalation* del conflitto la sterlina sarebbe più debole contro dollaro, ma leggermente più forte contro euro. In caso invece di più rapida *de-escalation* dovrebbe risultare più forte sia contro dollaro (ma di poco) sia contro euro (molto di più).

**Fig. 1 – Dollaro: portata del ciclo di rialzi Fed favorevole nel breve**



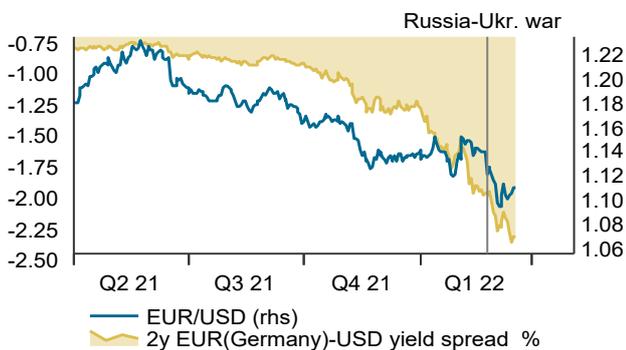
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – Risk aversion variabile cruciale in presenza di un conflitto**



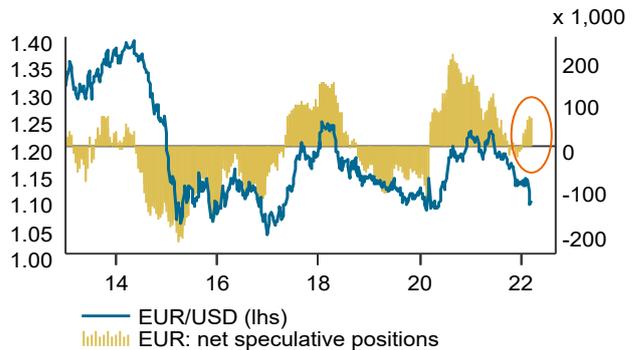
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – EUR/USD: differenziali di rendimento driver chiave anche in presenza del conflitto russo-ucraino**



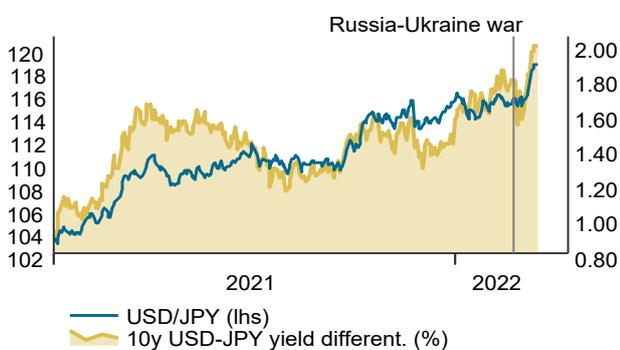
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Graduale ricostituzione del lungo speculativo euro non intaccata –per ora– dal conflitto**



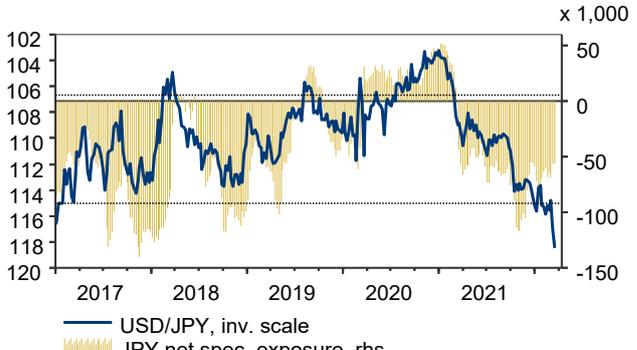
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – USD/JPY: yen indebolito dall'azione divergente della BoJ**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Il corto speculativo potrebbe limitare il downside dello yen**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – GBP/USD: upside limitato da un sentiero di restrizione Fed più robusto rispetto a quello della BoE**



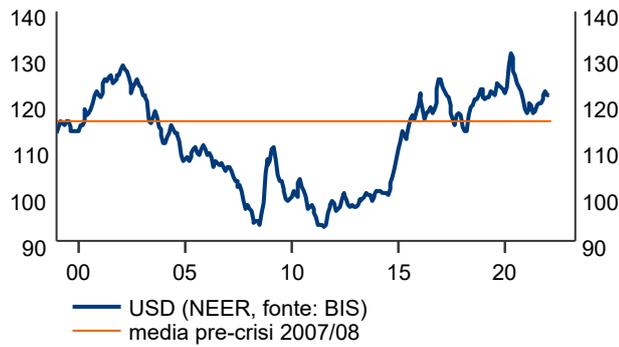
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – EUR/GBP: il conflitto russo-ucraino restringe i margini di vantaggio della sterlina sull'euro**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Dollaro, cambio effettivo nominale**



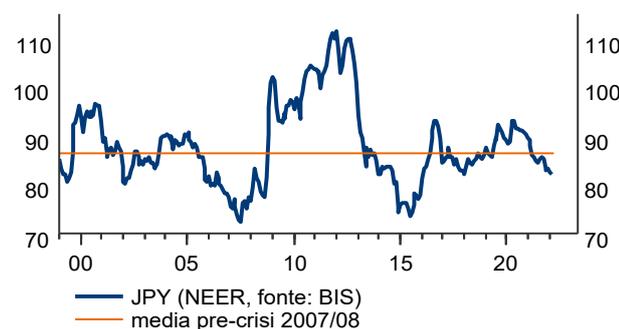
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Euro, cambio effettivo nominale**



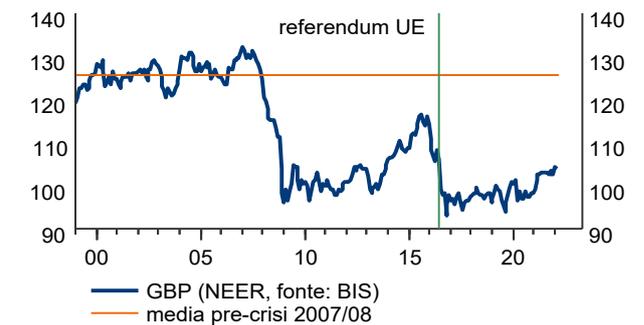
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Yen, cambio effettivo nominale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Sterlina, cambio effettivo nominale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## 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.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.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

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

#### Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

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

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

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