

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche

Giugno 2022

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Scenario Macroeconomico

Indice

La ripresa post-pandemica mostra la corda

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Stati Uniti: quanti rialzi dei tassi per riportare l'inflazione al 2%?

Area euro: crescita in rallentamento

Inflazione: l'allerta resta elevata

Inizia la fase di rialzo dei tassi ufficiali BCE: "graduale" ma "sostenuta"

Germania: verso un autunno caldo

Francia: l'economia si conferma relativamente resiliente

Italia: costruzioni e servizi compensano la debolezza dell'industria

Spagna: tra le economie meno esposte al nuovo shock

Paesi Bassi: la super inflazione minaccia la crescita

Asia

Giappone: crescita frenata da Covid, prezzi energetici e debolezza cinese

Cina: l'incertezza aleggia sulla ripresa

India: l'inflazione sorprende anche la RBI

Materie prime: un cambio di mentalità

Mercati valutari: l'accelerazione della restrizione Fed fraghetta il dollaro verso lo stadio finale dell'uptrend

Giugno 2022

2

5

Nota Trimestrale

7

Direzione Studi e Ricerche

11

19

21

23

Macroeconomic Research

28

33

37

Luca Mezzomo

42

Economista

46

Paolo Mameli

46

Economista - Italia

50

Lorenzo Biagioli

54

Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno

58

Economista - Area euro

63

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

Asmara Jamaleh

Economista - Mercati Valutari

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

La ripresa post-pandemica mostra la corda

Fra il 2022 e il 2023 assisteremo a un rallentamento della crescita economica e all'arretramento dei tassi di inflazione, in parte autonomo e in parte legato all'orientamento più restrittivo delle politiche economiche e delle condizioni finanziarie. L'incertezza dello scenario è molto alta, e consiglia di non escludere la possibilità di una recessione globale fra il 2023 e il 2024, possibile punto di passaggio per conseguire la soppressione delle pressioni inflazionistiche.

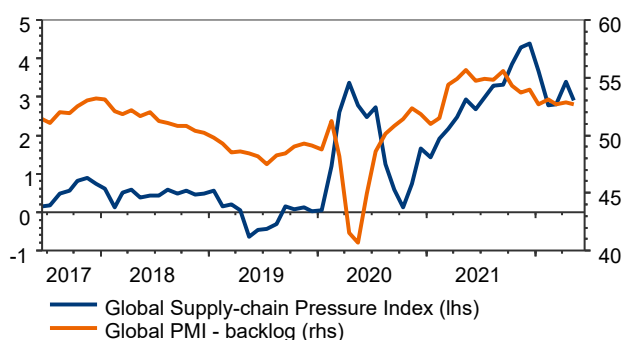
Luca Mezzomo

In questo aggiornamento delle nostre previsioni macroeconomiche abbiamo operato un **nuovo taglio delle proiezioni sulla crescita reale**, mentre abbiamo **nuovamente rivisto al rialzo le proiezioni di inflazione**. La causa non è soltanto il protrarsi della guerra russo-ucraina, che incide per 0,3 punti sulla stima globale di crescita e per circa 1 punto su quella di inflazione. Indubbiamente, il conflitto continua a mantenere i prezzi delle materie prime energetiche su livelli superiori alla media degli ultimi anni, e non escludiamo che possa essere all'origine di nuovi incrementi nei prossimi mesi, come effetto della tensione crescente fra Russia e Unione Europea. Ma la revisione al ribasso delle proiezioni di crescita reale riflette anche altri fattori: tra essi le difficoltà che la Cina sta incontrando nella gestione della pandemia, il perdurante livello di stress delle catene di approvvigionamento, l'impatto dell'inflazione sui consumi e il più rapido ritiro dello stimolo monetario. Diversi di questi fattori alimentano anche l'incertezza dello scenario, a motivo della difficoltà di prevederne l'evoluzione o gli effetti:

■ In **Cina**, l'attività economica ha subito un netto rallentamento in marzo e aprile a seguito del confinamento imposto in alcune città per il controllo di focolai di Covid. In maggio si sono osservati segnali di ripresa, che dovrebbero rafforzarsi in giugno. Però l'episodio, che ha probabilmente portato a una contrazione del PIL nel 2° trimestre, è emblematico dei limiti che inizia a incontrare la strategia sanitaria cinese, e potrebbe essere il preludio a nuovi incidenti di percorso nei prossimi mesi. La nostra proiezione di base è fondata sull'ipotesi benevola che le prossime chiusure siano più limitate o siano rese inutili da una più efficace campagna vaccinale, e include un rallentamento graduale dell'economia dopo il rimbalzo legato alle riaperture. Questo implica che i rischi per la crescita 2022-23 siano da considerare largamente al ribasso, malgrado l'intensificarsi degli stimoli fiscali. Inoltre, la Cina potrebbe essere ancora fonte di problemi per le catene globali di fornitura, con ripercussioni più marcate in Asia e, dal punto di vista settoriale, per elettronica e apparecchiature elettriche¹.

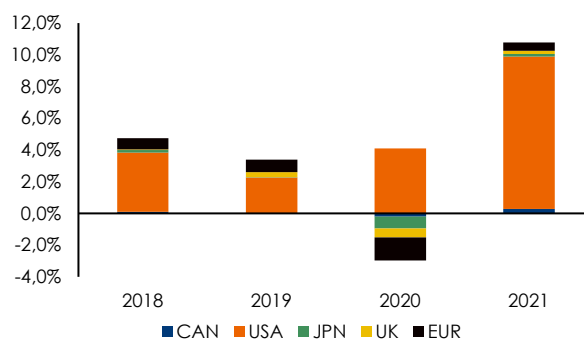
Cina: la pandemia continua a generare volatilità economica, sommandosi ad altri problemi

Le tensioni sulle catene di fornitura globali restano elevate, ma inferiori ai picchi di fine 2021



Fonte: NY Fed, S&P Markit

Gli Stati Uniti originano quasi tutto il boom nella domanda di beni durevoli di consumo nei paesi avanzati (var. % a/a, volume)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BEA e Oxford Economics

■ I segnali di stress delle **catene di approvvigionamento** hanno mostrato un miglioramento nel primo semestre 2022, ma restano elevati soprattutto in Germania e negli Stati Uniti. D'altronde, all'origine del problema c'è soprattutto il boom della domanda di beni durevoli di consumo negli Stati Uniti, che nel 2020 aveva più che compensato il calo avvenuto negli

Lo stress delle catene di approvvigionamento resta elevato

¹ A. Samp, *China's Zero-Covid policy compounding supply issues*, Oxford Economics, June 2022.

altri paesi avanzati, e nel 2021 spiega quasi tutta la crescita del 10,8% a/a. Il rallentamento dell'attività economica globale atteso e la rotazione della domanda delle famiglie dai beni durevoli ai servizi sono entrambi fattori che dovrebbero ridurre la pressione in futuro; di contro, la guerra russo-ucraina e i problemi sanitari della Cina spingeranno in direzione opposta.

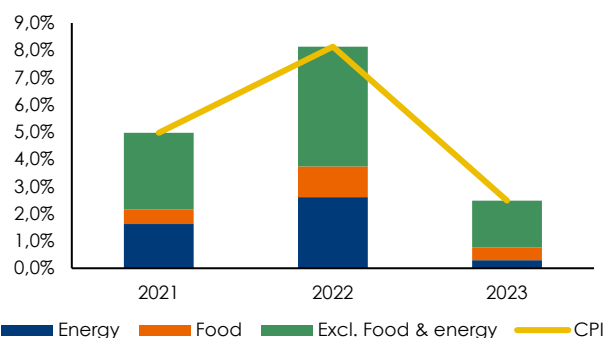
- Lo scenario di riferimento è basato su **prezzi del petrolio** in calo dai picchi correnti (-9,6% nel 2023). Lo scenario è poco variato rispetto a tre mesi fa. I prezzi del **gas** in Europa sono previsti anch'essi in calo rispetto ai picchi (-28% nel 2023), con revisioni al rialzo nel 2022 e al ribasso successivamente. In questo ambito l'incertezza è molto elevata, perché la Russia potrebbe decidere di ridurre più aggressivamente l'offerta (segnali sono emersi in giugno) e l'OPEC potrebbe ritardare l'adeguamento dell'offerta alla crescita della domanda. Una brusca interruzione delle forniture potrebbe portare alla recessione l'economia dell'Eurozona.

Prevalgono i rischi al rialzo sui prezzi energetici

- Nel 2022, stiamo assistendo allo **spostamento delle pressioni inflazionistiche dall'energia prima agli alimentari, e poi ai beni manifatturati**. La risultante pressione sui prezzi sottostanti è poi amplificata dalla galoppante ripresa della domanda di servizi ad alta intensità di contatto, che ha indotto le imprese del settore a rivedere al rialzo i prezzi. Tale trasferimento è iniziato prima negli Stati Uniti, dove potrebbe recedere già il prossimo anno; al contrario, potrebbe estendersi anche all'inizio del 2023 nell'area dell'euro, dove è partito dopo. A tali onde, potrebbe sovrapporsi una terza connessa all'adeguamento dei salari e all'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, attualmente più marcato negli Stati Uniti e più modesto nell'area euro.

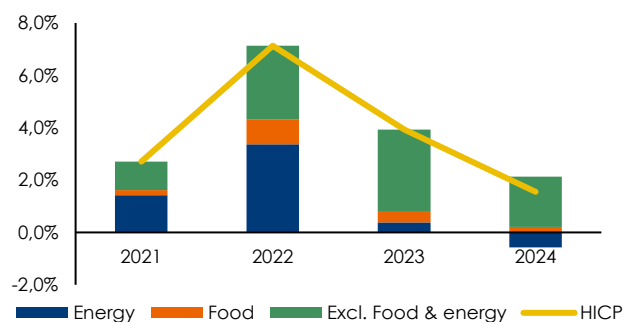
La fase di trasmissione degli impulsi inflattivi è in corso, accentuata da revisioni dei listini in alcuni servizi...

Negli USA, l'inflazione è già soprattutto endogena...



Note: variazione % a/a dell'indice generale dei prezzi e contributi delle rispettive categorie di beni/servizi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

...mentre nell'area euro potrebbe diventarlo fra metà 2022 e 2023



Note: variazione % a/a dell'indice generale dei prezzi e contributi delle rispettive categorie di beni/servizi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

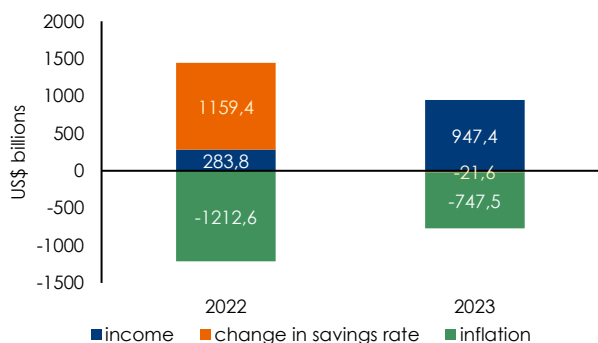
- L'adeguamento dei salari e l'aumento dell'occupazione non compenseranno del tutto lo shock di inflazione, sicché si verificherà una **riduzione del reddito disponibile reale delle famiglie**: stimiamo una contrazione di -0,7% a/a nell'Eurozona e di -3,8% negli Stati Uniti (dove, però, a differenza dell'Eurozona, resterà ampiamente sopra i livelli pre-pandemici a causa del forte incremento del 2020, +6,2% e del 2021, +2,2%). Tuttavia, **l'impatto sulla spesa per consumi quest'anno riteniamo sarà ampiamente mitigato dal crollo della propensione media al risparmio**: quest'anno calerà ben sotto i livelli del 2019 negli Stati Uniti, mentre nell'Eurozona resterà di un punto superiore. L'effetto vale quasi 200 miliardi di euro nell'Eurozona, e oltre 1000 miliardi di dollari negli Stati Uniti, dove nell'aggregato compensa l'erosione del potere d'acquisto. **Soltanto nel 2023** la crescita dei consumi tornerà ad allinearsi a quella del reddito, e **si manifesterà la distruzione di domanda creata dall'inflazione**.

...mentre la distruzione di domanda è compensata dalla riduzione del risparmio

- Il rallentamento della crescita sarà accentuato dal **riassorbimento degli stimoli fiscali** introdotti durante la pandemia, e soltanto in parte sostituiti da misure contro gli effetti dello shock energetico (area euro) o da investimenti pubblici (Cina). Il FMI prevede una riduzione dell'1,4% del saldo primario corretto per il ciclo nei paesi avanzati, mentre nei paesi emergenti si verificherebbe un peggioramento dell'1%, dovuto principalmente alla Cina. L'aggregazione delle nostre stime risulta in una riduzione di 1,3 punti del rapporto deficit/PIL globale, tendenza che continuerà nel 2023.

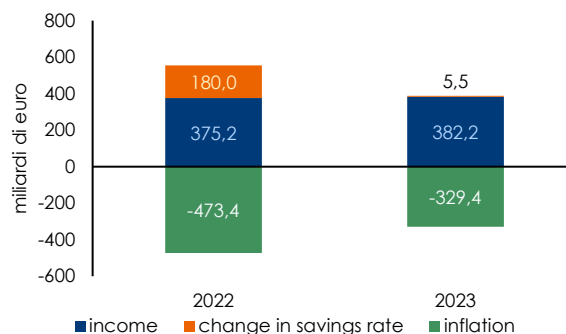
Però le politiche economiche si fanno più restrittive, nei paesi avanzati

Negli Stati Uniti, la riduzione del flusso di risparmio compensa la distruzione di potere d'acquisto



Note: dati in miliardi di dollari correnti. L'erosione di potere d'acquisto è calcolata applicando la variazione del deflatore al reddito nominale dell'anno prima. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nell'area euro, il contributo della riduzione dei risparmi sarà minore



Note: dati in miliardi di euro correnti. L'erosione di potere d'acquisto è calcolata applicando la variazione del deflatore al reddito nominale dell'anno prima. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politiche monetarie: la normalizzazione accelera quasi ovunque, ed è arduo capire dove si dovrà spingere

Un altro fattore di freno alla crescita reale dei prossimi mesi sarà costituito dalla restrizione delle politiche monetarie. La diffusione delle pressioni inflattive ha indotto quasi tutte le banche centrali a rimuovere lo stimolo monetario introdotto durante la pandemia – l'unica eccezione è rappresentata oggi dalla Banca del Giappone. L'avvio della normalizzazione è partito dalla sospensione dei programmi di acquisto di titoli ed è continuato con l'avvio di una fase di aumento dei tassi ufficiali. Negli Stati Uniti sta già avvenendo anche la riduzione del bilancio, attuata mediante il rinnovo soltanto parziale delle scadenze di portafoglio. Il risultato è che la base monetaria aggregata dei G7+ (in cui includiamo tutta l'area dell'euro) sta iniziando a contrarsi, se misurata in dollari correnti.

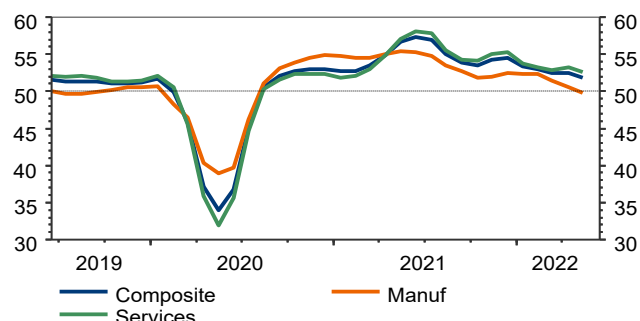
Lo scenario ipotizza un rialzo dei tassi BCE (DFR) a 1,50% e dei tassi Fed a oltre il 4%. I tassi di interesse a breve termine diventerebbero così di poco positivi negli Stati Uniti, ma resterebbero ancora negativi nell'area dell'euro. Si tratterebbe in entrambi i casi di livelli di picco dei tassi inferiori a quelli dei cicli restrittivi del periodo fino al 2010, e **non è certo che ciò sia sufficiente a stabilizzare l'inflazione** sottostante. Il risultato dipenderà dalla dinamica di fattori esogeni ancora in movimento (energia, andamento dell'economia cinese) e dall'intensità della trasmissione degli impulsi (aumento dei tassi ufficiali, riduzione dell'eccesso di liquidità e del portafoglio titoli della banca centrale) alle condizioni finanziarie più in generale.

Il rischio di recessione fra il 2023 e il 2024 è in aumento

L'inversione dei tassi di interesse a termine dal 2024 segnala che i mercati stanno incorporando una probabilità di recessione sia negli Stati Uniti, sia nell'area dell'euro. Nell'area dell'euro, uno scenario recessivo si potrebbe concretizzare nel breve termine in caso di repentina sospensione del flusso di gas dalla Russia. Tuttavia, **lo scenario di recessione globale potrebbe più plausibilmente realizzarsi fra il 2023 e il 2024** in un contesto di restrizione monetaria più intensa del previsto, accompagnata da un calo persistente dei valori azionari e da restrizione delle condizioni del credito, oltre che da un rallentamento dell'economia cinese maggiore delle previsioni di base. D'altronde, dagli anni '60, l'unica fase di aumento dei tassi reali a breve termine americani che non è sfociata in una recessione è stata quella del 1993-95.

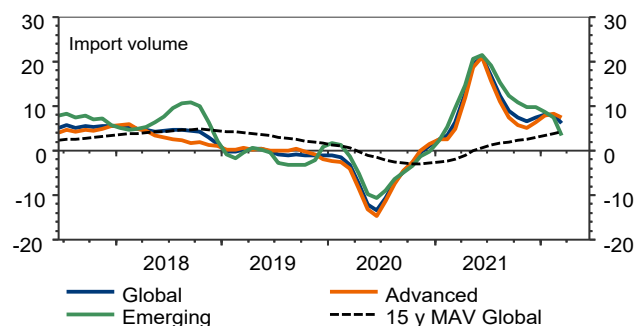
Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



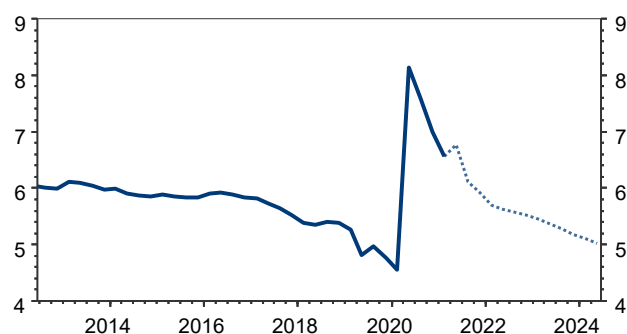
Fonte: Markit Economics

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



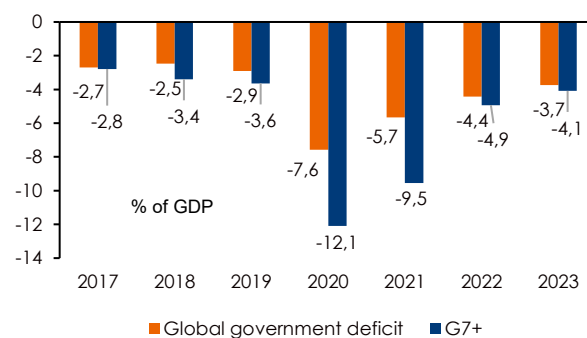
Fonte: CPB World Trade Monitor

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



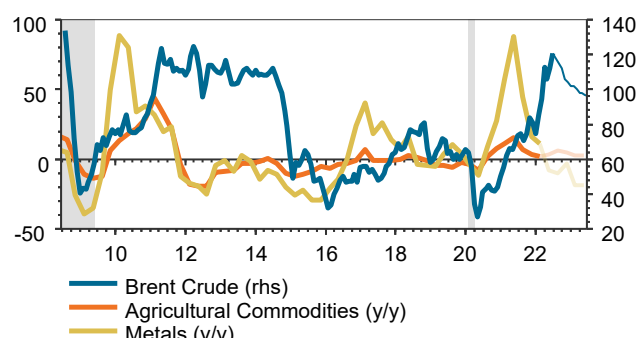
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo attraverso modello Oxford Economics

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



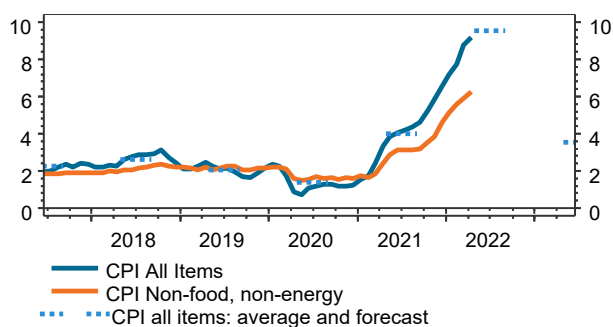
Nota: saldo globale calcolato aggregando i saldi del settore pubblico di 80 paesi; G7+: US, Giappone, Eurozona, UK, Canada. Proiezioni coerenti con lo scenario base. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – analisi macroeconomica

Fig. E – Prezzi delle materie prime



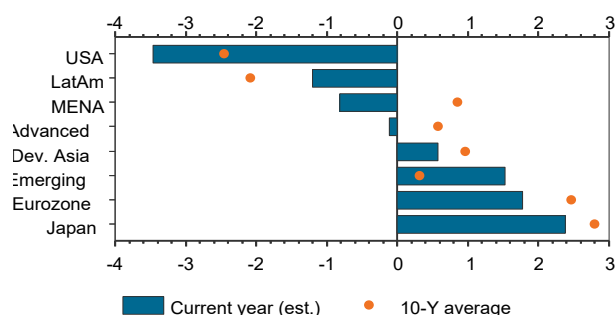
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



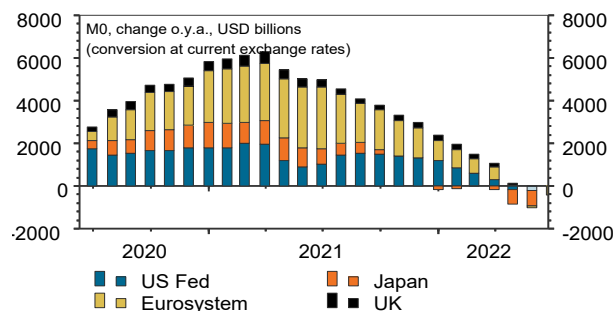
Fonte: OECD, Oxford Economics

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



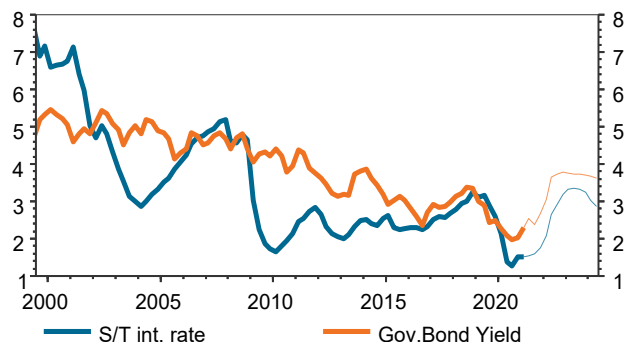
Fonte: dati e stime del FMI

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



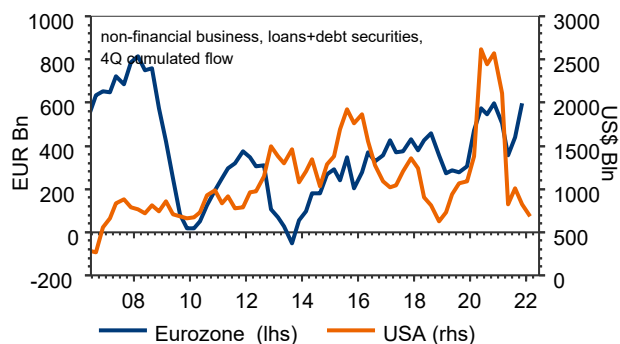
Fonte: banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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	2.5	1.8	1.6
Giappone	-4.6	1.7	1.6	2.0	1.5
Area Euro	-6.5	5.3	3.0	2.1	2.0
Europa orientale	-2.9	5.2	-3.5	0.6	3.3
America Latina	-6.3	7.6	2.3	1.8	2.7
OPEC	-4.7	3.7	5.1	3.4	2.8
Cina	2.2	8.1	4.0	5.4	5.2
India	-6.6	8.3	6.8	5.8	6.4
Africa	-1.3	5.8	3.5	3.4	3.5
Crescita mondiale	-3.2	6.0	3.1	3.3	3.4

Nota: aggregati continentali in USD a prezzi costanti e cambi PPP. Variazioni del PIL per US, Giappone, Area euro, Cina, India calcolati su aggregati a prezzi costanti in divisa locale. Fonte: Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: quanti rialzi dei tassi per riportare l'inflazione al 2%?

L'economia USA nei prossimi trimestri si troverà a un bivio fra l'atterraggio "softish" auspicato dalla Fed e il rischio di un atterraggio "duro", simile a quello dei cicli del passato caratterizzati da un'inflazione elevata. La strada dipenderà dalla persistenza dell'inflazione e dall'aggiustamento del mercato del lavoro: la partita della Fed si gioca su questi due tavoli, ma l'esito è solo parzialmente in mano alla banca centrale. Un recupero troppo lento dell'offerta di lavoro e/o una dinamica dei prezzi ostinatamente restia a scendere potrebbero forzare la Fed a proseguire con rialzi "spediti", guidando l'economia verso una possibile recessione nel 2023-24.

Giovanna Mossetti

Lo scenario per l'economia USA sarà dominato da due elementi "economici", il rientro dell'inflazione verso il 2% e il riequilibrio del mercato del lavoro, e dal grado di restrizione monetaria richiesto per riportare sotto controllo prezzi e occupazione. La nostra previsione è che la **crescita** rallenti al 2,5% quest'anno, e scenda sotto il 2% nel biennio seguente. Nel nostro scenario, il **tasso di disoccupazione** cala a 3,5% a fine 2022, ma risale nel 2023 e nel 2024. L'**inflazione** dovrebbe scendere da 7,3% (core CPI: 5,6%) del 2022, a 3,3% nel 2023 (core CPI: 2,8%) e a 2,6% nel 2024 (core CPI: 2,1%). Non prevediamo una recessione (per ora), ma un forte rallentamento, con rischi unilateralmente orientati verso il basso, collegati alla restrizione monetaria e all'evoluzione dello scenario globale, caratterizzato da una possibile stagflazione associata allo shock sui prezzi delle materie prime.

Inflazione e mercato del lavoro lontani dai livelli di equilibrio

Diversamente dal caso degli altri paesi avanzati, il problema della Fed non è solo l'inflazione, ma anche (e soprattutto) il surriscaldamento del mercato del lavoro e l'accelerazione della dinamica salariale. L'aggiustamento degli squilibri su prezzi e occupazione nel nostro scenario richiede **una politica monetaria restrittiva**, tale da generare 1) un rallentamento della domanda di lavoro che faccia **aumentare il tasso di disoccupazione di almeno 4-5 decimi** dal minimo del 2022, fino a giungere a ridosso del 4% e 2) una **frenata della domanda di beni e servizi** che determini una riduzione del ritmo di rialzi dei prezzi meno flessibili. Inoltre, la nuova strategia di politica monetaria della Fed, non più preventiva, ma "reattiva", implica rischi di *overshooting* in fase sia di aumento sia di rimozione dello stimolo monetario.

Il primo pilastro dello scenario USA riguarda l'aggiustamento del **mercato del lavoro**, che dovrebbe svilupparsi in due fasi. I trend di domanda e offerta in atto ci fanno prevedere nel breve termine un **ulteriore calo del tasso di disoccupazione** di qualche decimo entro fine 2022, seguito da un **trend in rialzo dal 2023 in poi**. Dal lato dell'**offerta**, la forza lavoro ha recuperato circa 4 mln di unità da metà 2021, ma mancano ancora quasi 3 mln rispetto al trend pre-pandemico (Fig. 5). Questo gap, concentrato nelle coorti più anziane, è attribuibile non solo alla pandemia, ma anche alla situazione finanziaria molto migliore rispetto a quella con cui tipicamente tali coorti escono da una recessione. La partecipazione delle coorti centrali e giovani ha recuperato i livelli pre-pandemici (Fig. 6) e, a meno di un significativo incremento per gli individui con più di 45 anni, la scarsità di offerta dovrebbe generare un calo del tasso di disoccupazione anche in caso di assestamento dei nuovi occupati da qui a fine anno su un trend mensile di 200-250 mila posti². Dal lato della **domanda**, ad aprile le posizioni vacanti e le posizioni vacanti/disoccupati (Fig. 4), pari a 11,4 mln e a 1,92, rispettivamente, segnalano un eccesso record, in linea con le indicazioni delle imprese che in tutti i settori riportano difficoltà a reperire manodopera. Per tornare a condizioni di equilibrio simili a quelle di fine 2019, con circa 8 mln di posizioni aperte e un rapporto posizioni vacanti/disoccupati intorno a 1,2, sarebbe necessario un aumento di circa 700 mila disoccupati e un **tasso di disoccupazione al 3,9-4%**.

Mercato del lavoro: quanto aggiustamento è richiesto per tornare in equilibrio?

Per quanto riguarda l'**inflazione**, ci sono due fronti caldi. Prima di tutto, le tensioni sulle **materie prime** si stanno di nuovo intensificando, con ulteriori aumenti previsti per energia e alimentari. Per

Inflazione: pressioni elevate su beni e servizi

² L'Atlanta Fed Jobs Calculator mostra che, con occupati in rialzo di 230 mila al mese fino a dicembre, e in aumento di 2-3 decimi, il tasso di disoccupazione calerebbe a 3,3% entro fine anno.

i **carburanti** (peso sul CPI: 4,685%), agli effetti dell'embargo europeo sul petrolio, si sommano quelli dell'aumento della domanda di benzina superiore all'offerta, con calo degli stoccaggi e rialzi dei prezzi. Per gli **alimentari** (peso sul CPI: 13,3%), la previsione per il 2022 formulata dall'USDA a fine maggio è un intervallo fra 6,5% e 7,5% a/a, con indicazioni di rallentamento solo contenuto delle variazioni mensili nei prossimi trimestri. In secondo luogo, per l'inflazione **core**, variazioni mensili comprese fra 0,4% e 0,5% m/m (equivalenti a variazioni annualizzate comprese fra 4,8% e 6%) restano probabili sulla scia dei rialzi sostenuti per i **servizi ex-energia** (peso sul CPI: 56,831%). I consumatori hanno accumulato un elevato risparmio in eccesso durante la pandemia (Fig. 2) e sono sulla soglia di una significativa rotazione di spesa verso i servizi (Fig. 3). È quindi difficile prevedere un rallentamento dell'inflazione complessiva (Figg. 9 e 10), anche in caso di un possibile indebolimento della dinamica dei beni core. Nel settore immobiliare residenziale, già colpito da tassi sui mutui in rialzo, è in atto una correzione delle vendite, ma la carenza di case continua a determinare aumenti dei prezzi oltre 20% a/a e degli affitti (Fig. 11), che non sono previsti in rallentamento fino al 2023. Pertanto, a nostro avviso, la Fed dovrà **ridurre l'inflazione di 3-4pp dai livelli estivi e di circa 6pp dal picco di maggio**.

Nonostante i venti contrari dell'inflazione e della politica monetaria, la crescita USA rimarrà positiva. La previsione è di **consumi** in crescita di 3,3% nel 2022, 2,1% nel 2023 e 1,7% nel 2024. Gli **investimenti fissi delle imprese** dovrebbero essere in aumento di 6,3% nel 2022 e 3,9% nel 2023, grazie ai macchinari e all'estrattivo. La correzione degli **investimenti residenziali** dovrebbe essere limitata, vista l'assenza di eccessi e la carenza di abitazioni. Per quanto riguarda la **politica fiscale**, con l'esaurimento dell'impulso negativo dovuto al confronto con il 2021, da fine anno il contributo sarà modestamente positivo, senza spazi di stimolo per via dello stallo politico in Congresso. Il focus dei prossimi trimestri resterà quindi sulla **politica monetaria** e sull'evoluzione delle **pressioni globali sui prezzi delle materie prime**, con rischi di eccesso di restrizione monetaria.

Il **FOMC** a giugno ha modificato radicalmente lo scenario della politica monetaria, alzando i tassi di 75pb e segnalando aumenti di 50-75pb a luglio e maggiori di 25pb fino a quando non ci sarà "evidenza inoppugnabile" di rallentamento delle variazioni mensili dei prezzi (*headline*). Il nuovo sentiero ha **tassi a 3,4% a fine 2022, a 3,8% a fine 2023, in calo a 3,4% a fine 2024**. A questo si aggiunge l'**effetto della riduzione del bilancio**, stimato in due rialzi da 25pb. I **rischi per i prezzi sono verso l'alto** e, di conseguenza, a nostro avviso, lo sono quelli sui tassi. Riteniamo che il grafico a punti (Fig. 12) sia incoerente con lo scenario dell'inflazione dei prossimi mesi. Pertanto, prevediamo tassi più elevati, con i **Fed Funds fra 3,5% e 3,75% a fine 2022 (rischio: 3,75%-4%)**, e un **punto di arrivo fra 4% e 4,5% a metà 2023**. Come la Fed, riteniamo che l'inflazione sia anche soggetta a fattori esogeni e che alla restrizione del 2022-23 seguirà un calo dei tassi nel 2024.

La crescita rallenterà, prima gradualmente, poi in modo più profondo. Rischi di recessione in aumento dal 2° semestre in poi

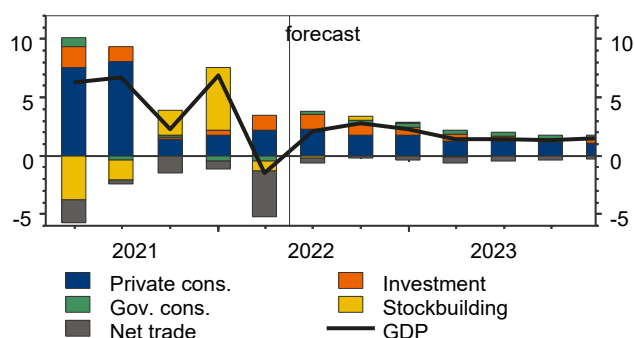
Scenario in mano alla Fed: modalità di rialzi "spediti" fino a quando le variazioni mensili non mostreranno "evidenza inoppugnabile" di rallentamento, possibile overshooting

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022			2023p					
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti ,a/a)	5.7	2.5	1.8	12.2	4.9	5.5	3.5	2.4	2.5	1.4	2.1	2.0	1.6
trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.5	2.1	2.8	2.2	1.4	1.5	1.3
Consumi privati	7.9	3.3	2.1	12.0	2.0	2.5	3.1	3.3	2.5	2.5	1.8	1.8	1.6
IFL - privati non residenziali	7.4	6.3	3.9	9.2	1.7	2.9	9.2	8.5	6.4	4.5	3.7	2.7	1.7
IFL - privati residenziali	9.2	-1.6	-0.9	-11.7	-7.7	2.2	0.4	1.0	-2.8	-3.0	-1.0	0.1	0.5
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.5	2.0	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	1.5	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
Esportazioni	4.5	4.8	4.8	7.6	-5.3	22.4	-5.4	7.5	6.5	5.5	4.1	4.0	4.0
Importazioni	14.0	10.9	4.8	7.1	4.7	17.9	18.3	6.5	4.9	5.1	5.0	4.5	4.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.9	0.0	-1.7	2.1	5.3	-0.9	-0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.1	-3.7										
Deficit Federale (% PIL)	-11.8	-5.4	-5.6										
Debito pubblico (% PIL)	150.6	143.7	143.6										
CPI (a/a)	4.7	7.6	3.4	4.8	5.3	6.7	8.0	8.3	7.8	6.4	4.9	3.2	2.9
Produzione Industriale (a/a)	5.5	5.4	1.8	1.6	0.8	0.9	1.9	2.0	0.7	0.4	0.3	0.2	0.3
Disoccupazione (%)	5.4	3.5	3.7	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.4	3.4	3.6	3.6	3.7
Federal Funds (%)	0.25	1.74	4.18	0.25	0.25	0.25	0.29	0.94	2.35	3.38	3.98	4.25	4.25

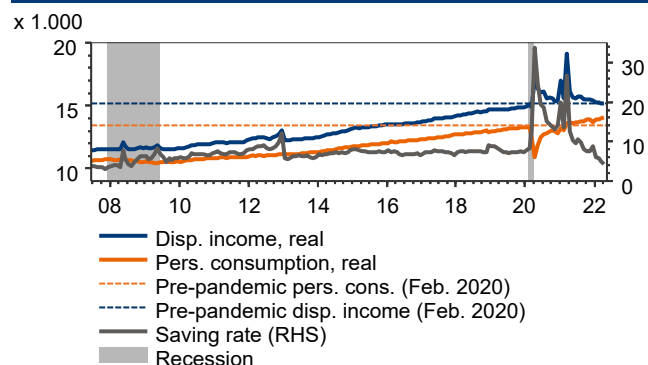
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL: previsioni di rallentamento sotto il potenziale, rischi verso il basso



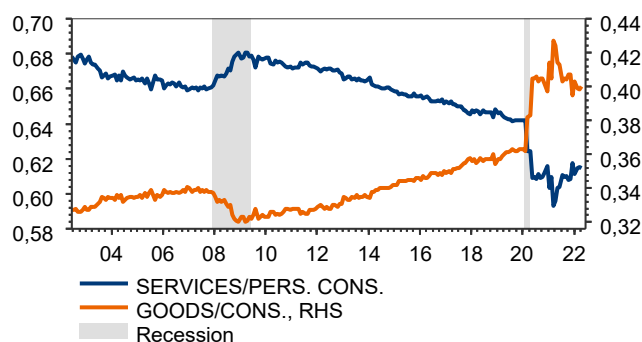
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – In questo ciclo anomalo, consumi e reddito disponibile hanno recuperato i livelli pre-recessivi in meno di 1 anno



Fonte: BEA

Fig. 3 – Il boom dei consumi di beni dovrebbe recedere, lasciando spazio a un riequilibrio della quota dei servizi sul totale



Fonte: BEA

Fig. 4 – L'offerta di lavoro è insufficiente a soddisfare la domanda: 1,9 posizioni aperte per ogni disoccupato



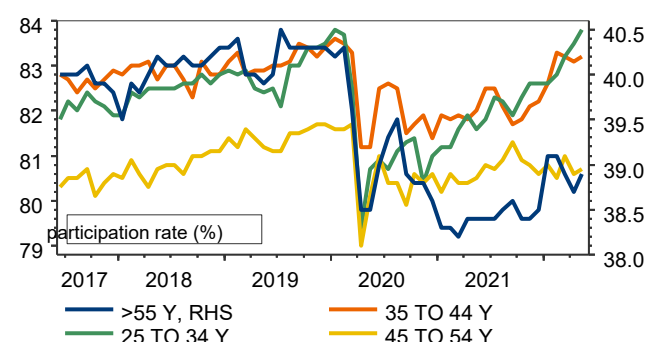
Fonte: BLS

Fig. 5 – La forza lavoro ha quasi recuperato il livello pre-pandemia, ma mancano quasi 3 mln di unità rispetto al trend



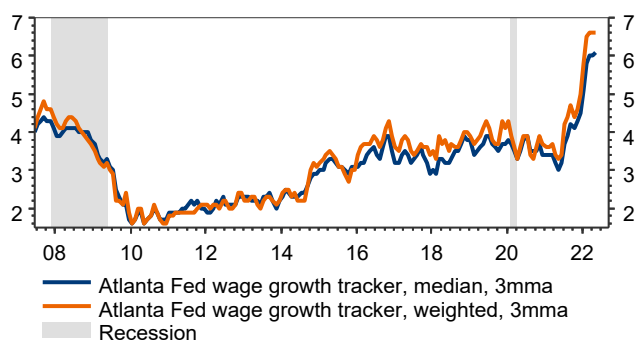
Fonte: BLS

Fig. 6 – Partecipazione delle coorti > 45 anni in stallo



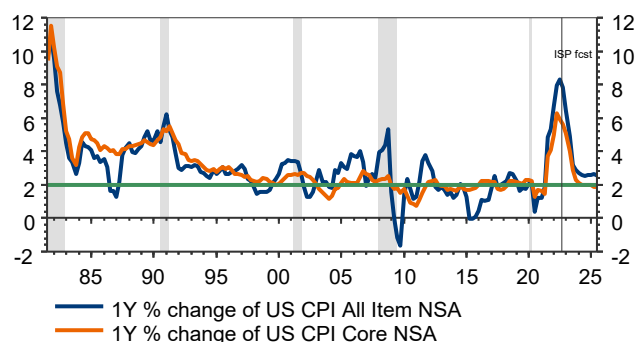
Fonte: BLS

Fig. 7 – La dinamica salariale deve rallentare verso il 3% per essere coerente con l'obiettivo di inflazione del 2%



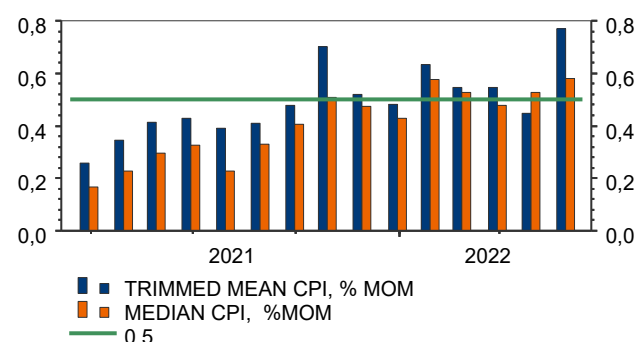
Fonte: BLS

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



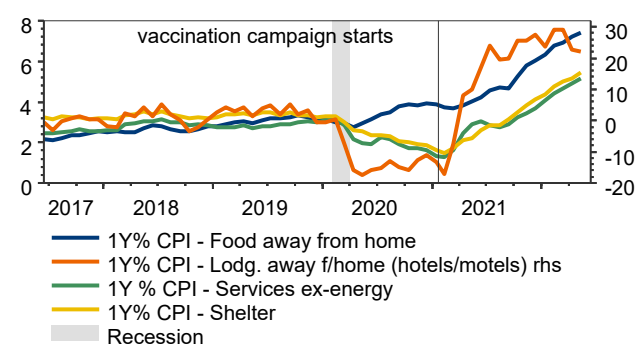
Fonte: BLS

Fig. 9 – Gli aumenti mensili dei prezzi core restano elevati e diffusi alla maggior parte delle voci



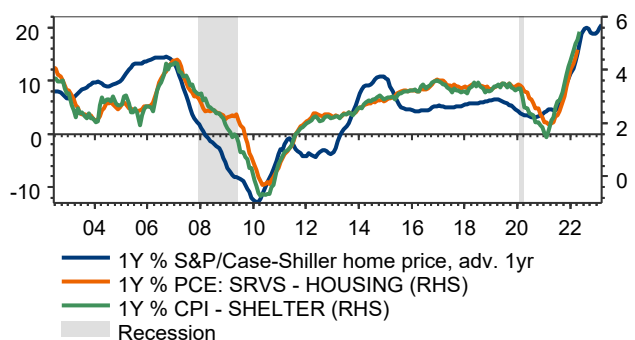
Fonte: Cleveland Fed

Fig. 10 – L'inflazione nei servizi è spinta dall'aumento della domanda e dai rialzi salariali



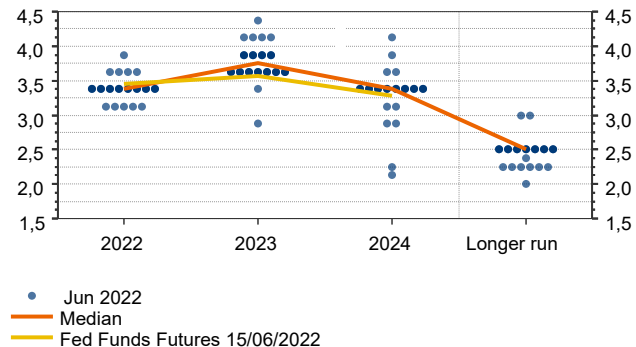
Fonte: BLS

Fig. 11 – Il capitolo abitazione continuerà a spingere l'inflazione



Fonte: BLS, S&P

Fig. 12 – Il grafico a punti ha fatto un balzo verso l'alto, di nuovo, e potrebbe non essere l'ultimo



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Area euro: crescita in rallentamento

Confermiamo uno scenario espansivo per l'area euro, ma con ampi rischi verso il basso. L'elevata inflazione, la svolta della politica monetaria, i riflessi del conflitto in Ucraina e il rallentamento cinese limitano le prospettive di crescita per i prossimi trimestri. Tuttavia, la ripartenza dei servizi, la tenuta del mercato del lavoro e un ciclo degli investimenti non ancora concluso dovrebbero permettere all'Eurozona un'espansione al 3% nel 2022 e al 2,1% l'anno successivo. L'inflazione dovrebbe ulteriormente peggiorare prima di migliorare (in particolare la componente core). La media annua è stimata al 7,3% nel 2022 e al 3,7% nel 2023. La BCE ha anticipato ancora i tempi della normalizzazione: tutti gli acquisti netti di titoli cesseranno da luglio; il prossimo mese i tassi ufficiali saliranno di 25pb, mentre a settembre saranno aumentati di 50pb; in seguito, il rialzo sarà "sostenuto" fino a quando le previsioni di inflazione non torneranno in linea con l'obiettivo. Questa strategia sta già incontrando ostacoli legati ad andamenti divergenti delle condizioni finanziarie negli stati membri, che stanno obbligando la BCE a introdurre misure specifiche.

Andrea Volpi

Il grado di incertezza sullo scenario per l'Eurozona resta intenso: l'elevata inflazione, la svolta della politica monetaria, i riflessi del conflitto in Ucraina e il rallentamento cinese limitano le prospettive di crescita nei prossimi trimestri. **Pur presentando rischi al ribasso legati alla tenuta della domanda, il nostro scenario centrale rimane moderatamente espansivo.**

Rischi al ribasso ma lo scenario resta moderatamente espansivo

A marzo, avevamo tagliato le previsioni di crescita per il biennio 2022-23 sulla base delle nostre stime d'impatto del conflitto in Ucraina; alla luce di un surriscaldamento dell'inflazione superiore alle attese, **abbiamo rivisto ulteriormente al ribasso le nostre proiezioni di crescita per i trimestri centrali dell'anno**, quando lo shock sui prezzi peserà sulla domanda interna e l'azione combinata dei lockdown cinesi e delle tensioni internazionali contribuirà a frenare l'attività industriale. Le nuove stime sarebbero coerenti con un'espansione al 2,7% **nel 2022**, ma l'ampia e inattesa revisione del consuntivo relativo al 1° trimestre, per via del volatile dato irlandese, ha implicazioni rilevanti sulla **media annua attesa**, che **risale** così **al 3%** (in linea con le stime contenute nel nostro precedente scenario). **Nel 2023 vediamo invece una crescita al 2,1%**, rivista al ribasso dal 2,4% di marzo.

PIL in crescita al 3% nel 2022 e al 2,1% nel 2023

Al momento **l'impatto del conflitto in Ucraina** sull'economia europea **si è trasmesso prevalentemente attraverso il canale dei prezzi**, a causa dello shock sulle materie prime, **e sulla fiducia dei consumatori**. Il morale delle famiglie è infatti crollato su livelli di norma coerenti con uno scenario recessivo (Fig. 1), dipingendo un quadro di accentuata debolezza per i consumi privati (Fig. 2). Il rincaro del costo della vita sta infatti erodendo i redditi disponibili, e la riaccelerazione dei salari attesa nei prossimi trimestri (Fig. 3) - stimiamo tra il 3,5 e il 4% in media d'anno nel 2022 - non riuscirà a tenere il passo con l'inflazione. A fine 2021, le famiglie disponevano di quasi 900 miliardi di euro di **risparmi in eccesso** (Fig. 4), circa il 10% del reddito disponibile annuo, a cui attingere per finanziare le proprie spese. Alla luce dell'incertezza di fondo e di aspettative d'inflazione su livelli ancora elevati, non ci aspettiamo un completo utilizzo dei fondi accumulati, che tuttavia rappresentano un elemento di supporto per le spese private durante lo shock inflattivo. Anche le **misure fiscali di sostegno** (Fig. 5) varate per proteggere consumatori e imprese dallo shock sui prezzi, al momento intorno all'1,5% del PIL nel complesso dell'Eurozona, dovrebbero aiutare le famiglie a più basso reddito, che non sono riuscite ad accumulare risparmi durante la pandemia e che sono le più penalizzate dall'aumento dei listini energetici e alimentari.

Al momento l'impatto del conflitto ha colpito soprattutto i consumatori

Inoltre, **le condizioni occupazionali dovrebbero rimanere complessivamente favorevoli**. Il tasso di disoccupazione è sui minimi da almeno il 1998, il numero di occupati ha recuperato i livelli di fine 2019 e le indagini di fiducia sono coerenti con una **domanda sottostante di lavoro ancora positiva** (Fig. 6). L'impatto del rallentamento congiunturale sul mercato del lavoro dovrebbe risultare complessivamente contenuto, o comunque concentrato nei settori più esposti allo shock

La domanda di lavoro è attesa restare positiva

energetico, come la manifattura, che però è caratterizzata da una minore intensità di lavoro rispetto ai servizi e alle costruzioni, dove lo scenario resta espansivo. Nei prossimi mesi ci aspettiamo quindi un rallentamento della crescita delle assunzioni, ma non vediamo segnali di un'inversione di tendenza per la disoccupazione. Pensiamo che il **tasso dei senza-lavoro possa stabilizzarsi attorno al 6,8% nel 2022**, prima di tornare a calare nel corso del 2023.

Dopo essersi contratti a cavallo tra il 2021 e il 2022, appesantiti dalla recrudescenza pandemica, **i consumi dovrebbero ripartire**, pur su ritmi complessivamente contenuti, **nei prossimi trimestri, in scia al ritorno ad abitudini di spesa più tradizionali** sull'onda del minor rischio sanitario e del completo rilascio delle restrizioni anti-Covid. Le indicazioni provenienti dai dati sulle prenotazioni nei ristoranti e sul traffico aereo sono coerenti con uno **spostamento degli acquisti dai beni ai servizi**, che dovrebbero essere quindi in grado di compensare la debolezza delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di auto. In sintesi, **vediamo consumi ancora in crescita in media annua nel 2022 ma in decelerazione rispetto alla solida performance del 2021** (poco sotto al 3%).

Dal lato dell'offerta saranno quindi i servizi a sostenere la crescita nei prossimi trimestri. In particolare, saranno i comparti più *contact intensive* (Fig. 7), come il turismo e i trasporti, che non hanno ancora recuperato i livelli pre-Covid, a beneficiare del ritorno alla normalità, e a contribuire in misura più decisiva al valore aggiunto. Nei trimestri centrali dell'anno la spinta delle riaperture permetterà ai servizi di **compensare l'attesa frenata manifatturiera** e impedire all'economia di contrarsi. Almeno nel 2° trimestre l'industria dovrebbe infatti agire da freno al PIL: il conflitto in Ucraina e il rincaro dei prezzi stanno iniziando a pesare sull'attività; è probabile che l'impatto dei lockdown in Cina non si sia ancora completamente manifestato, ma è probabile che una nuova recrudescenza nelle strozzature lungo le filiere produttive possa appesantire la produzione nei prossimi mesi. Le indagini iniziano inoltre a mostrare un deterioramento delle condizioni di domanda: se al momento le imprese possono fare affidamento sull'ampia disponibilità di commesse in fase, la contrazione dei nuovi ordinativi non offre prospettive incoraggianti per la **produzione industriale** (Fig. 8), che vediamo in **sostanziale stagnazione in media d'anno nel 2022**.

Sul fronte degli **investimenti delle imprese**, ci aspettiamo un rallentamento nel trimestre corrente, sulla scia di strozzature all'offerta ancora severe che limitano le consegne, nonché dell'incertezza sullo scenario geopolitico e macroeconomico internazionale (Fig. 9). Le condizioni creditizie si stanno inoltre facendo progressivamente meno favorevoli (Fig. 10). In prospettiva, forse già dal secondo semestre dell'anno, le spese in conto capitale potrebbero tornare a mostrare un maggior dinamismo, sostenute da bilanci aziendali ancora solidi (Fig. 11), da tassi reali ancora favorevoli, nonché dalla spinta verso la decarbonizzazione e la diversificazione delle fonti energetiche. L'utilizzo dei fondi NGEU dovrebbe stimolare gli **investimenti pubblici** mentre quelli in **costruzioni** potrebbero progressivamente decelerare, pur restando in territorio positivo, sostenuti da condizioni di domanda ancora solide e misure fiscali favorevoli (Fig. 12).

Per quanto riguarda infine il canale estero, **vediamo un contributo sostanzialmente nullo delle esportazioni nette al PIL in media annua nel 2022**. Oltre alla decelerazione della ripresa globale, anche le sanzioni verso la Russia dovrebbero pesare sull'export (a marzo le vendite di beni verso Mosca si sono dimezzate rispetto al mese precedente), mentre lo shock sui prezzi energetici e sui costi di produzione dovrebbe penalizzare la competitività delle imprese.

I consumi dovrebbero tornare a crescere dopo la contrazione subita a cavallo d'anno

I servizi dovrebbero più che compensare la frenata nel manifatturiero

Il ciclo degli investimenti non appare terminato

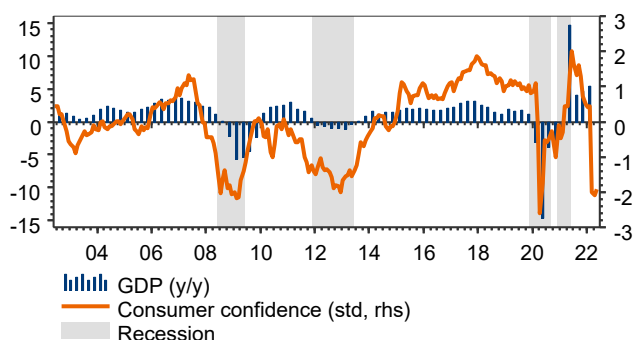
Rallentamento globale e shock sui prezzi colpiranno le esportazioni

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022			2023p			
				2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.0	2.1	14.7	4.0	4.7	5.4	3.4	1.4	1.7	2.1
-t/t				2.2	2.3	0.2	0.6	0.2	0.4	0.5	0.6
Consumi privati	3.6	2.8	1.9	3.8	4.5	-0.3	-0.7	0.3	0.4	0.4	0.6
Investimenti fissi	4.1	4.2	4.7	1.4	-0.9	3.1	0.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Consumi pubblici	3.9	0.8	0.7	1.9	0.4	0.4	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	10.8	4.6	2.7	3.2	1.9	2.7	0.4	0.1	0.5	0.6	0.8
Importazioni	8.7	5.1	2.9	3.3	1.4	4.7	-0.6	0.4	0.5	0.6	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.5	-0.1	-0.6	-0.2	0.4	0.6	-0.1	-0.2	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	1.4	1.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.8	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	95.6	96.7	95.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.6	7.3	3.7	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.1	6.9	5.5
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.6	2.8	23.2	6.0	0.2	-0.3	-0.6	0.8	2.3	2.2
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.8	6.7	8.1	7.5	7.1	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.10	1.27	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.39	0.05	0.49	0.86
EUR/USD	1.18	1.09	1.13	1.20	1.18	1.14	1.12	1.07	1.07	1.10	1.11

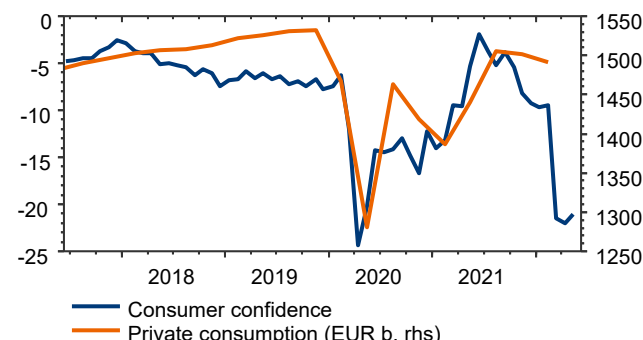
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Il morale dei consumatori è crollato su livelli coerenti con uno scenario recessivo...



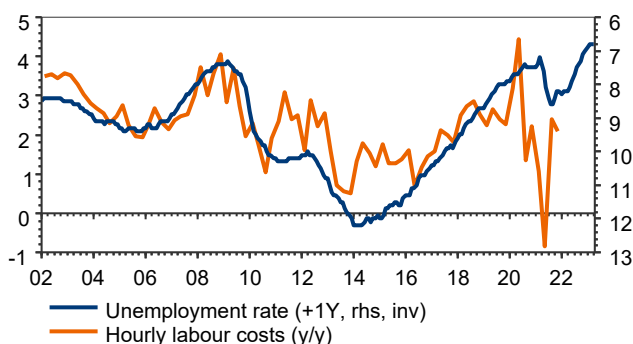
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Fig. 2 - ... segnalando rischi al ribasso per i consumi privati



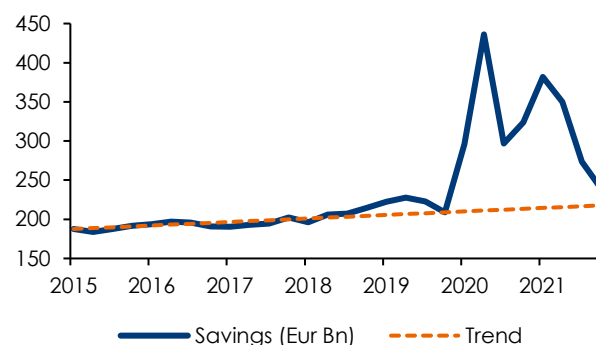
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Fig. 3 - Il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe spingere al rialzo i salari



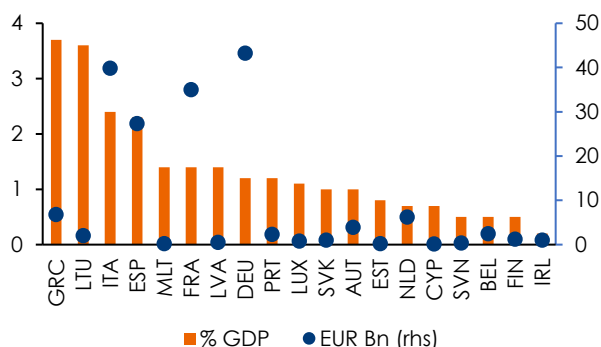
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

Fig. 4 - I consumatori dispongono di quasi 900 miliardi di risparmi in eccesso accumulati



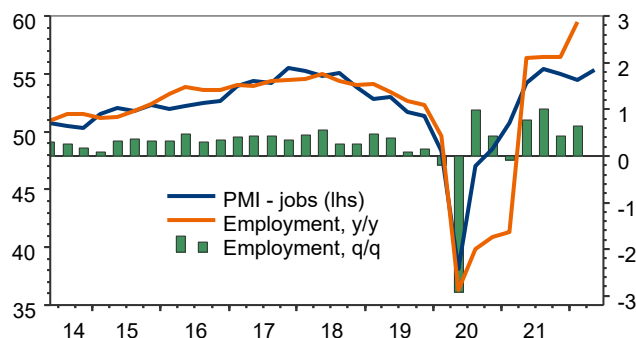
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 5 – Misure fiscali varate da settembre 2021 per proteggere consumatori e imprese dal rincaro dell'energia



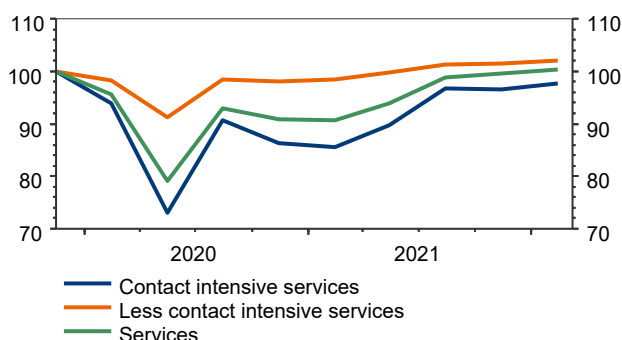
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bruegel, fonti nazionali

Fig. 6 – Le indagini sono coerenti con una dinamica occupazionale ancora positiva



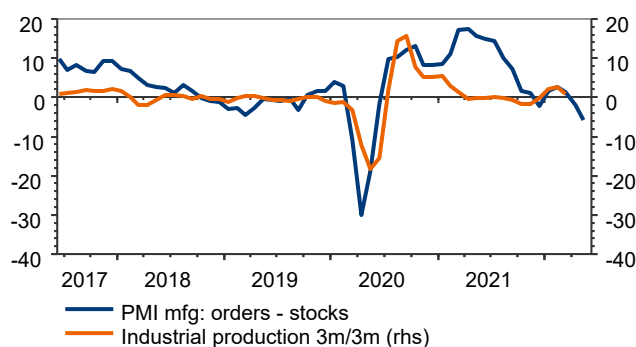
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

Fig. 7 – Il recupero dell'attività nei servizi contact intensive continuerà a sostenere la ripresa



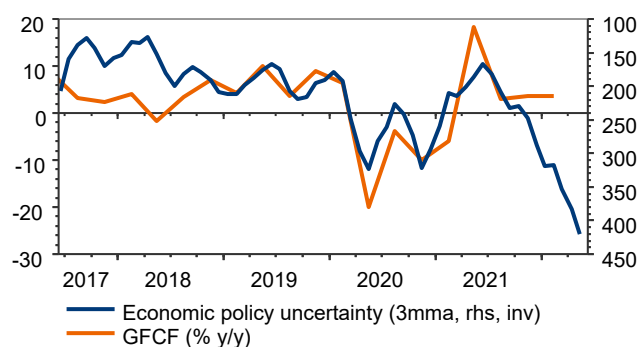
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 – La contrazione degli ordinativi non offre presupposti incoraggianti per la produzione industriale nei prossimi mesi



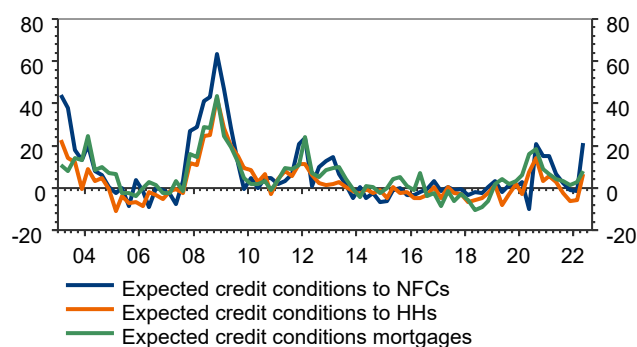
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

Fig. 9 – L'incertezza dovrebbe pesare sugli investimenti fissi



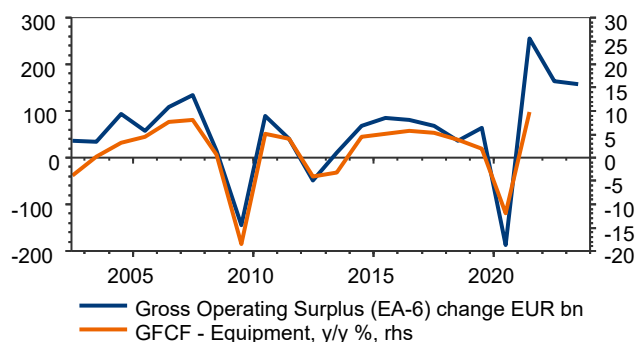
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, policyuncertainty.com

Fig. 10 – Le istituzioni finanziarie anticipano condizioni creditizie più restrittive nei prossimi mesi



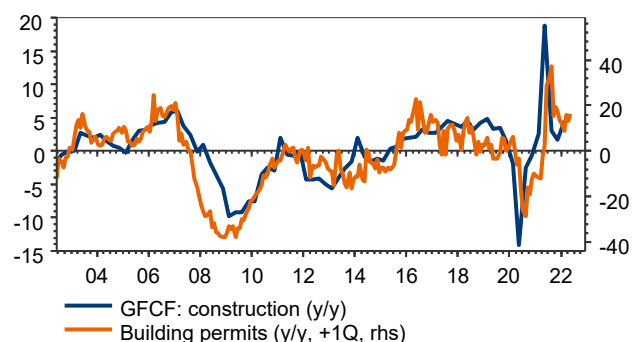
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 11 – I bilanci aziendali restano solidi e coerenti con una dinamica ancora positiva delle spese in conto capitale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Fig. 12 – Gli investimenti in costruzioni dovrebbero restare in territorio espansivo nel 2022



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

NGEU e REPowerEU: un aggiornamento

Tutti i Paesi membri dell'area euro ad eccezione dei Paesi Bassi hanno presentato i propri **Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza** e richiesto di poter accedere alle sovvenzioni, mentre solo cinque (Italia, Grecia, Portogallo, Slovenia e Cipro) hanno fatto ricorso ai prestiti comunitari; al momento però solo Italia e Grecia hanno già dichiarato l'intenzione di utilizzare l'intero ammontare disponibile. In ogni caso sarà possibile richiedere l'accesso alla linea di credito fino al 31 agosto 2023, con la Spagna (che avrebbe diritto a un plafond massimo di oltre 80 miliardi di euro), che probabilmente presenterà domanda in futuro.

I piani presentati sono già stati approvati dalla Commissione che ha poi proceduto a versare i prefinanziamenti (13% dell'ammontare totale di sovvenzioni e prestiti) agli Stati che ne hanno fatto richiesta (tutti tranne l'Irlanda).

Tavola riassuntiva finanziamenti NGEU (dati in miliardi di euro)

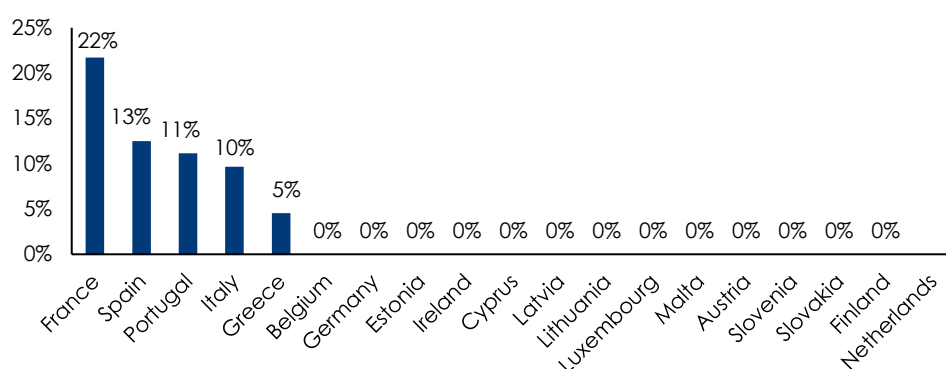
	Presentazione PNRR	Sovvenzioni disponibili (a)	Prestiti richiesti (b)	Totale fondi disponibili (a+b)	Pre-finanziamento (c)		1° tranche (d)		Fondi ancora da versare (a+b-c-d)
					prestiti	sovvenzioni	prestiti	sovvenzioni	
Belgio	30/04/2021	5.9	-	5.9		0.8		-	5.1
Germania	28/04/2021	25.6	-	25.6		2.3		-	23.3
Estonia	18/06/2021	1.0	-	1.0		0.1		-	0.9
Irlanda	28/05/2021	1.0	-	1.0		-		-	1.0
Grecia	27/04/2021	17.8	12.7	30.5	2.3	1.7	1.9	1.7	22.9
Spagna	30/04/2021	69.5	-	69.5		9.0		10.0	50.5
Francia	28/04/2021	39.4	-	39.4		5.1		7.4	26.9
Italia	30/04/2021	68.9	122.6	191.5	15.9	9.0	11.0	10.0	145.6
Cipro	17/05/2021	1.0	0.2	1.2	0.03	0.1		-	1.1
Lettonia	30/04/2021	2.0	-	2.0		0.2		-	1.8
Lituania	14/05/2021	2.2	-	2.2		0.3		-	1.9
Lussemburgo	30/04/2021	0.1	-	0.1		0.0		-	0.1
Malta	13/07/2021	0.3	-	0.3		0.0		-	0.3
Paesi Bassi	-	6.0	-	6.0		-		-	-
Austria	30/04/2021	3.5	-	3.5		0.4		-	3.1
Portogallo	22/04/2021	13.9	2.7	16.6	0.4	1.8	0.6	0.6	13.2
Slovenia	30/04/2021	1.8	0.7	1.8	-	0.2	-	-	1.6
Slovacchia	29/04/2021	6.3	-	6.3		0.8		-	5.5
Finlandia	27/05/2021	2.1	-	2.1		0.3		-	1.8
Eurozona		268.3	138.2	406.5	18.6	32.1	13.5	29.7	312.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Perché al prefinanziamento, condizionato all'approvazione da parte di Commissione e Consiglio dei PNRR, facciano seguito le successive tranche di pagamento (al massimo due all'anno), è necessario che i Paesi raggiungano gli obiettivi, in termini di investimenti e riforme, concordati tra i governi nazionali e le istituzioni europee. In particolare, una volta che gli Stati dovessero raggiungere i *Milestone* e *Target*³ concordati, la Commissione ha due mesi di tempo per valutarne i progressi, a cui seguono quattro settimane perché un comitato formato dai rappresentanti dei Paesi membri possa approvare il pagamento.

Al momento, tra tutti i Paesi dell'UE, solo cinque (Spagna, Francia, Grecia, Italia e Portogallo) hanno raggiunto i primi obiettivi e ottenuto il primo esborso; ad aprile di quest'anno, la Spagna ha già richiesto il secondo (che potrebbe quindi giungere durante l'estate).

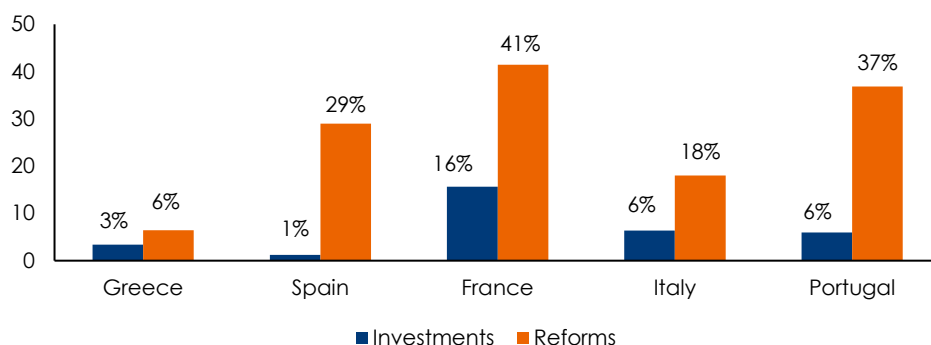
Tasso di raggiungimento degli obiettivi contenuti nei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

In particolare, tra i Paesi che, secondo la Commissione, hanno già raggiunto i primi obiettivi concordati, la prevalenza è rappresentata dalle riforme varate che, come nel caso spagnolo, spesso sono retrodatate e fanno riferimento a misure già implementate nel corso del 2021. È comunque la Francia il Paese che si trova meglio posizionato per raggiungere gli obiettivi del Piano: il Governo di Parigi ha infatti già varato oltre il 40% delle riforme previste (17 su 41) e circa il 16% degli investimenti (21 su 134).

Tasso di raggiungimento di riforme e investimenti programmati al momento della richiesta della prima rata

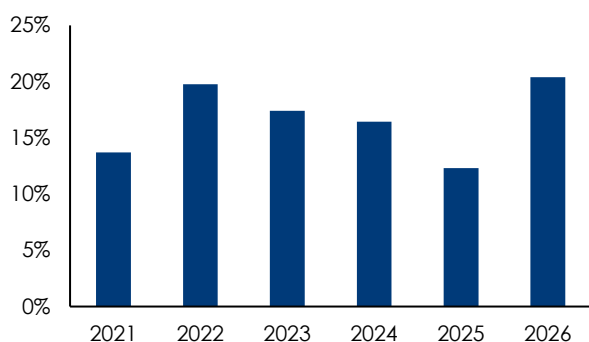


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

³ Le *Milestone* sono "fasi rilevanti di natura amministrativa e procedurale", cioè individuano le fasi chiave di attuazione (es. legislazione) per raggiungere riforme o investimenti. I *Target* sono i risultati attesi dagli interventi, quantificati con indicatori misurabili. Ogni riforma o investimento può essere espressione di diversi *Milestone* e *Target*.

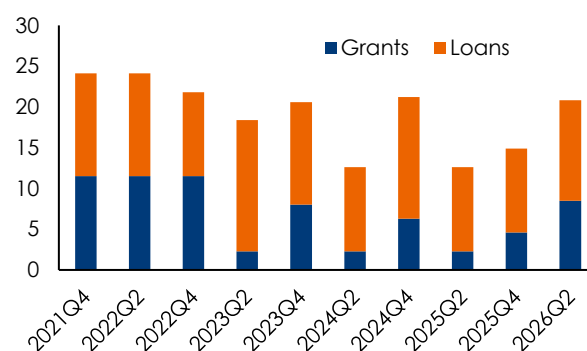
In **Italia**, dopo il prefinanziamento di 24,9 miliardi (9 miliardi di sovvenzioni, 15,9 miliardi di prestiti) ottenuto lo scorso agosto, ad aprile 2022 è giunta la prima tranche di pagamento pari a 21 miliardi (10 miliardi di sovvenzioni, 11 miliardi di prestiti). Perché venga sbloccata la seconda rata dei fondi da altri 24 miliardi entro la fine dell'estate, il Governo dovrà raggiungere 45 target entro fine giugno (di cui 30 investimenti e 15 riforme), ormai quasi tutti in fase di avvicinamento. In particolare, secondo l'aggiornamento governativo del 5 giugno, ne sono già stati raggiunti 18, 15 sono vicini alla finalizzazione e su 10 il grado di implementazione è in linea con le attese (solo su 2 l'iter sarebbe più lento del previsto).

Italia: programma di raggiungimento di Milestones e Targets in % del totale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Presidenza del Consiglio dei Ministri, MEF, Commissione Europea

Italia: programma di richiesta dei fondi (mld euro)



Nota: i riferimenti temporali sono relativi al periodo di richiesta. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione Europea

Nel frattempo, i Paesi europei devono fare i conti con lo shock energetico seguito allo scoppio del conflitto russo-ucraino, e con il rischio di un taglio delle forniture di gas naturale da parte della Russia. In occasione del Consiglio Europeo di marzo è stato raggiunto un accordo sull'obiettivo di graduale riduzione della dipendenza dall'import energetico da Mosca di circa due terzi entro fine 2022 (circa 100 miliardi di metri cubi all'anno); una totale indipendenza sarebbe raggiunta solo entro il 2027.

La Commissione Europea ha quindi presentato il piano **REPowerEU** che si innesta sul progetto *Fit for 55* in modo da integrare l'obiettivo di garantire la sicurezza energetica con quello della transizione ecologica. In particolare, il piano si declina in quattro punti: risparmi energetici; diversificazione dei combustibili; energia elettrica rinnovabile; riforme e investimenti intelligenti. Oltre ai risparmi nell'utilizzo dell'energia (di non facile realizzazione se non attraverso il canale dei prezzi) e ad una maggiore produzione tramite fonti rinnovabili da strutture esistenti, l'azione più immediata è la diversificazione delle fonti di gas. Nello specifico la diversificazione dovrebbe essere raggiunta grazie a maggiori acquisti di gas liquefatto (per esempio di origine statunitense) e a flussi da gasdotti provenienti da altre aree geografiche (come Norvegia e Algeria).

Sul fronte finanziario gli investimenti necessari previsti da REPowerEU richiedono una **dotazione finanziaria di circa 280 miliardi di euro** che verrà integrata all'interno del NGEU. La maggior parte dei fondi deriva dai 225 miliardi di prestiti previsti e già disponibili, ma non richiesti nell'ambito della RRF. Altri 20 miliardi dovrebbero derivare dalla vendita di quote di emissione ETS, mentre i fondi rimanenti dovrebbero derivare dalla riallocazione di risorse provenienti dai fondi di coesione e dalla politica agricola comune (fino al 12,5% del totale).

In **Italia**, dove il gas russo rappresenta circa il 40% delle importazioni totali di gas naturale, i primi dati relativi al 1° trimestre del 2022 evidenziano un calo medio dei flussi russi di circa il 20% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, e più intenso nel secondo trimestre. La flessione è stata bilanciata prevalentemente da maggiori ingressi dal Nord Europa e dall'Azerbaijan attraverso

gasdotti esistenti. Nei trimestri successivi, ai maggiori flussi in ingresso provenienti da altri Paesi si dovrebbero sommare gli acquisti di GNL e permettere un graduale ridimensionamento della dipendenza da Mosca. In questo modo, anche nel caso di una progressiva riduzione delle importazioni russe, sarebbe possibile ricostituire le scorte fino al 90% durante l'estate in modo da raggiungere i trimestri autunnale e invernale (quando per ragioni stagionali l'utilizzo di gas è maggiore) con un minor rischio di razionamento (tale obiettivo appare però di difficile realizzazione visto che l'attuale grado di riempimento degli stoccaggi è al 54%). Nel caso di un taglio immediato delle forniture però una diversificazione delle fonti sarebbe decisamente più sfidante e il rischio di razionamento non sarebbe trascurabile (in uno scenario non particolarmente favorevole, circa il 20% di gas russo non riuscirebbe ad essere sostituito, portando ad una riduzione dei consumi totali di gas intorno all'8%).

Gli ultimi sviluppi sul fronte delle forniture di gas lasciano però intravedere il materializzarsi di uno scenario intermedio che non renderebbe necessario un razionamento del gas (gli sviluppi sui flussi nelle prossime settimane saranno determinanti), ma limiterebbe la ricostituzione degli stoccaggi durante l'estate. In questo modo si arriverebbe all'autunno con significative pressioni al rialzo sui prezzi in grado di frenare la ripresa a cavallo tra il 2022 e il 2023.

Tavola riassuntiva piano REPowerEU

Piano REPower	Gas risparmiato (mld di m ³)	Dettagli	Investimenti necessari (mld euro)
Risparmi			
Cittadini	10	Campagna sul risparmio energetico "Playing my part"	-
Settore residenziale	37	Efficienza energetica e pompe di calore	56
Industria	12	Efficienza energetica ed elettrificazione	41
Riduzione della domanda	-	Piano coordinato dell'UE di riduzione della domanda	-
Diversificazione dei combustibili			
GNL e gas via gasdotto	50 (GNL) + 10 (gasdotto)	Obbligo di diversificazione, acquisti in comune, protocolli d'intesa con paesi partner, adozione della proposta sullo stoccaggio	-
Biometano	17	Piano d'azione per il biometano	37
Idrogeno rinnovabile	27	Creazioni distretti dell'idrogeno, strumenti di acquisto comune per idrogeno, fondo per l'innovazione	27
Energia elettrica rinnovabile			
Solare ed eolico	21	Aumento obiettivi delle rinnovabili, iniziativa per tetti solari, alleanza per il solare, progetti comuni	86
Autorizzazioni	-	Modifica della direttiva rinnovabili	-
Riforme e investimenti intelligenti			
Infrastrutture	-	Valutazione integrata delle carenze e delle esigenze infrastrutturali nell'UE	29 (reti elettriche) + 10 (stoccaggio energia elettrica) + 10 (gas) + 1,5 (infrastruttura dell'idrogeno)
RRF	-	Proposta RRF riveduta di quasi 300 mld (225 mld di prestiti + 72 mld di sovvenzioni)	-
Fondo per l'innovazione	-	Proposta riveduta sul Fondo per l'innovazione con contratti per differenza sul carbonio	-
Meccanismo per collegare l'Europa	-	-	-
Riforme	-	Semestre europeo Raccomandazioni specifiche per paese Orientamenti sugli accordi di compravendita di energia	-
Totale	174		283.5

Fonte: Intesa Sanpaolo, Piano REPowerEU

Inflazione: l'allerta resta elevata

L'inflazione nell'Eurozona ha toccato l'8,1% a/a in maggio, il massimo dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili), ed è attesa ancora peggiorare prima di migliorare: **il picco si potrebbe vedere all'8,6% a/a a giugno**. Al rialzo di maggio hanno contribuito l'energia (39,2% a/a) e gli alimentari (7% a/a), ma non solo: **il trend dell'inflazione core** (al netto di energia e alimentari freschi) **è riaccelerato**, con un incremento di 0,7% m/m (4,4% a/a), dopo 1,2% m/m di aprile.

Al di là delle pressioni esogene, **il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici avrà un peso non trascurabile sulla dinamica annua dell'inflazione**. Il primo elemento di preoccupazione viene proprio dall'accelerazione della componente alimentare⁴, che, oltre ai rincari energetici, sta iniziando a incorporare le spinte derivanti dai problemi all'offerta legati al conflitto tra Russia e Ucraina e fattori locali (per esempio, la siccità in alcune zone produttive). La continua crescita dei beni manufatti ex-energia segnala che i rialzi dei prezzi a monte (rincari delle materie prime, persistenza di colli di bottiglia all'offerta) potrebbero diventare più pervasivi. I servizi si confermano il settore meno impattato dai rincari energetici; gli incrementi oggi osservabili (in particolare nel comparto alberghiero e ristorazione) potrebbero riflettere un adeguamento del livello dei prezzi alla normalizzazione della domanda dopo gli effetti dello shock pandemico.

L'aumento generalizzato dei prezzi nell'Eurozona nasconde forti asimmetrie tra Paesi (vedi Fig. 17). Lo shock esogeno legato all'aumento dei prezzi delle commodity sembra aver impattato maggiormente i Paesi core (nei Paesi Bassi l'inflazione energia ha toccato un picco del 99,6% a/a in marzo; in Belgio attualmente è al 65,5% a/a); di contro, l'inflazione di fondo si è mostrata più vivace in alcuni Paesi della periferia (Portogallo: 5,8%; Grecia: 4,8%), i quali potrebbero risultare più esposti a meccanismi di trasmissione dei rincari energetici.

Rispetto allo scenario di marzo, rivediamo significativamente al rialzo la nostra previsione di inflazione 2022, al 7,3%, e 2023, al 3,7%. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere l'indice generale toccare un picco nel 3° trimestre (intorno all'8,1%) e poi intraprendere un trend di lenta discesa, lievemente più pronunciato rispetto alla dinamica core e legato ad effetti base negativi dalla componente energia.

La revisione al rialzo delle stime è quasi esclusivamente dovuta alla componente di fondo, attesa ora al 4,1% nel 2022 e al 3,6% il prossimo anno. La media troncata al 30% (un indicatore osservato con attenzione dalla BCE) è salita ulteriormente ad aprile. Generalmente, come mostra il grafico nella Fig. 19, la media troncata tende ad anticipare le svolte degli altri indicatori di inflazione sottostante e suggerisce possibili nuovi rialzi della dinamica core nei prossimi mesi, anche più marcati rispetto alle nostre stime.

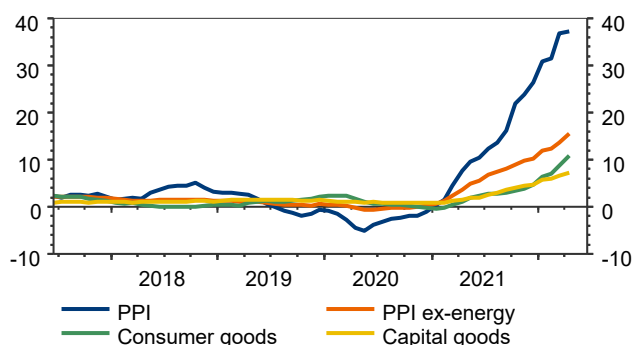
In conclusione, **i rischi sulla dinamica dell'inflazione core sono ancora verso l'alto, a meno di un miglioramento del contesto internazionale**. Rischi al rialzo potrebbero venire anche dalla dinamica salariale, attesa accelerare marcatamente nella seconda parte dell'anno. Se il recupero di potere d'acquisto avvenisse mediante misure una tantum, o fosse diluito nel tempo, o se la domanda finale rallentasse più delle attese, il rischio di spirale prezzi-salari rimarrebbe contenuto.

Anche i rischi per la dinamica del CPI energia sono ancora verso l'alto, data l'elevata incertezza sul fronte geopolitico e possibili sorprese dal lato della domanda. Nei prossimi mesi, l'inflazione sarà solo parzialmente e temporaneamente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici. Non possiamo, inoltre, escludere scenari più estremi: se si intensificassero i recenti episodi di taglio delle forniture di gas naturale dalla Russia, aumenterebbero i rischi di un profilo dei prezzi delle materie prime energetiche più elevato più a lungo, con effetti sull'inflazione più forti e duraturi.

⁴ La componente degli alimentari freschi, che sono attesi chiudere il 2022 con una media annua sopra il 9%, risulta la più colpita dallo shock energetico.

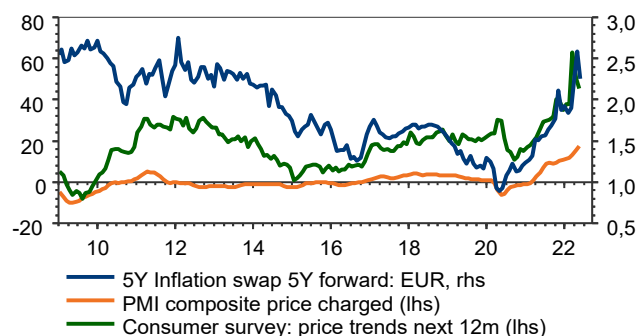
Aniello Dell'Anno

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



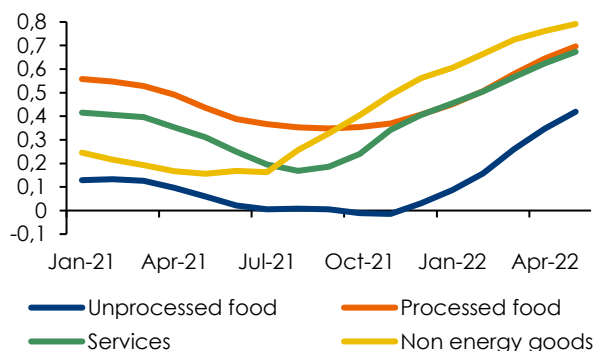
Fonte: Eurostat

Fig. 14 – Aspettative di inflazione



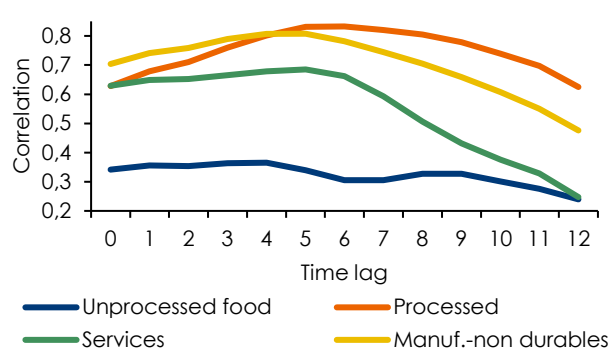
Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

Fig. 15 – La continua crescita della correlazione contemporanea tra le principali componenti del CPI e l'energia segnala effetti di trasmissione in atto...



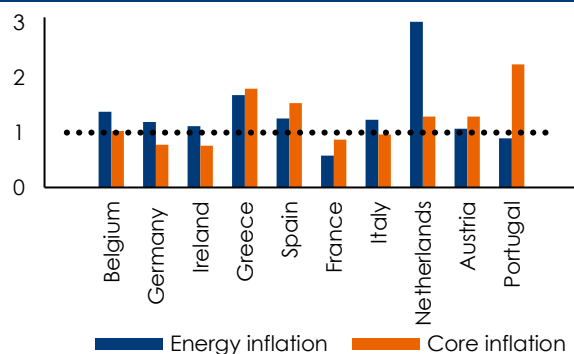
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 16 –...mentre la correlazione incrociata anticipa che il picco dovrebbe toccarsi nei prossimi mesi, a meno di nuovi shock energetici



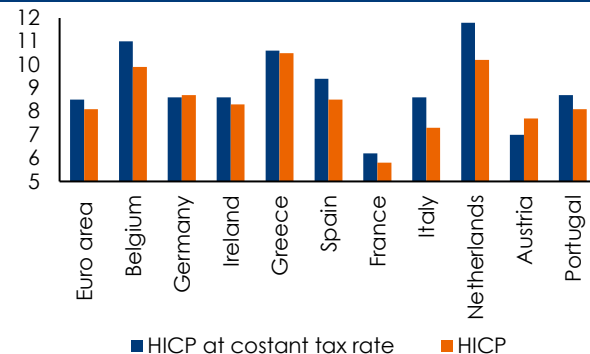
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 17 – Un ratio tra deviazioni standard Paesi ed area euro maggiore di 1 indica un più alto impatto dello shock su inflazione energia e/o core rispetto alla media Eurozona



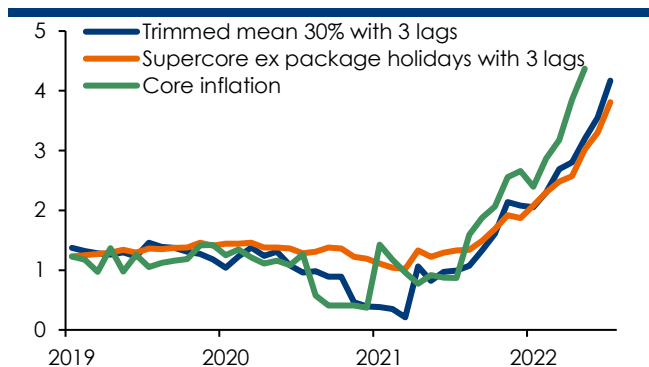
Nota: nel grafico è riportato il rapporto tra deviazione standard di inflazione energetica e sottostante per paese (con dati da ottobre 2021 a maggio 2022) e la corrispettiva deviazione standard dell'intera Eurozona.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 18 – Le misure dei Governi hanno contribuito solo moderatamente a calmare i rialzi dei prezzi in maggio



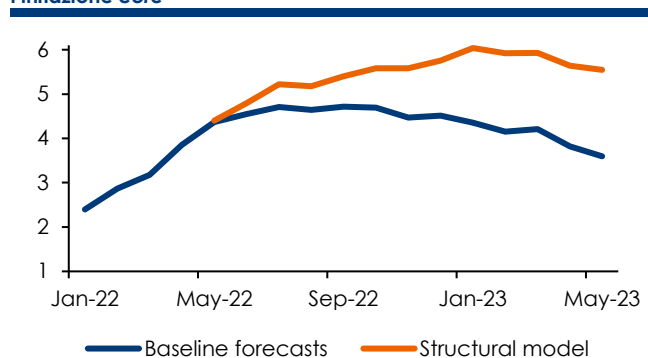
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 19 – Misure sottostanti di inflazione, variazione % a/a



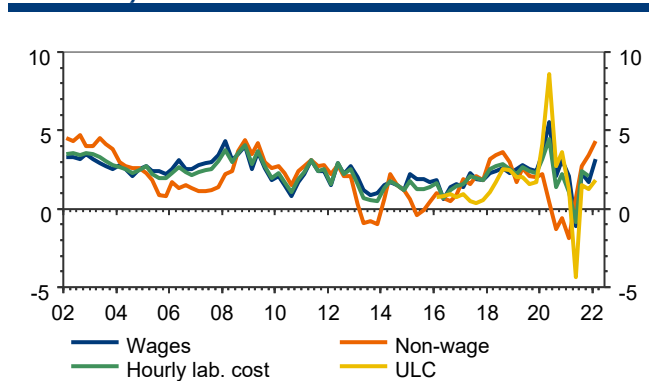
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg ed Eurostat

Fig. 20 – La nostra modellistica segnala rischi al rialzo per l'inflazione core



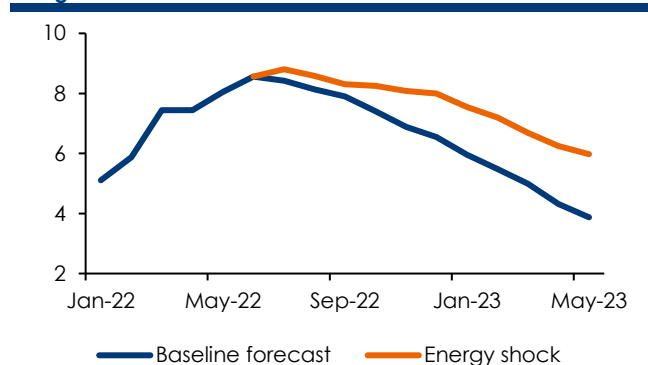
Nota: il modello strutturale stima l'inflazione core utilizzando il nostro scenario base dei prezzi dell'energia, la disoccupazione e una proxy dei colli di bottiglia all'offerta. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 21 – I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 22 – Inflazione headline: scenario base vs. nuovo shock energetico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Inizia la fase di rialzo dei tassi ufficiali BCE: "graduata" ma "sostenuta"

Le nuove spiacevoli sorprese arrivate dai dati di inflazione e i segnali di relativa tenuta dell'attività economica reale hanno indotto la BCE ad accelerare di nuovo il processo di normalizzazione della politica monetaria. L'analisi dello scenario prodotta dallo staff BCE è ora molto simile alla nostra, e prospetta almeno due anni di inflazione largamente sopra l'obiettivo anche nelle misure ristrette: nel 2024, l'indice senza energia ed alimentari freschi dovrebbe salire del 2,3% a/a.

Luca Mezzomo

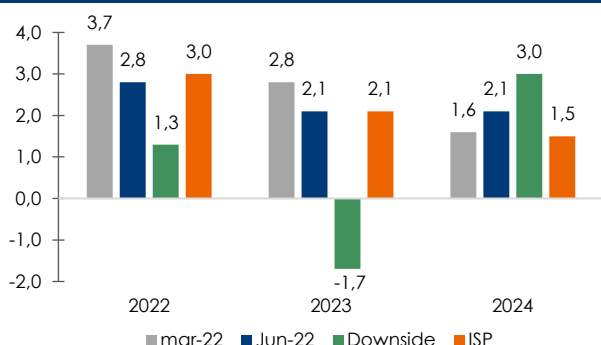
La BCE si è sbilanciata più del previsto nell'indicare una tabella di marcia per i prossimi mesi. Gli acquisti netti saranno completamente interrotti dal 1° luglio. **Il 21 luglio sarà attuato il primo rialzo dei tassi ufficiali, già indicato in 25 punti base. L'abbandono dei tassi negativi avverrà l'8 settembre, quando si prospetta un rialzo di 50 punti base** (25pb se per allora le proiezioni di inflazione a medio termine saranno scese al 2%). Su questa parte dell'indirizzo la forza della promessa è elevata, e non ci sembra plausibile che i tassi salgano di 100pb, come scontato dalla curva OIS: è quasi certo che il rialzo sarà di 75 centesimi. Invece, non c'è un indirizzo altrettanto forte **per i mesi seguenti: la BCE prospetta un aggiustamento dei tassi ufficiali "graduato" (cioè di 25pb per volta) ma "sostenuto"**, che potrebbe indicare la prospettiva di muovere i tassi a ogni riunione. Il punto finale di questo processo non è definito quantitativamente, ma soltanto sulla base del ritorno delle previsioni di inflazione al 2%. **Al momento, ipotizziamo che il tasso sui depositi salga di 25 punti base a ogni trimestre per arrivare a 1,50% nel 2023, ma lo scenario alternativo di rialzi serrati di 25 punti base a ogni riunione è plausibile, in particolare se nel frattempo la BCE avrà trovato il modo di ridurre la volatilità dei mercati obbligazionari** (v. sotto).

In tal caso, finiremmo il 2022 a 0,75-1,00% invece che a 0,50%, e il livello 'neutrale' sarebbe conseguito entro la primavera 2023. I mercati ormai si aspettano che anche la BCE dovrà portare i tassi oltre tale livello.

Il tema della riduzione del bilancio non è stato ancora affrontato dalla BCE, che opera in un contesto molto più complesso rispetto a Fed e Bank of England. La BCE deve evitare che le condizioni finanziarie varino in modo eccessivamente disomogeneo tra paesi per fattori diversi dai fondamentali specifici (questi ultimi, infatti, devono essere affrontati dalle autorità nazionali). La riduzione del bilancio dovrà essere attuata con cautela, alla luce della forte volatilità già creata dalla fine degli acquisti netti e dall'avvio della fase di rialzo dei tassi. Per il momento, la BCE prevede di continuare i reinvestimenti PEPP fino al dicembre 2024, mentre i reinvestimenti APP continueranno "per molto tempo" dopo il 21 luglio, ma potrebbero essere ridotti già nel 2023.

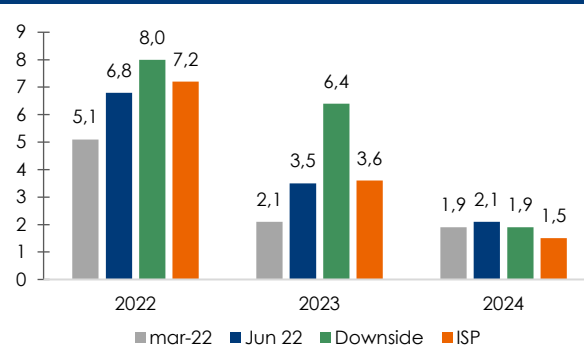
La riunione del 9 giugno è stata seguita da un'impennata della volatilità sui mercati del debito sovrano, con forte e diffuso allargamento dei premi per il rischio. Fino al 15 giugno, la BCE si era limitata a prospettare la generica possibilità di interventi, senza peraltro offrire dettagli. **Mercoledì 15**, però, **una riunione straordinaria del Consiglio Direttivo ha dato via libera alla flessibilità dei reinvestimenti PEPP e ha prospettato il lancio in tempi ravvicinati di uno strumento per contrastare l'eccessiva divergenza delle condizioni finanziarie fra paesi**. Nulla è stato detto sulle caratteristiche di tale strumento, ma riteniamo che i criteri di accesso saranno leggeri (forse il rispetto delle raccomandazioni della Commissione Europea) e che l'attivazione potrebbe dipendere da una griglia di parametri interni piuttosto che dalla richiesta dello Stato membro.

Fig. 23 – Le nuove previsioni dello staff BCE: crescita del PIL...



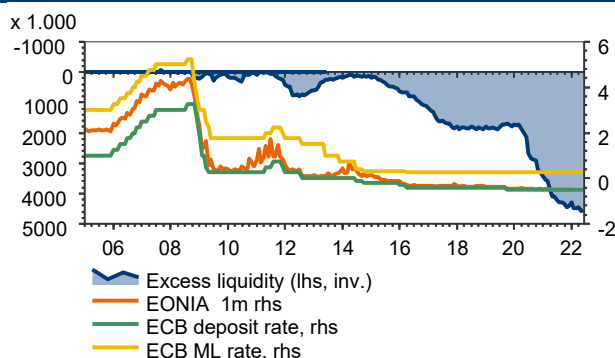
Fonte: BCE, Staff Macroeconomic Projections, giugno 2022, e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 24 – ... e inflazione, a confronto con le nostre



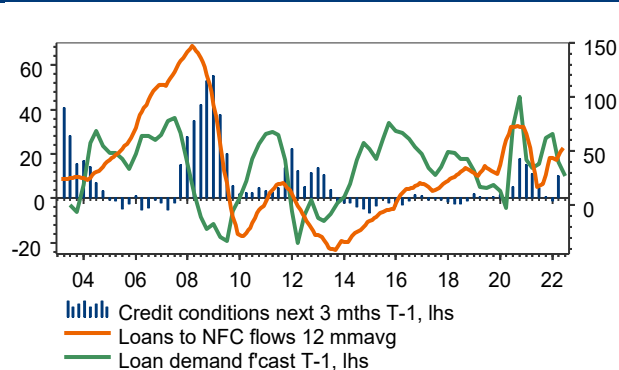
Fonte: BCE, Staff Macroeconomic Projections, giugno 2022, e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 25 – Eccesso di liquidità e tassi monetari



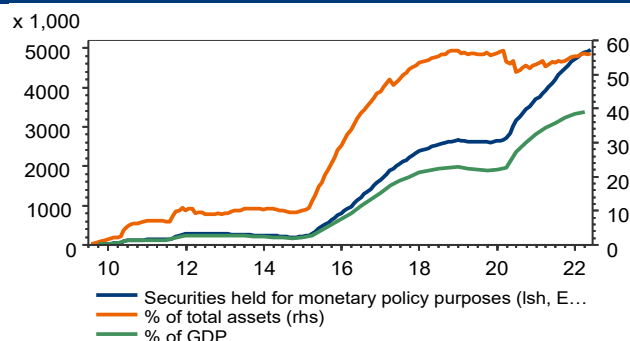
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv-Datastream

Fig. 26 – Condizioni del credito, domanda di credito e nuovi prestiti



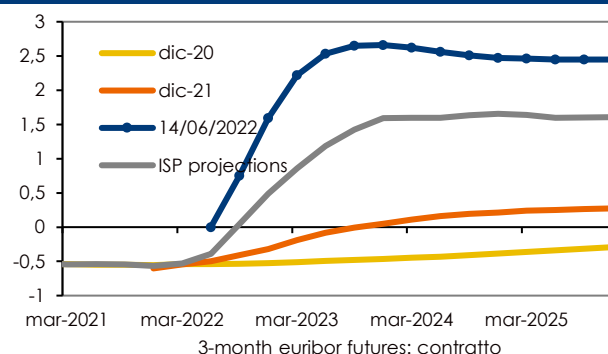
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni. Fonte: BCE

Fig. 27 – Il portafoglio BCE di titoli inizierà ora a calare in % del PIL



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat

Fig. 28 – Tassi a termine e previsioni Intesa Sanpaolo a confronto



Fonte: Refinitiv-Datastream

Germania: verso un autunno caldo

Rivediamo al ribasso le previsioni di crescita nel 2022, all'1,7%, e nel 2023, al 2,8%. L'industria tedesca è particolarmente colpita dagli effetti del conflitto russo-ucraino. 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.

L'economia tedesca è la più esposta, tra le principali dell'Eurozona, agli effetti del conflitto russo-ucraino. Dopo che il PIL a inizio 2022 restava di quasi un punto percentuale più basso rispetto a fine 2019, il recupero dei livelli pre-Covid potrebbe avvenire solo alla fine dell'anno. Nel nostro scenario, **il PIL tedesco crescerà di appena l'1,7% quest'anno (dal 2,4% stimato tre mesi fa), prima di accelerare al 2,8% nel 2023 (dal 3% atteso a marzo)**. La crescita a inizio 2022 è stata di 0,2% t/t, grazie alla ripresa nei servizi e al clima mite che ha sostenuto l'attività nelle costruzioni. La semi-stagnazione dell'economia potrebbe essersi estesa alla primavera (nostra stima: 0,1% t/t). Nel nostro scenario di base, vediamo una possibile moderata accelerazione nel secondo semestre, ma **i rischi sono ancora verso il basso e derivano dal difficile contesto geopolitico**⁵.

L'industria è il settore senz'altro più colpito dal nuovo shock. Il comparto ha dato un lieve contributo negativo alla crescita già a inizio anno; **il freno al PIL potrebbe risultare più significativo già nel 2° trimestre, e poi nella seconda parte dell'anno**. Il calo degli ordini registrato negli ultimi mesi anticipa una contrazione dell'output nei prossimi mesi e nell'intero anno 2022. **Nei trimestri centrali dell'anno, la ripresa sarà trainata dai servizi**, sia dal lato della domanda che dell'offerta, che beneficeranno della normalizzazione post-pandemica. In particolare, il contributo maggiore arriverà dalle componenti più *contact intensive*, come i servizi ricettivi e ristorazione, il cui fatturato, pur crescendo in termini reali del 114,8% a/a a marzo, non ha ancora recuperato i livelli pre-Covid (-27,7% rispetto a febbraio 2020).

Nei mesi estivi è possibile che si veda un recupero delle esportazioni, come segnalato dall'indice PMI globale (ex area euro) e dalle attese all'export dall'indagine IFO. **Le esportazioni sono viste comunque in deciso rallentamento nel 2022** (a 2,6%, per riaccelerare a 4,3% nel 2023), su ritmi più deboli rispetto alle importazioni (viste al 5,5% nel 2022 e al 3,9% nel 2023). Pertanto, il **contributo delle esportazioni nette al PIL è atteso in territorio ampiamente negativo quest'anno (-1,1%)**.

Nei mesi invernali il clima eccezionalmente mite ha spinto la dinamica degli investimenti in costruzioni sia commerciali che residenziali ben oltre l'usuale profilo stagionale. L'andamento della produzione a inizio primavera e il calo dell'utilizzo della capacità produttiva suggeriscono

Aniello Dell'Anno

La nostra valutazione sullo scenario macro rimane molto cauta

Ci aspettiamo una contrazione della produzione industriale e una crescita dei servizi nel 2022

Le esportazioni nette freneranno il PIL quest'anno

Il ciclo delle costruzioni non appare concluso

⁵ 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, con la Russia che copre circa un terzo del suo fabbisogno. A gennaio 2022, il 6,7% e il 49,1% dell'import rispettivamente di metalli e carbone proveniva dalla Russia.

una parziale correzione nel 2° trimestre. Tuttavia, **le prospettive per il comparto delle costruzioni rimangono positive**: nel 2022 il ritmo di crescita dovrebbe assestarsi intorno al 3,1%, grazie a condizioni di domanda solide. I prezzi delle case sono cresciuti a fine 2021 del 12,2% a/a contro il 9,4% della media area euro, e sono attesi aumentare ancora nel primo semestre 2022.

I consumi privati sono visti in lieve recupero in primavera (0,3% t/t) dopo la contrazione registrata tra autunno e inverno. **Nel biennio in corso, la crescita dei consumi dovrebbe attestarsi tra il 3% e 3,5%.** La fiducia delle famiglie è vicina ai minimi storici e le famiglie si dicono poco inclini ad aumentare la spesa per via del peggioramento atteso della dinamica del reddito disponibile reale che, pur beneficiando della ripresa dell'occupazione e delle retribuzioni contrattuali (+4% a/a in termini nominali nel 1° trimestre 2022), subisce il forte aumento dell'inflazione. Tra dicembre e aprile sono stati creati 281 mila posti di lavoro per una crescita di 1,7% a/a dell'occupazione, e questo è avvenuto in assenza di un aumento del monte ore lavorate da parte degli organici esistenti, ancora sotto i livelli pre-Covid. Le indagini IFO e PMI suggeriscono che il tasso dei senza lavoro possa variare poco rispetto ai livelli attuali (nell'intervallo tra il 4,8% ed il 5,2% sull'orizzonte di previsione). La disoccupazione rimane vicina al livello di equilibrio, e si moltiplicano i segnali di difficoltà di reperimento di manodopera da parte delle imprese. **È possibile, sulla base delle contrattazioni in atto, che la crescita dei salari si aggiri in media oltre il 6% nel 2022** (il sindacato metalmeccanico IG Metall sta trattando sulla base di una richiesta di aumento dell'8,2% per gli 85 mila lavoratori delle acciaierie, e ulteriori rinnovi sono in calendario).

Sui consumi pesa la spada di Damocle dei prezzi

L'inflazione è cresciuta ben più delle attese tra fine 2021 e maggio 2022, passando da 5,7% a 8,7% sulla misura armonizzata UE. L'incremento è spiegato dalle componenti volatili ed in particolare dai prodotti energetici e, nel periodo più recente, alimentari. La dinamica core (al netto di energia ed alimentari freschi) è al 4,7%, al di sopra della media Eurozona. L'inflazione dei beni industriali non energetici è passata dal 3,1% di gennaio al 5,6% a maggio scorso, in buona parte per via delle strozzature all'offerta. I prezzi dei servizi, più legati alla dinamica del reddito disponibile, sono saliti meno, a 3% a/a dal 2,7% a/a di gennaio. **La dinamica salariale dovrebbe accelerare bruscamente nella seconda parte dell'anno** ma è attesa restare decisamente meno vivace di quella dei prezzi. **In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi al 7,6% sull'indice armonizzato**, in un contesto di ampia incertezza. L'indice core dovrebbe crescere intorno al 4,3% quest'anno e rimanere sopra il 3,5% anche nel 2023. L'evoluzione di breve periodo dipenderà ancora dalla forza dell'onda di trasmissione dei rincari energetici; per tali ragioni, i rischi sul nostro scenario sono verso l'alto.

L'inflazione torna ad essere la principale preoccupazione della Germania

Secondo le stime del Governo quest'anno il saldo di bilancio registrerà un deficit di 3,7%, come nel 2021. La riduzione della spesa sociale legata alla pandemia verrà spazzata dall'aumento della spesa per la difesa e la transizione verde (che insieme si avvicinerebbero al 3% del PIL nel 2022), nonché per le misure contro il caro-energia⁶ (che dovrebbero valere circa l'1,2% del PIL quest'anno). Il piano di budget 2022-26 del Governo prevede poi un deficit in calo al 2% il prossimo anno. La dinamica delle entrate fiscali è attesa in calo nel 2022, in quanto il gettito complessivo sarà in parte eroso da sgravi fiscali. Nel complesso, la pressione fiscale dovrebbe attestarsi a 45,5%. Le misure adottate dal Governo di coalizione genereranno un aumento di spesa in corso d'anno (+2%). Il piano fiscale prevede una crescita in media annua della spesa per investimenti di 5,7% lungo tutto il periodo di previsione ed un incremento dei contributi agli investimenti del 16,5% nel 2022 e del 13,7% nel 2023. La spesa pubblica in rapporto al PIL è attesa scendere al 49,2%. La nostra previsione è che il debito cali al 67% del PIL nel 2022, dal 69,3% del 2021, circa in linea con le stime del Governo.

La politica fiscale resterà espansiva

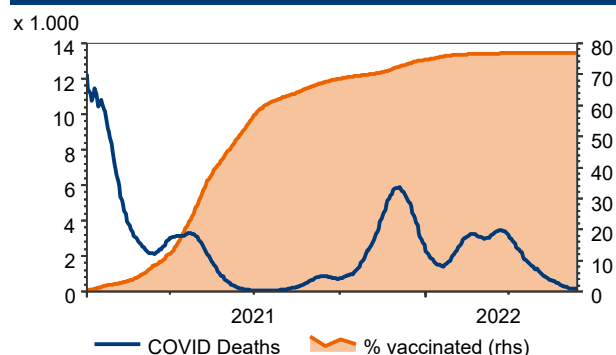
⁶ La Commissione nelle raccomandazioni all'aggiornamento del programma di stabilità ha sottolineato l'importanza di investimenti che supportino la crescita economica, in particolare in transizione ecologica e digitalizzazione. Ha inoltre posto l'attenzione sulle misure volte a calmierare i prezzi energetici, invitando il Governo tedesco a rivederle con regolarità per poterne garantire l'efficacia.

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022			2023p			2021	2022	2023
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)*	2.9	1.7	2.8	10.4	2.9	1.8	3.8	1.7	0.4	1.2	1.9	2.7	3.1
- t/t				2.2	1.7	-0.3	0.2	0.1	0.4	0.4	0.9	0.9	0.8
Consumi privati	-0.1	3.4	3.1	3.9	6.3	-1.3	-0.1	0.3	0.5	0.5	1.0	1.0	0.8
Investimenti fissi	1.0	2.0	3.0	1.2	-2.8	0.0	2.6	-0.1	0.7	1.0	1.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	2.9	1.6	1.0	4.9	-3.1	0.2	0.1	1.5	1.2	0.4	-0.5	0.0	0.2
Esportazioni	9.5	2.6	4.1	1.7	-0.6	3.8	-2.1	1.0	1.5	1.5	0.8	0.8	0.7
Importazioni	9.0	5.5	3.9	2.5	-0.4	4.1	0.9	0.6	0.8	0.8	1.1	1.2	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.4	0.3	0.1	-0.8	-0.1	0.3	1.2	-0.6	-0.6	-0.5	0.3	0.5	0.3
Partite correnti (% PIL)	7.5	2.6	5.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.7	-3.7	-2.0										
Debito pubblico (% PIL)	69.3	67.0	65.8										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3.2	7.6	4.1	2.2	3.5	5.4	6.1	8.5	8.4	7.3	5.5	3.7	3.8
Produzione industriale (a/a)	3.1	-0.3	2.9	16.0	2.2	-2.1	0.1	-0.6	1.2	-1.9	-1.8	1.6	4.1
Disoccupazione (ILO, %)	5.7	5.0	5.0	5.9	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	5.1	4.8	5.3
Tasso a 10 anni (%)	-0.33	0.98	1.47	-0.22	-0.40	-0.24	0.13	1.01	1.35	1.43	1.48	1.43	1.43

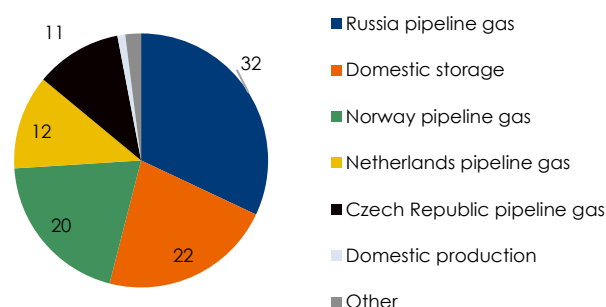
* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – In netto calo i rischi domestici connessi all'emergenza da Covid-19...



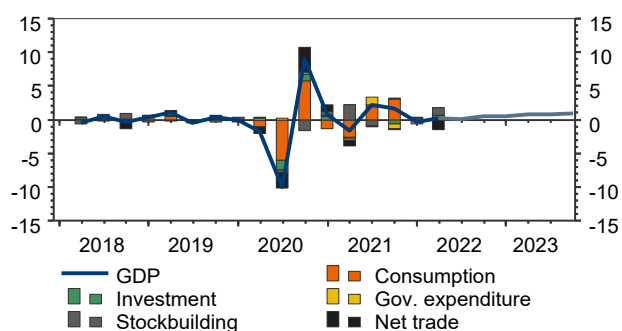
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati WHO, Our World in DataWHO

Fig. 2 – ...ma la dipendenza dal gas russo (il 32% del totale) crea nuovi rischi esogeni sull'economia



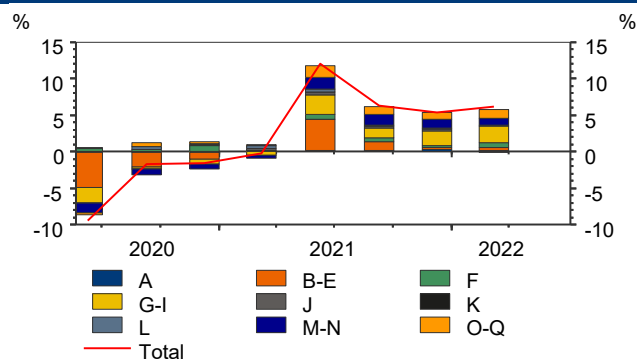
Fonte: data intelligence firm ICIS via Reuters

Fig. 3 – PIL e contributi dal lato della domanda



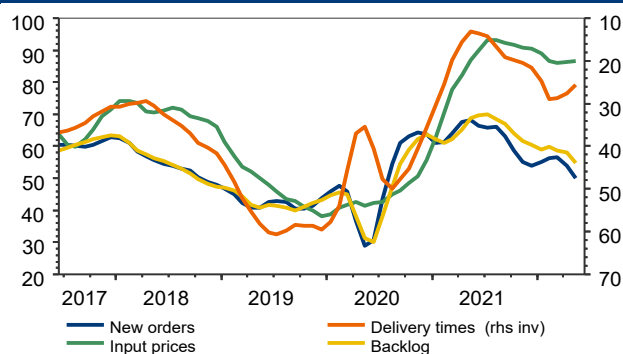
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

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 emergono segnali di lieve allentamento delle strozzature all'offerta



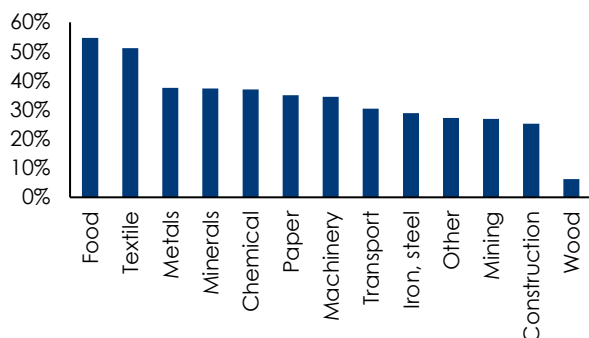
Fonte: IHS Markit

Fig. 6 – PMI composito, manifatturiero e servizi



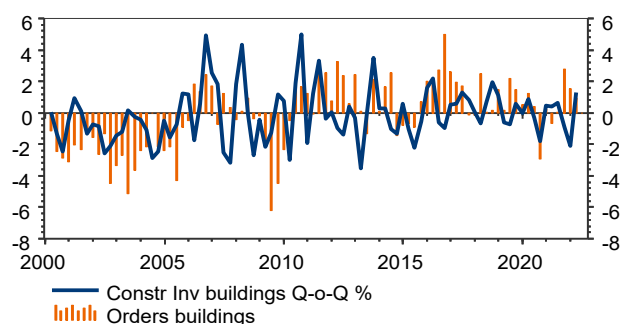
Fonte: IHS Markit

Fig. 7 – In alcuni settori, come tessile e alimentare, oltre il 50% dell'energia utilizzata viene dal gas



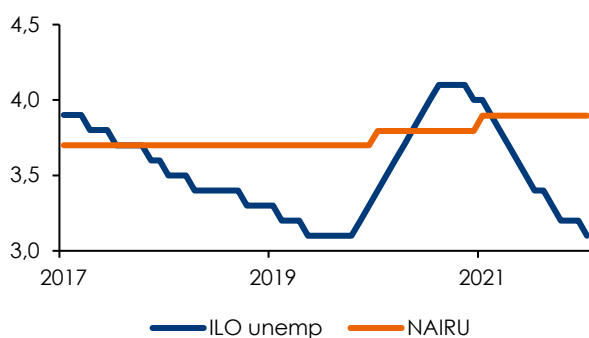
Nota: peso del gas sul totale dell'energia utilizzata nei singoli settori.
Fonte: Eurostat

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



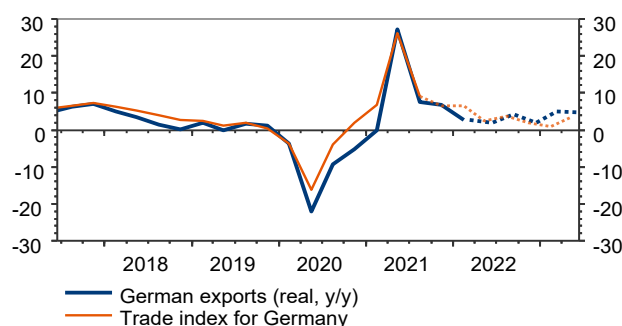
Fonte: FSO

Fig. 9 – La disoccupazione è al di sotto del NAIRU



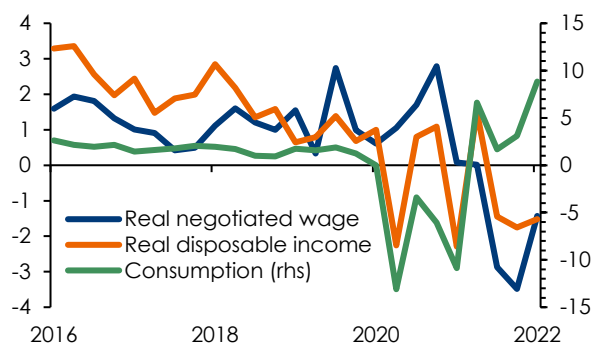
Fonte: NAIRU (OCSE), Eurostat (ILO)

Fig. 10 – Export e indice di domanda estera rivolta alla Germania



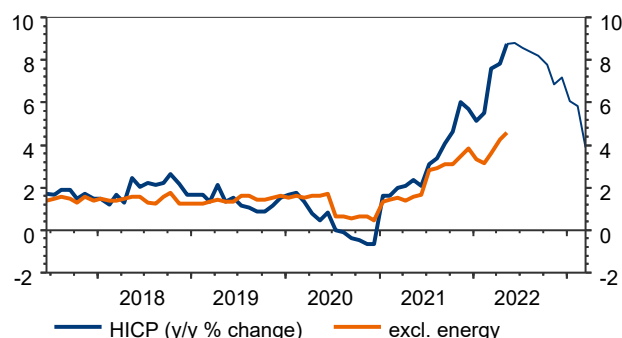
Fonte: DeStatist, proiezioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – I consumi privati non potranno non risentire del calo del reddito disponibile reale in territorio negativo



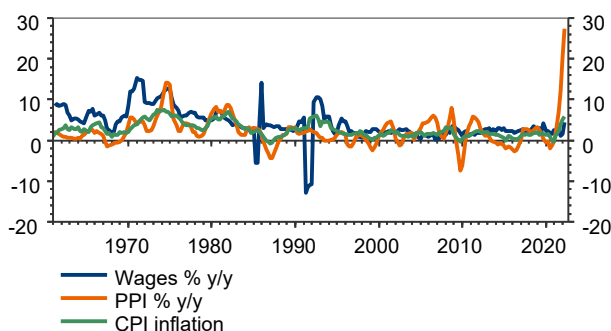
Fonte: DeStatis, Bundesbank e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Inflazione, prezzi al consumo



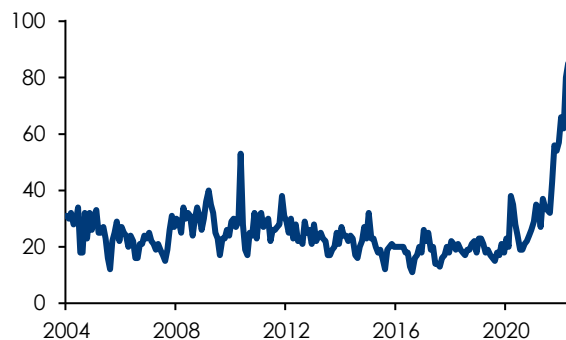
Fonte: DeStatis, Bundesbank e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – La crescita dei salari è inferiore all'inflazione; il PPI è sui massimi storici



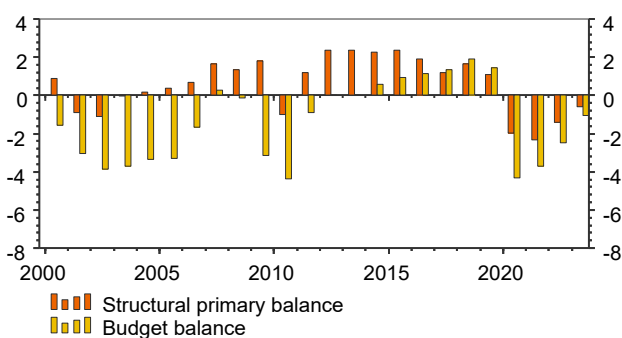
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bundesbank, Destatis

Fig. 14 – Interesse nel tempo sul tema "inflazione"



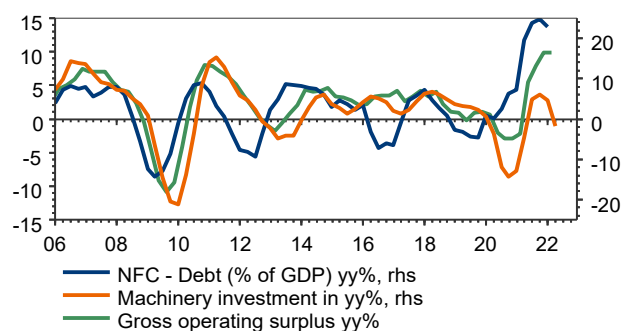
Fonte: Google Trends

Fig. 15 – Deficit (in % del PIL)



Fonte: Ameco

Fig. 16 – Investimenti, profitti e debito delle imprese



Fonte: DeStatis

Francia: l'economia si conferma relativamente resiliente

Per effetto principalmente della inattesa contrazione riportata nel trimestre invernale (la prima dal 2020), rivediamo le nostre stime sul PIL per il 2022 e 2023, rispettivamente a 2,7% e 1,9%, dal 3,3% e 2% delle proiezioni di marzo. Macron è stato riconfermato all'Eliseo, ma ha perso la maggioranza assoluta in Assemblea Nazionale, il che potrebbe complicare la realizzazione del programma presidenziale nei prossimi anni.

A seguito della revisione al ribasso del PIL sia nel 1° trimestre 2022 (da zero a -0,2% t/t) che nel 2021 (da 7% a 6,8%), **la crescita acquisita per l'economia francese quest'anno è scesa a 1,9% da un precedente 2,4%**. Ci attendiamo che l'attività economica abbia mostrato un rimbalzo nel trimestre primaverile (a 0,3% t/t), e possa evidenziare una moderata accelerazione nella seconda parte dell'anno. Nel complesso, principalmente per effetto della revisione al ribasso sul PIL del 1° trimestre comunicata dall'INSEE, **tagliamo le stime di crescita per il 2022 e 2023, rispettivamente a 2,7% e 1,9%**, dal 3,3% e 2% delle proiezioni di marzo (Fig. 1).

L'apporto maggiore al PIL dovrebbe giungere dalla **domanda interna** (Fig. 2): i **consumi privati** – i principali responsabili della flessione del PIL a inizio anno (-1,5% t/t; Figg. 3 e 4) – sono attesi ancora in calo (sia pur di entità inferiore) nel trimestre primaverile, ma potrebbero beneficiare nel 2° semestre della maggiore propensione alla spesa per servizi, nonché del progressivo rallentamento delle dinamiche inflattive. Le famiglie dovrebbero rispondere allo shock sul reddito disponibile attingendo agli extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia (Fig. 3), pur in un quadro di morale piuttosto depresso (Fig. 5). Anche gli **investimenti** sono attesi crescere ancora quest'anno, sia pure su ritmi inferiori a quelli del 2021, sulla scia dell'attuazione del **PNRR** e del programma **France 2030** (che stanziava 3 mld di spesa, dei 30 complessivi, nel 2022). Dal lato dell'offerta, i **servizi** (in particolare quelli ricettivi e di ristorazione) dovrebbero beneficiare del superamento della crisi sanitaria, mentre l'**industria** (dove l'attività produttiva ha registrato tre contrazioni mensili consecutive tra febbraio e aprile; Fig. 7) sarà ancora frenata – almeno fino al trimestre estivo – da elevati prezzi degli input (il PPI ha registrato un massimo, almeno dal 1996, ad aprile 2022, a +27,8% a/a; Fig. 6) e da difficoltà di approvvigionamento di materiali e componentistica, nonché di reperimento della manodopera (Figg. 8 e 9). Un apporto minore, ma comunque positivo, dovrebbe infine giungere sia dalle **esportazioni nette** sia dalle **scorte**.

Sul fronte **lavoro**, nel 2022 si dovrebbe assistere a un ulteriore calo del tasso di disoccupazione (Fig. 10) nonché a un recupero della partecipazione, soprattutto giovanile, già su livelli storicamente molto elevati (Fig. 11). Nel 1° trimestre si è anche chiuso il gap con i livelli pre-pandemici per le **ore lavorate** (Fig. 12). Gli **incentivi introdotti dal Governo**⁷ per le assunzioni degli under 30 – che spiegano l'ampio ricorso ai contratti di apprendistato e il conseguente calo della disoccupazione giovanile (passata dal 19,5% del 3° trimestre 2021 al 16% di fine 2021) – saranno, infatti, **prorogati almeno fino a fine anno** (secondo quanto **comunicato** dal Ministero lo scorso 24 maggio). In media d'anno, **ci attendiamo un tasso di disoccupazione in calo al 7,3% nel 2022 e al 7,1%, nel 2023**.

La **politica fiscale** dovrebbe confermare il più volte annunciato avvio del percorso di normalizzazione dei conti pubblici. Come per gli altri Paesi europei, tuttavia, alla minore spesa connessa all'emergenza sanitaria si contrappone ora la necessità di intervenire per contrastare gli effetti del caro-energia su famiglie e imprese. Il Governo ha sinora implementato misure pari a oltre 25 miliardi complessivi (circa l'1,1% del PIL), ma non si possono escludere nuovi pacchetti, almeno per prorogare gli interventi in vigore. Il Governo rivedrà le sue previsioni sul PIL 2022

Lorenzo Biagioli

Rivediamo al ribasso la crescita attesa per il 2022 e 2023

La ripresa verrà dalla domanda interna

Il tasso di disoccupazione, in particolare quello giovanile, è atteso in calo sia nel 2022 che 2023

La normalizzazione dei conti pubblici sarà solo rallentata dalle misure adottate contro il caro-prezzi

⁷ Le misure introdotte fanno seguito al piano “1 jeune, 1 solution” e si inseriscono nel quadro del programma “France Relance”. Il contributo straordinario è di 5.000 euro per l'assunzione di uno studente con contratto di apprendistato o di formazione professionale di età inferiore ai 18 anni e di 8.000 euro se lo studente ha più di 18 anni e meno di 30 anni e si sta preparando per ottenere un diploma, un titolo professionale o un certificato di qualifica fino al livello Master.

(attualmente al 4%) e la traiettoria attesa dei principali indicatori di finanza pubblica, tra fine giugno e inizio luglio, in occasione della presentazione del progetto di legge finanziaria rettificativa. La tenuta delle entrate fiscali derivante dalla buona impostazione del mercato del lavoro dovrebbe consentire, nelle nostre stime, di ridurre l'**indebitamento netto al 4,9% del PIL nel 2022 e al 3,8% nel 2023. Non dovrebbe essere a rischio nemmeno la traiettoria di graduale riduzione del debito**, che vediamo **al 111,7% del PIL nel 2022 e al 110,8% nel 2023** (dal 112,5% dello scorso anno) (Figg. 13 e 14).

La Francia presenta al momento un **livello di inflazione** di molto inferiore rispetto alla media Eurozona (di oltre due punti percentuali a maggio: 5,8% contro 8,1% a/a), grazie alla minore esposizione del Paese ai rincari energetici (data la minore importanza dei combustibili fossili tra le fonti primarie di energia) e agli interventi calmieranti del Governo (Fig. 15). L'**inflazione core** è cresciuta per 4 mesi consecutivi da febbraio, sino a toccare il 3,7% a maggio (su livelli ormai prossimi a quelli medi dell'Eurozona: Fig. 16). I rincari sono estesi ad alimentari, beni manufatti e servizi; anche le indagini di fiducia segnalano diffuse intenzioni di ritoccare al rialzo i listini da parte delle imprese. **Secondo il nostro profilo previsivo, il picco dei prezzi potrebbe registrarsi a luglio (al 6,2% a/a). In media annua, vediamo un'inflazione (armonizzata) al 5,1% nel 2022 e al 3,1% nel 2023.**

L'inflazione sottostante si avvicina ai livelli medi dell'Eurozona. Il picco è atteso a luglio

Il Presidente uscente Emmanuel Macron è stato riconfermato all'Eliseo, tuttavia non potrà più disporre di una maggioranza assoluta in parlamento come negli ultimi 5 anni. La coalizione di centro *Ensemble!* ha infatti ottenuto 245 seggi contro i 289 richiesti per il controllo dell'Assemblea Nazionale, a fronte dei 131 ottenuti dalla sinistra guidata da Melenchon, degli 89 dell'estrema destra di RN e dei 64 dei Repubblicani. Quest'ultimo è il gruppo che appare come il maggiore candidato a formare un governo di coalizione con *Ensemble!*, anche se non vi sono state aperture ufficiali in tal senso sinora. Le consultazioni tra i principali partiti sono in corso; anche nel caso in cui si riuscisse a formare un nuovo esecutivo, la necessità di mediare tra posizioni diverse in seno alla maggioranza potrebbe complicare la realizzazione del programma presidenziale nei prossimi 5 anni.

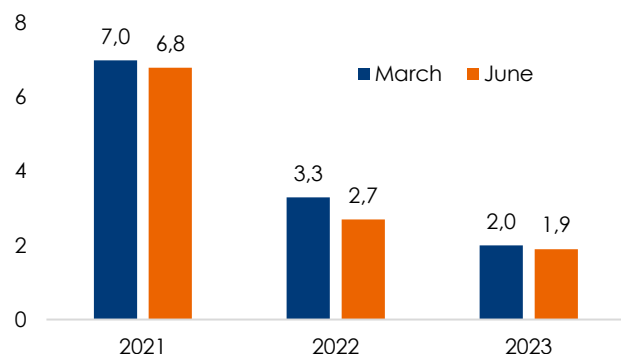
Macron ha perso la maggioranza assoluta in parlamento, il che potrebbe complicare la realizzazione del programma presidenziale

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022						2023p		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.8	2.7	1.9	19.2	3.0	4.9	4.5	3.8	1.2	1.4	2.0	2.1	1.8
- i/t				1.0	3.2	0.4	-0.2	0.3	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	5.3	2.1	1.9	1.2	5.8	0.4	-1.4	-0.2	0.3	0.8	0.7	0.4	0.3
Investimenti fissi	11.3	1.9	2.6	2.0	0.3	-0.3	0.6	0.5	0.7	0.9	0.8	0.5	0.4
Consumi pubblici	6.3	2.2	0.4	-0.1	3.2	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	8.6	7.8	6.0	2.6	3.2	2.6	1.2	1.2	1.8	1.5	1.5	1.4	1.4
Importazioni	7.8	6.1	5.0	2.1	0.7	3.9	0.5	1.0	1.1	1.5	1.3	1.2	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.2	-0.1	-0.2	-1.4	0.7	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.0	-0.8	-0.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-6.4	-4.9	-3.8										
Debito pubblico (% PIL)	112.5	111.7	110.8										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	5.1	3.1	1.8	2.2	3.3	4.2	5.7	5.7	4.7	3.5	3.3	3.0
Produzione industriale (a/a)	5.7	1.2	2.3	23.9	2.4	-0.5	0.3	0.0	1.7	3.0	2.5	3.1	2.0
Disoccupazione (ILO, %)	7.9	7.3	7.1	8.0	8.0	7.4	7.3	7.3	7.2	7.2	7.1	7.1	7.0

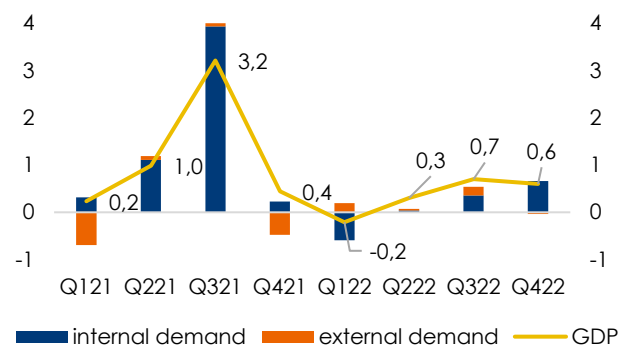
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Rispetto a 3 mesi fa, rivediamo al ribasso le previsioni sul PIL sia per il 2022 che per il 2023



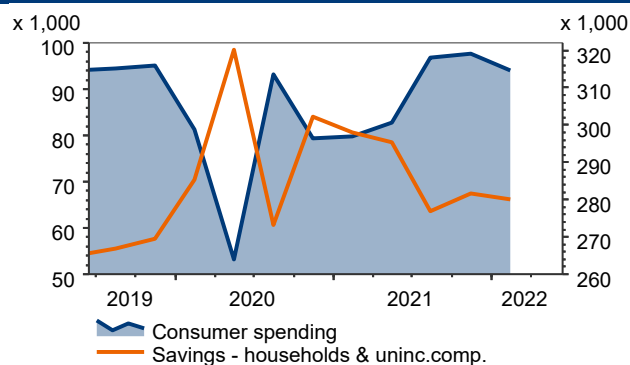
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La domanda interna dovrebbe essere trainante nella seconda parte dell'anno



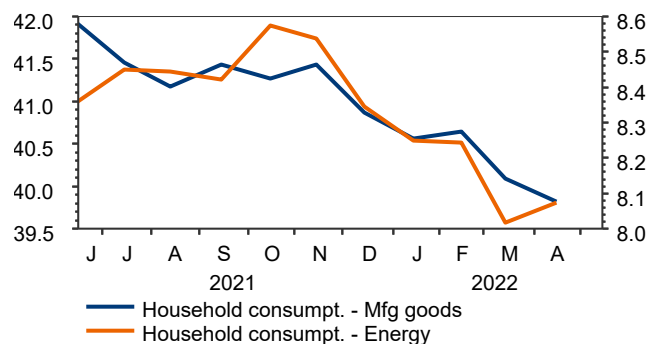
Fonte: INSEE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I risparmi restano sopra i livelli pre-crisi, ma l'inflazione ha frenato i consumi reali nel 1° trimestre



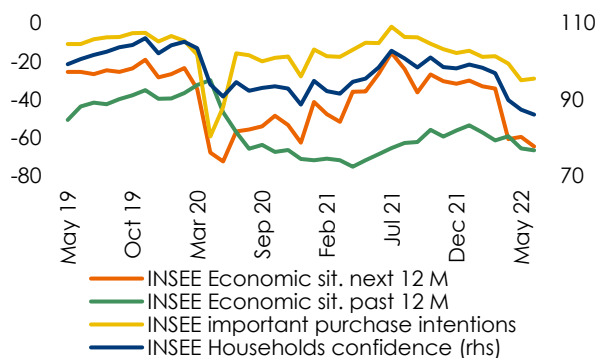
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 4 – Negli ultimi mesi si nota una contrazione dei consumi a prezzi costanti sia per quanto riguarda la spesa energetica che per ciò che concerne i beni manufatti



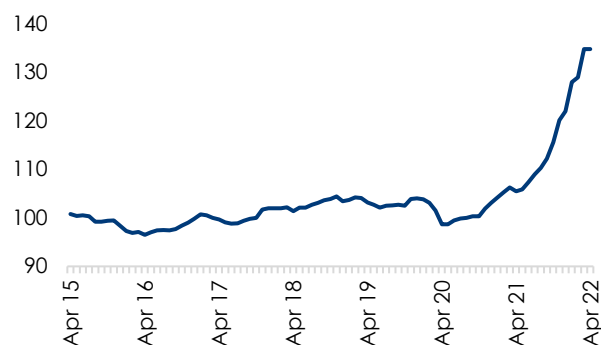
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 5 – I principali indicatori di fiducia delle famiglie hanno aggiornato i nuovi minimi di periodo



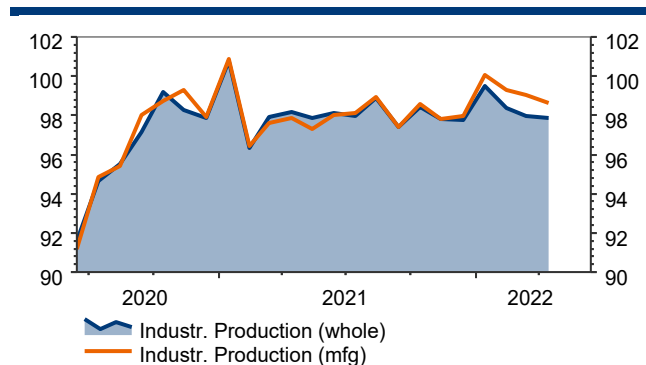
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 6 – I prezzi alla produzione si portano sui livelli più alti almeno dal 1996...



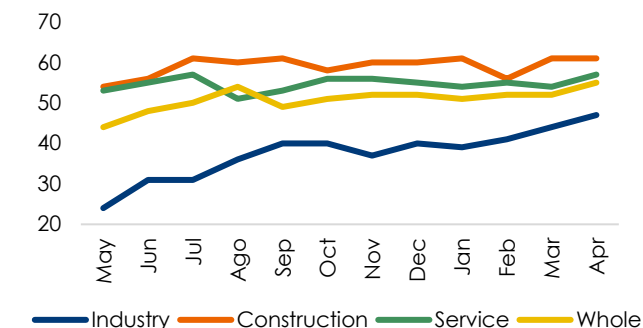
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 7 – ... frenando la ripresa della produzione industriale



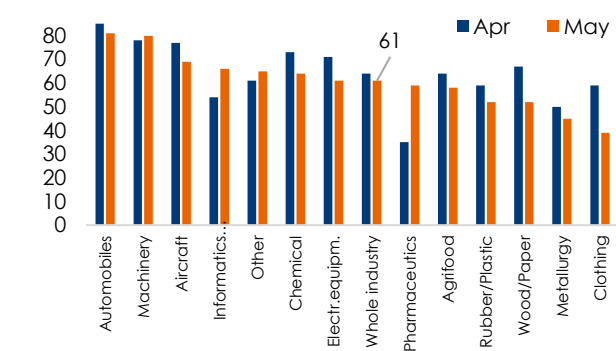
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 8 – Ad aprile, la % di imprese che segnala difficoltà di reperimento di manodopera è risultata stabile nelle costruzioni ed è cresciuta negli altri settori



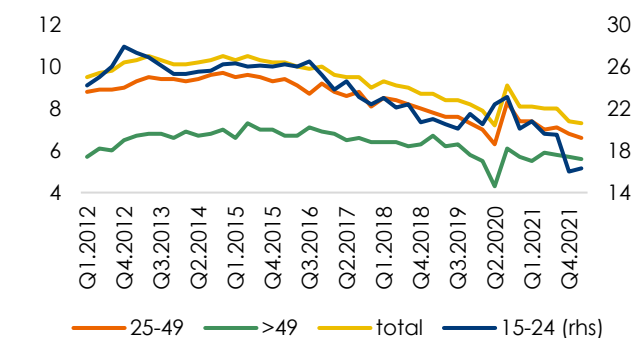
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banque de France

Fig. 9 – A maggio, 6 imprese su 10 riportano difficoltà di approvvigionamento



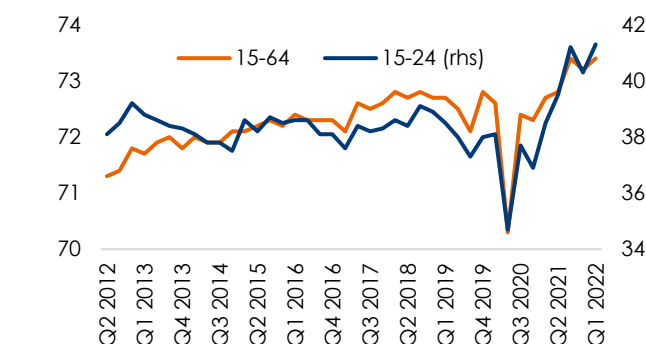
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banque de France

Fig. 10 – I giovani sono la fascia di età che ha riportato il maggiore calo del tasso di disoccupazione a fine 2021...



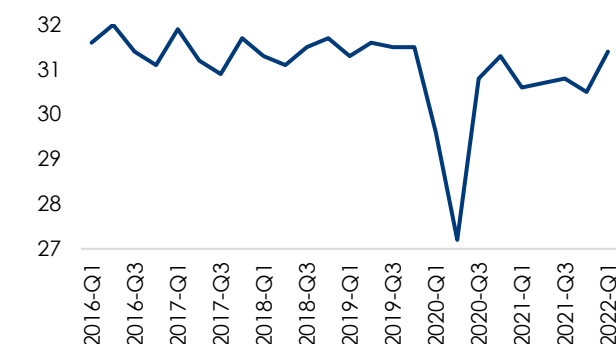
Fonte: Banque de France

Fig. 11 – ...con un tasso di partecipazione ampiamente sopra i livelli pre-crisi



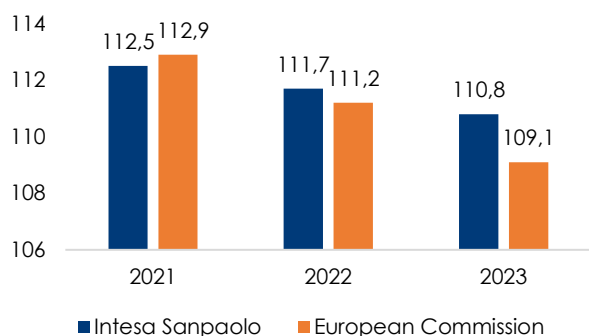
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 12 – Il numero delle ore settimanali lavorate è tornato circa in linea con i livelli del 2019



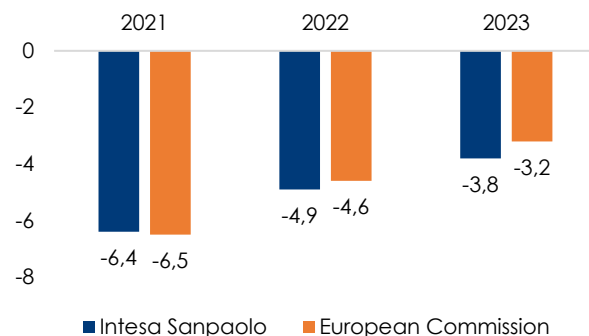
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 13 – Debito/PIL, stime Intesa Sanpaolo e Commissione UE



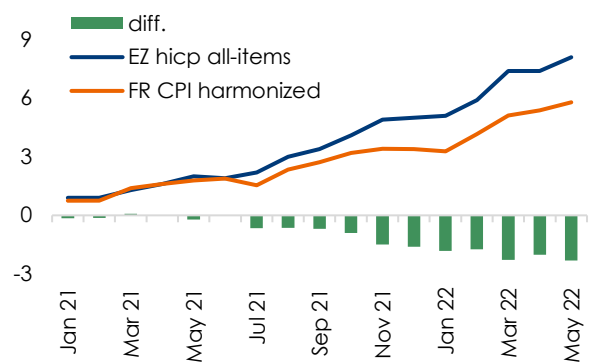
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e Commissione UE

Fig. 14 – Deficit/PIL, stime Intesa Sanpaolo e Commissione UE



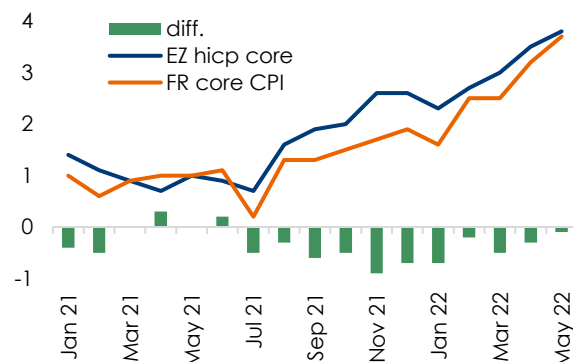
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e Commissione UE

Fig. 15 – La Francia si conferma tra i Paesi europei meno esposti ai rincari energetici...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Eurostat

Fig. 16 – ...mentre l'inflazione sottostante ha ormai chiuso il gap con i livelli medi dell'Eurozona



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Eurostat

Italia: costruzioni e servizi compensano la debolezza dell'industria

In Italia, il settore manifatturiero continuerà ad essere penalizzato dai rincari delle materie prime, ma le costruzioni restano in una fase ultra-espansiva, e i servizi hanno ampi spazi di recupero. Principalmente per effetto dell'eredità statistica dall'anno scorso, la crescita quest'anno potrebbe assestarsi al 3% (circa in linea con l'Eurozona), per rallentare a 1,6% nel 2023.

Dopo un 2021 migliore del previsto, l'economia italiana già da inizio 2022 è entrata in una fase di semi-stagnazione (0,1% t/t nel 1° trimestre), che potrebbe essersi estesa al trimestre primaverile. Ci aspettiamo una riaccelerazione assai graduale nel corso del 2° semestre, con una **crescita media attorno a 0,2% t/t nel 2022. Tuttavia, l'eredità statistica positiva dall'anno scorso** (la crescita "acquisita" dal 2021 è pari a 2,5%) **farà sì che la crescita del PIL possa risultare ancora elevata in media d'anno nel 2022 (3%). Nel 2023 ci aspettiamo un rallentamento a 1,6%.**

L'impatto del conflitto in Ucraina si è sinora dispiegato, come atteso, principalmente attraverso il canale dei rincari delle materie prime. Lo scorso marzo, all'indomani dello scoppio della guerra, avevamo rivisto il profilo atteso dei prezzi delle commodity (in particolare di quelle energetiche), alzando perciò la nostra previsione sull'inflazione (sopra il 6% in media d'anno nel 2022) e tagliando le stime di crescita del PIL (a 3% per quest'anno, da un precedente 4,3%). **Rispetto alla situazione di tre mesi fa, confermiamo sostanzialmente il profilo previsivo delle materie prime, e di conseguenza gli effetti attesi su crescita e inflazione** (anzi il prezzo medio in particolare del gas naturale è stato nel 2° trimestre inferiore a quello incluso nelle nostre proiezioni). **Confermiamo anche la stima di rallentamento del PIL a 1,6% nel 2023.**

La guerra ha avuto un impatto negativo sugli indici di fiducia, che però è risultato di entità significativa quasi esclusivamente sul morale dei consumatori, il che segnala come, ancora una volta, il canale d'impatto pressoché esclusivo sia rappresentato dallo shock inflazionistico. Dal lato delle imprese, l'industria è il settore largamente più impattato, ma anche nel manifatturiero il morale delle aziende è in rallentamento ma appare lontano da un crollo (resta in territorio espansivo e superiore alla media storica); infatti, **l'industria è entrata nel nuovo scenario post-bellico partendo da livelli di attività ampiamente espansivi** (il fatturato a marzo ha toccato un massimo dall'inizio della serie storica nel 2000). Viceversa, nei servizi (e nel commercio al dettaglio) è in atto un trend di graduale ripresa in conseguenza della consistente diminuzione del rischio sanitario e del conseguente recupero della mobilità personale; le costruzioni rimangono in una fase ultra-espansiva.

Rispetto a questo scenario di base, i rischi continuano ad essere verso il basso. Tuttavia, nelle ultime settimane sembra diminuito il rischio che venga deciso un embargo completo all'import di gas dalla Russia, il che riduce almeno per il momento la probabilità che si verifichi uno scenario di worst case (recessivo). Viceversa, gli effetti del sesto pacchetto di sanzioni UE contro la Russia, che comprende lo stop al 90% delle importazioni di greggio entro fine anno, appaiono tutto sommato contenuti (anche perché diluiti nel tempo), e si manifesteranno ancora una volta quasi esclusivamente attraverso il canale dei prezzi (vista la sostituibilità del petrolio russo con greggio di altra provenienza).

La semi-stagnazione dell'economia nasconde **dinamiche diverse tra i vari macro-settori:**

- per quanto riguarda l'**industria in senso stretto**, ci aspettiamo che la fase di rallentamento in corso possa continuare nei prossimi mesi, forse anche per tutto il 2° semestre (potenzialmente, per il manifatturiero, il rallentamento potrebbe sfociare in un quadro recessivo). L'attività produttiva nel settore industriale, frenata, oltre che dai rincari delle materie prime, dalle persistenti strozzature nelle catene del valore internazionali, potrebbe mostrare una sostanziale stagnazione in media d'anno nel 2022 rispetto al 2021;
- **le costruzioni sono state il principale motore di crescita nell'ultimo anno e mezzo**, trainate dai generosi incentivi fiscali: gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale sono cresciuti a

Paolo Mameli

L'economia da inizio anno è entrata in una fase di semi-stagnazione

Il canale quasi esclusivo di trasmissione degli effetti del conflitto in Ucraina sono i rincari delle materie prime...

...mentre l'impatto sugli indici di fiducia è stato moderato...

...e nelle ultime settimane sembra diminuito il rischio di worst case conseguente a un embargo sul gas russo

La semi-stagnazione dell'economia nasconde dinamiche molto diverse tra i vari macro-settori

un ritmo medio di oltre il 4% a trimestre da inizio 2021 a inizio 2022; sia gli investimenti in costruzioni che il valore aggiunto nel settore risultavano nel 1° trimestre 2022 superiori di quasi il 27% rispetto a fine 2019; sempre da fine 2019, il settore ha creato 140 mila nuovi posti di lavoro, mentre a livello complessivo si registrano 205 mila occupati in meno; anche il settore potrebbe essere penalizzato dai rincari dei prezzi delle materie prime (peraltro già evidenti in alcuni comparti dell'indotto come metalli e cemento); tuttavia, **la fiducia dei costruttori** (pur in flessione a maggio) **resta vicina ai massimi storici, e l'aspettativa che gli incentivi fiscali possano essere ridotti dall'anno prossimo potrebbe continuare a spingere l'attività nel settore almeno nella restante parte del 2022;**

- **il settore dei servizi è stato frenato a inizio anno dall'ondata invernale di Covid-19, ma ha ampi margini di ripresa** (al 1° trimestre 2022, il valore aggiunto nel settore restava più basso rispetto ai livelli pre-pandemici di -1,7% per l'insieme dei servizi, di -3% per commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, di -7,1% per le attività finanziarie, di -2,9% per i servizi pubblici e di -11,5% per le altre attività dei servizi): **il minor rischio sanitario proietta, in particolare nei trimestri centrali dell'anno, un sensibile recupero per il comparto, tale verosimilmente da più che compensare la debolezza del manifatturiero.**

Dal lato della domanda, **i maggiori rischi sono per i consumi delle famiglie, vista l'erosione in corso di potere d'acquisto dei consumatori** (stimiamo un calo del reddito disponibile reale delle famiglie di -1,3% quest'anno: lo shock potrebbe costare circa 2000 euro a nucleo familiare). Tuttavia, **la "normalizzazione" dei comportamenti di consumo dopo lo shock Covid potrebbe causare uno spostamento di flussi di spesa dai beni ai servizi**, consentendo un recupero dei consumi di contabilità nazionale a partire dal trimestre primaverile, dopo la contrazione vista a inizio anno (-0,8% t/t). Le famiglie dovrebbero reagire allo shock inflazionistico con una contrazione del tasso di risparmio, che vediamo pari al 9,4% quest'anno dopo il 13,1% del 2021 (e il 15,6% del 2020): **uno degli effetti del conflitto è un'accelerazione nel percorso di "normalizzazione post-pandemica" della propensione al risparmio**, che potrebbe ora riavvicinarsi ai valori pre-Covid già nel 2023 (a 8,3% nelle nostre stime, da 8% nel 2019) – in altri termini, i risparmi post-pandemici potrebbero assottigliarsi decisamente quest'anno, e quasi azzerarsi nel 2023. In ogni caso, **lo shock avrà importanti effetti redistributivi**: saranno maggiormente colpite le famiglie meno abbienti, che avevano accumulato meno risparmi nella fase pandemica, e che spendono una quota maggiore di reddito nei consumi di beni, in particolare energetici e alimentari. Nel complesso, la spesa per consumi di contabilità nazionale, dopo il rimbalzo di 5,2% messo a segno nel 2021, è attesa rallentare al 2,8% quest'anno e al 2,2% l'anno prossimo, restando anche nel biennio in corso al di sotto dei livelli pre-pandemici.

Meno preoccupante appare lo scenario per gli investimenti. Nonostante la ripresa vigorosa degli ultimi trimestri, il rapporto investimenti/PIL (anche nel solo settore delle costruzioni) non è oggi superiore alla media di lungo periodo, sebbene sia tornato ai massimi da oltre 10 anni. **Gli incentivi fiscali** (non solo nel settore immobiliare, ma anche quelli legati al programma Transizione 4.0), **nonché i programmi di spesa finanziati dal PNRR** (che potrebbe entrare nel vivo l'anno prossimo, quanto alla capacità di spesa effettiva) **sembrano poter continuare a sostenere la spesa in conto capitale anche nel biennio in corso**. L'incertezza ancora gravante sullo scenario geopolitico internazionale, e la contrazione in corso dei margini di profitto delle imprese potrebbero agire da freno, ma gli elevati profitti accumulati negli ultimi anni, nonché l'ampia liquidità ancora a disposizione delle imprese (sotto forma ad esempio di depositi bancari), sembrano poter consentire l'assorbimento di uno shock temporaneo sui margini.

La prima conseguenza dello shock energetico è stato un vistoso deterioramento della bilancia commerciale, visto il peso elevato che ha l'energia sulle importazioni italiane. Il saldo ha registrato un deficit in tutti gli ultimi 5 mesi disponibili (da dicembre ad aprile: non accadeva dal 2011); viceversa, il saldo al netto dell'energia si è mantenuto in avanzo nel 1° trimestre, su livelli moderatamente inferiori a quelli registrati l'anno scorso. Anche in volume, in questa fase la crescita dell'import è superiore a quella dell'export, con il risultato di un contributo negativo

I maggiori rischi dal lato della domanda sono per i consumi delle famiglie

Gli investimenti stanno mostrando una certa resilienza, non solo nelle costruzioni

La bilancia commerciale è in forte deterioramento. Anche in volume l'import è più dinamico dell'export, pur in un quadro di crescita per entrambi i flussi

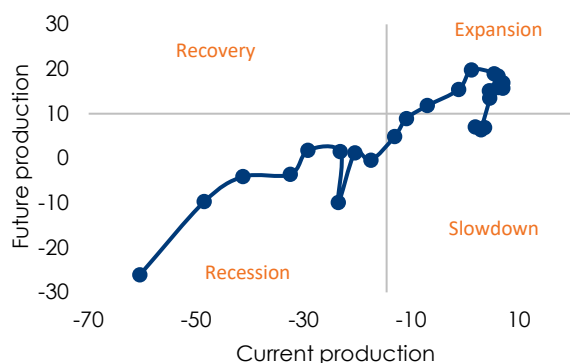
dell'interscambio con l'estero al PIL tra fine 2021 e inizio 2022. In prospettiva **le importazioni** (anche al netto dell'effetto-prezzi) **potrebbero rimanere più vivaci delle esportazioni, in un contesto di ulteriore crescita per entrambi i flussi**, sia pure in rallentamento dopo il rimbalzo a due cifre del 2021. **Tra i principali mercati di sbocco, potrebbe proseguire il buon dinamismo dell'export verso gli Stati Uniti** (+30% nei primi 4 mesi del 2022 rispetto allo stesso periodo del 2021), vista la forza della domanda da oltreoceano e il cambio ancora favorevole.

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022			2023p					
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	17.5	4.0	6.4	6.2	3.7	1.3	1.0	1.3	1.6	1.9
- i/t				2.7	2.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Consumi privati	5.2	2.8	2.2	5.0	2.8	0.0	-0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Investimenti fissi	17.0	9.9	4.1	2.8	2.5	3.1	3.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
Consumi pubblici	0.6	0.6	0.7	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	13.4	7.8	3.4	4.4	4.4	0.2	3.5	0.5	0.5	0.5	1.5	1.0	0.6
Importazioni	14.3	12.0	4.1	3.1	2.7	4.4	4.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.4	-0.5	-1.1	-0.1	1.3	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.8	0.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.6	-4.3										
Debito pubblico (% PIL)	150.3	148.1	146.1										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	6.4	2.7	1.2	2.1	3.7	6.0	6.9	6.8	6.0	3.8	2.7	2.4
Produzione industriale (a/a)	11.7	0.3	1.1	33.1	4.1	4.6	1.5	2.1	-1.1	-1.4	-0.4	-0.5	2.3
Disoccupazione (ILO, %)	9.5	8.4	7.8	9.8	9.1	9.0	8.6	8.4	8.4	8.3	8.1	7.9	7.7
Tasso a 10 anni (%)	0.75	2.92	3.73	0.80	0.67	0.94	1.58	2.89	3.51	3.70	3.85	3.77	3.66

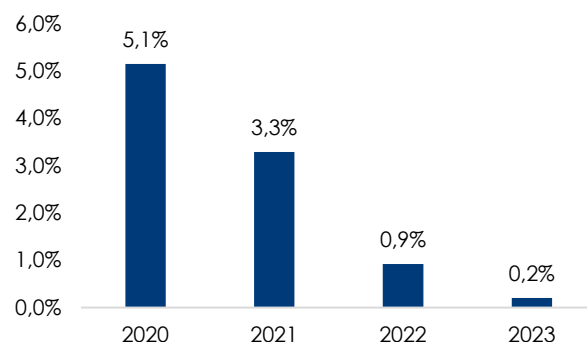
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – L'industria è passata da una fase di solida espansione a una di rallentamento



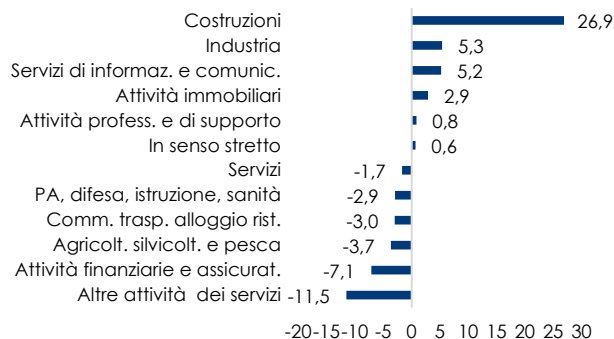
Nota: indici di fiducia delle imprese manifatturiere Istat, indicazioni sulla produzione corrente e futura (dati mensili da maggio 2020 a maggio 2022). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli extra-risparmi post-pandemici si assottiglieranno significativamente quest'anno, prima di quasi azzerarsi nel 2023



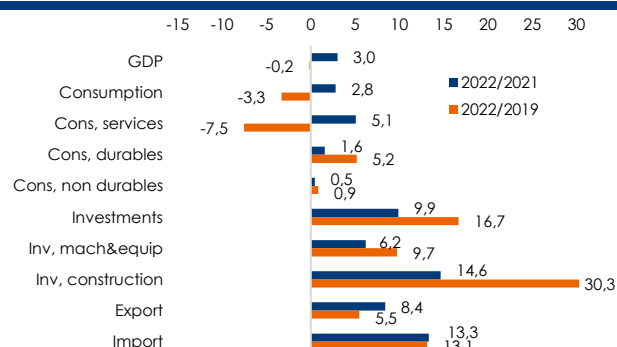
Nota: stime degli extra-risparmi (in milioni di euro) ottenute ipotizzando un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Le costruzioni e i servizi di informazione e comunicazione sono gli unici settori che mostrano un'ampia crescita del valore aggiunto da fine 2019



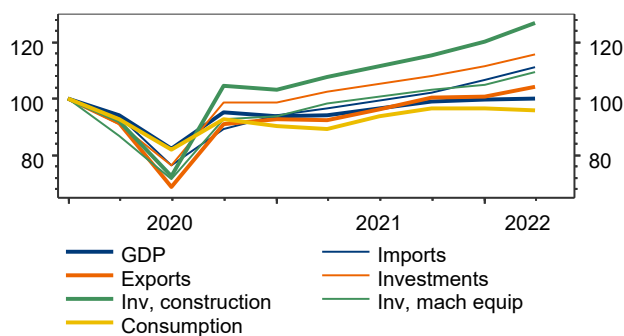
Nota: valore aggiunto al 1° trimestre 2022 rispetto al 4° trimestre 2019.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – I consumi di servizi hanno ancora ampi spazi di recupero dei livelli pre-Covid



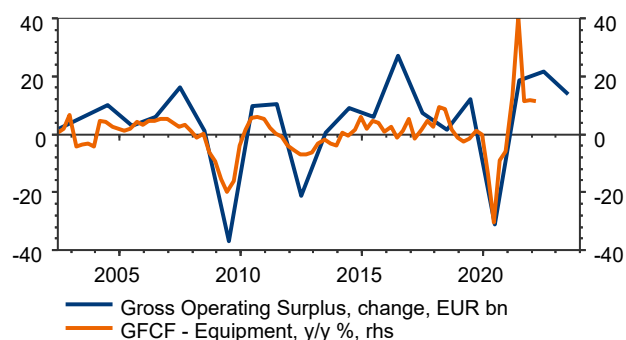
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Le costruzioni sono state il principale motore di crescita dell'economia italiana nella fase post-pandemica



Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Gli investimenti in macchinari non dovrebbero essere troppo impattati dallo shock bellico, anche in forza di margini di profitto ancora elevati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e AMECO

Spagna: tra le economie meno esposte al nuovo shock

Dopo un 2021 relativamente deludente, la Spagna potrebbe mostrare la migliore performance tra le quattro principali economie dell'Eurozona nel 2022, grazie alla minore esposizione alle conseguenze del conflitto russo-ucraino e al maggiore spazio di recupero dei livelli di attività pre-pandemici (in particolare nei servizi). Rivediamo comunque al ribasso le stime sul PIL per il 2022 e 2023, rispettivamente al 4,1% e al 3,1%. Il recupero dei livelli di PIL precedenti la crisi pandemica è atteso solo nel secondo trimestre 2023.

Lorenzo Biagioli

All'interno della UE, la Spagna risulta essere tra i Paesi meno esposti alla crisi russo-ucraina, visto che la Russia non è tra i fornitori di gas naturale del Paese iberico. Tuttavia, il canale dei prezzi ha comunque impatto, dato che i due terzi della produzione energetica del Paese derivano da gas naturale e petrolio (Fig. 1, fonte: IEA). Peraltro, l'elevata dipendenza dai combustibili fossili dovrebbe essere mitigata da alcuni interventi previsti dal PNRR, come declinato nella [componente 7 del piano](#) (al netto di una possibile revisione alla luce degli obiettivi del piano europeo REPowerEU), che però necessariamente produrranno effetti solo nei prossimi anni. I rincari energetici si sono dapprima tradotti in una forte crescita dell'inflazione *headline* (che a marzo ha raggiunto un picco al 9,8%, per poi frenare all'8,7% a maggio), e successivamente anche di quella sottostante (ormai stabilmente sopra la media UE, al 4,9% a maggio). Il Governo, dopo essere già intervenuto con una serie di misure⁸ a sostegno del potere d'acquisto (21 miliardi sin qui stanziati, pari a circa l'1,7% del PIL), lo scorso 29 marzo ha approvato un nuovo programma ([Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania](#)) che mette a disposizione di imprese e famiglie risorse fino a 16 mld, di cui 10 sotto forma di garanzie statali su finanziamenti ICO⁹ e 6 in aiuti diretti e sgravi fiscali.

Il Governo ha deciso di affiancare agli specifici interventi a sostegno del potere d'acquisto un più ampio piano d'intervento sociale ed economico

Nel biennio 2022-23, la **crescita** dovrebbe passare attraverso il recupero della **domanda interna** (Fig. 2): il contributo maggiore dovrebbe giungere dagli **investimenti** (il PNRR è atteso dispiegare i maggiori effetti proprio nel 2022¹⁰) e dai **consumi privati** (sulla scia della ripresa della spesa in servizi). Le famiglie reagiranno allo shock inflazionistico comprimendo il **tasso di risparmio**, che a fine 2021 era pari al 10% circa del reddito disponibile, in discesa dal picco del 22,3% di inizio pandemia, ma ancora superiore al livello medio 2015-19 (pari a 6,8%; Fig. 4). Un freno ai consumi potrebbe invece arrivare da condizioni finanziarie meno favorevoli, con un graduale rialzo dei tassi sui mutui. L'altro fattore che dovrebbe risultare trainante per la crescita spagnola è rappresentato dalla ripresa del **turismo**: i dati più recenti segnalano che ad aprile il numero totale dei pernottamenti (di turisti nazionali e stranieri) ha raggiunto il 94% di quelli registrati nello stesso mese del 2019. Il turismo domestico avrebbe già recuperato i livelli pre-crisi, mentre quello internazionale dovrebbe chiudere il gap in tempi più brevi di quanto non fosse inizialmente stimato (Figg. 5 e 6).

Nel biennio 2022-23 la crescita sarà sostenuta dalla domanda interna e dal recupero del turismo internazionale

⁸ Tra le altre: riduzione dell'IVA sulla bolletta elettrica dal 21% al 10%, riduzione del Impuesto Especial Eléctrico dal 5,11% allo 0,5%, sospensione dell'imposta sulla produzione di energia elettrica, taglio di 0,15/0,20 euro sul prezzo del carburante alla pompa. Tutte queste misure saranno confermate fino a dicembre 2022. Lo [scorso marzo Spagna \(e Portogallo\) hanno raggiunto un accordo con la Commissione Europea \(approvato formalmente a giugno\)](#) per l'applicazione di un meccanismo temporaneo che limiti il prezzo del gas a 50 EUR MWh (media attesa 2022). Ciò dovrebbe tradursi in una riduzione del 50% della componente fiscale in bolletta, per il 40% circa delle famiglie con contratti di fornitura regolamentata. Il provvedimento è operativo dal 14 giugno e resterà in vigore fino al 31 maggio 2023.

⁹ ICO ([Instituto de Crédito Oficial](#)) è un ente pubblico, simile alla CDP italiana, facente parte del Ministero per gli affari economici e la trasformazione digitale.

¹⁰ Sulla base di quanto riportato dal Governo nel Programma di Stabilità consegnato a Bruxelles lo scorso aprile. Il piano di spesa potrebbe essere ampliato se - come anticipato dal Primo Ministro Pedro Sanchez - la Spagna decidesse di integrare i fondi del PNRR (attualmente 69,5 mld sotto forma di sovvenzioni) con tutto o parte dei 70 mld ancora disponibili sotto forma di prestiti. Il termine previsto dal regolamento NextGen per una richiesta formale in tal senso è il 31 agosto 2023.

Nel complesso, la debolezza del PIL di inizio anno (0,3% t/t), spiegata principalmente dall'ondata pandemica invernale, potrebbe estendersi al trimestre primaverile (0,2% t/t la nostra stima), quando inizierà a pesare lo shock inflazionistico. L'economia potrebbe riaccelerare moderatamente nel secondo semestre. In sintesi, rivediamo verso il basso le stime sul PIL per il 2022 e 2023, rispettivamente al 4,1% e al 3,1% (Fig. 3). Il recupero dei livelli espressi prima della crisi pandemica resterebbe confermato nel secondo trimestre 2023.

Tra i punti di forza dell'economia iberica figurano i miglioramenti sul **mercato del lavoro**: è atteso un ulteriore calo del **tasso di disoccupazione, al 13,2% e 12,8%, rispettivamente nel 2022 e 2023** (dal 14,8% del 2021; Fig. 7), che si sta accompagnando a una diminuzione della quota di lavoratori precari (in Spagna su livelli ben più elevati rispetto alla media europea), come da obiettivi della **riforma del lavoro** approvata lo scorso dicembre: nei primi 5 mesi del 2022, la **percentuale di contratti a tempo indeterminato** in rapporto al totale dei nuovi contratti registrati **è balzata al 32%, rispetto ad una media dal 2006 al 9,6%** (Fig. 8). Anche i salari sono attesi in crescita, sia pure su ritmi inferiori all'inflazione. Un supporto decisivo al mantenimento dei livelli occupazionali è giunto durante la crisi pandemica dall'Unione Europea, attraverso i fondi del programma SURE, di cui la Spagna è il maggior beneficiario dopo l'Italia (Fig. 9). Con **decreto dello scorso 16 marzo**, infine, il Governo ha approvato il procedimento per l'**attivazione del fondo RED** (i.e. una sorta di ERTE¹¹ "strutturale", che ora interviene anche a livello di singoli settori produttivi).

La riforma sta riducendo la precarietà del lavoro

Nel 2021, il rapporto deficit/PIL è sceso a -6,9% dal 10,3% del 2020, grazie alla riduzione delle misure di sostegno (in particolare l'ERTE per Covid-19, i cui trasferimenti sono sui minimi assoluti; Fig. 10) ed alla contemporanea crescita delle entrate. **Per il biennio 2022-23, ci attendiamo un ulteriore miglioramento**, rispettivamente al -5,1% ed al -4,1%, con rischi in relazione alla possibile adozione di nuovi pacchetti espansivi (che però non dovrebbero mettere a rischio la traiettoria di miglioramento dei conti pubblici). **Anche il rapporto debito/PIL dovrebbe ridursi progressivamente**, portandosi al 114,3%, nel 2023, dal 118,4% del 2021.

Gli interventi per contrastare gli effetti dell'inflazione non dovrebbero alterare la traiettoria dei conti pubblici

L'**inflazione** potrebbe aver superato il picco toccato lo scorso marzo (9,8% a/a), anche se non escludiamo che la dinamica sottostante possa crescere ulteriormente nei prossimi mesi. **Il calo riportato dall'indice headline** riflette la **discesa dei prezzi dell'energia**, anche grazie alle misure calmieranti del Governo. **Per il 2022 ci attendiamo che l'inflazione spagnola possa risultare superiore a quella della media Eurozona, al 7,6%; per il 2023 prevediamo un rallentamento a 3,7%.**

L'inflazione dovrebbe aver raggiunto un picco a marzo

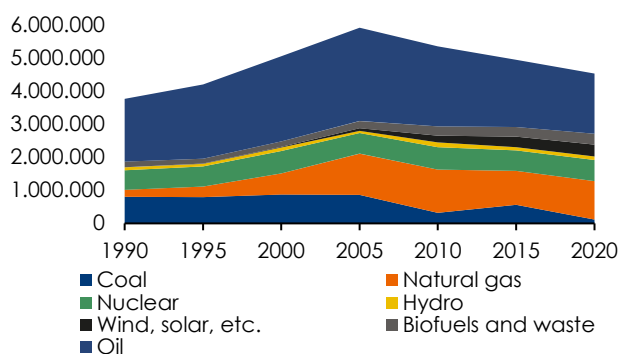
Previsioni

	2021	2022p	2023p										
				2021	2022					2023p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.1	4.1	3.1	17.8	3.5	5.5	6.4	5.4	3.3	1.6	2.3	3.0	3.4
- t/t				1.1	2.6	2.2	0.3	0.2	0.5	0.6	1.0	0.9	0.9
Consumi privati	4.6	0.9	4.1	4.8	0.6	1.4	-3.6	1.2	1.6	1.4	1.0	0.8	0.5
Investimenti fissi	4.3	8.3	5.2	-0.1	0.3	3.1	3.4	1.2	1.9	1.4	1.4	1.2	0.9
Consumi pubblici	3.1	-0.4	0.4	0.5	0.6	-1.6	1.3	-0.8	-0.6	-0.1	0.5	0.5	0.3
Esportazioni	14.7	14.3	3.8	1.3	7.5	7.2	3.4	0.5	0.9	0.8	1.2	1.0	0.9
Importazioni	13.9	7.0	4.0	5.9	1.8	4.5	-0.5	1.2	1.1	1.2	1.0	0.9	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.6	-0.5	-0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.3
Partite correnti (% PIL)	0.9	1.7	1.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-6.8	-5.1	-4.1										
Debito pubblico (% PIL)	118.4	115.8	114.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3.0	7.6	3.7	2.3	3.4	5.8	7.9	8.4	7.7	6.4	4.0	3.5	3.8
Disoccupazione (ILO, %)	14.8	13.2	12.8	15.4	14.6	13.6	13.7	13.4	13.0	12.9	12.9	12.8	12.8

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

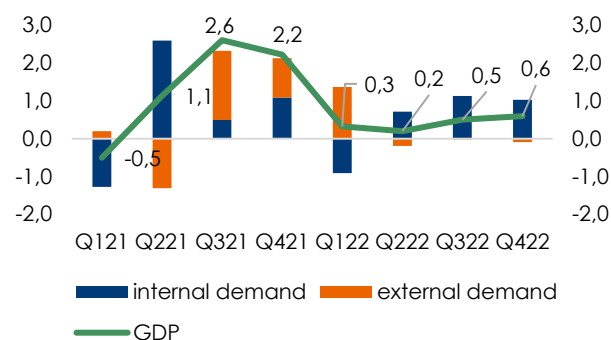
¹¹ Lo schema ERTE (Expediente de Regulacion Temporal de Empleo), in pratica l'equivalente della nostra Cassa Integrazione, prevede la copertura del 70% del salario base del lavoratore, nei primi 6 mesi, per poi scendere al 50% nella fase successiva.

Fig. 1 – La dipendenza da GNL e petrolio come fonte primaria di energia lascia il Paese esposto alla volatilità dei prezzi energetici



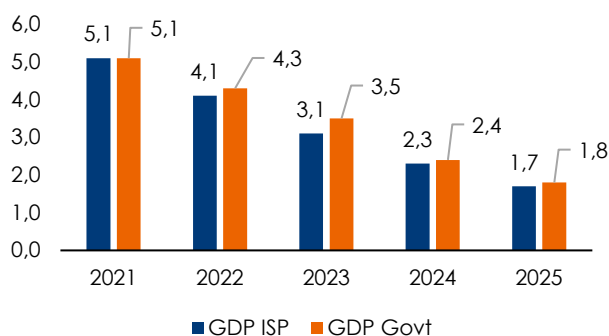
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IEA

Fig. 2 – Dopo il calo nel primo trimestre, la domanda interna dovrebbe tornare sostenere la crescita



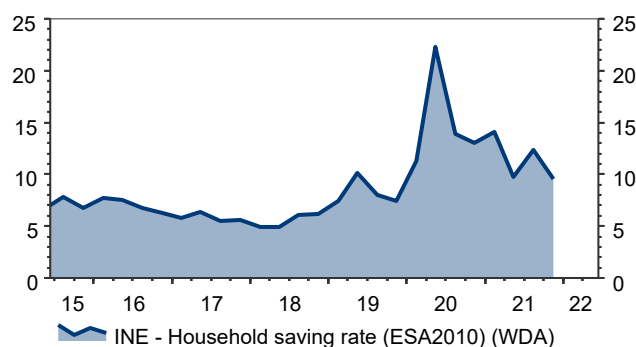
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



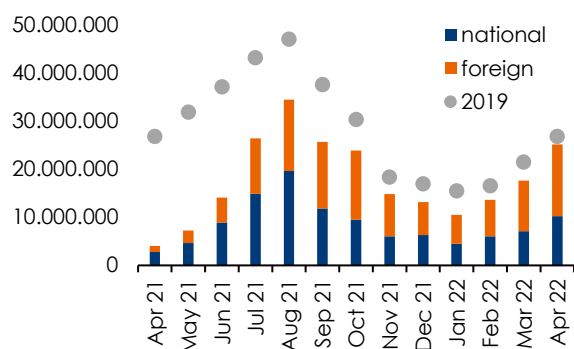
Nota: i valori riferiti al Governo sono basati sull'ultimo aggiornamento del Programma di Stabilità 2022-25, dello scorso 29 aprile 2022. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Il calo del tasso risparmio, che non ha ancora raggiunto i livelli pre-pandemici, dovrebbe favorire la ripresa dei consumi



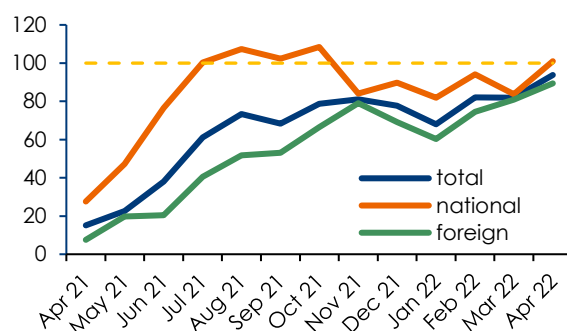
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 5 - Pernottamenti totali: il gap rispetto ai livelli pre-pandemici si è quasi chiuso



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 6 – Il numero di pernottamenti dei turisti spagnoli ha già recuperato i livelli pre-crisi (100=flussi turistici nello stesso mese del 2019)



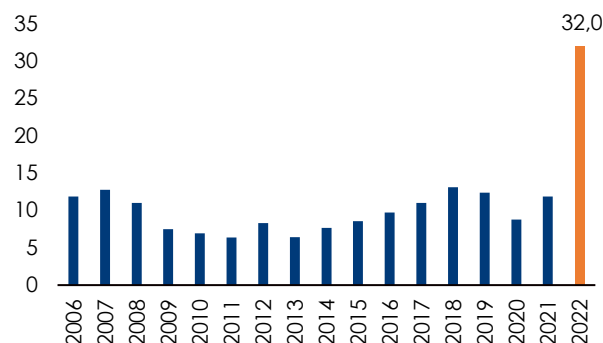
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 7 – Il calo del tasso di disoccupazione...



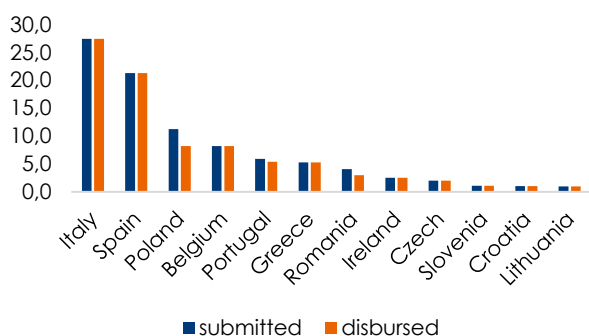
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 8 – ...si sta accompagnando a una stabilizzazione dei contratti



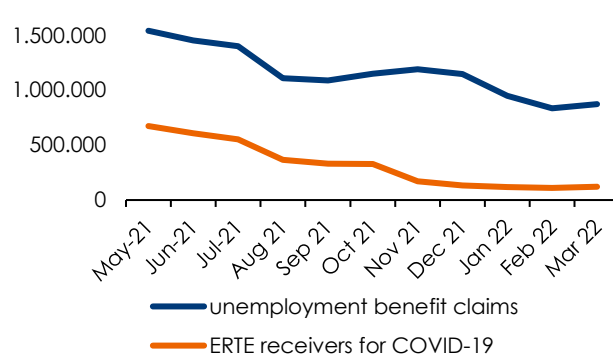
Nota: % dei contratti a tempo indeterminato sul totale dei nuovi contratti registrati. Il dato relativo al 2022 è calcolato sui contratti registrati fino al mese di maggio. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 9 – La Spagna è stata il secondo beneficiario in Europa dei fondi del programma UE SURE (importi in mld euro)



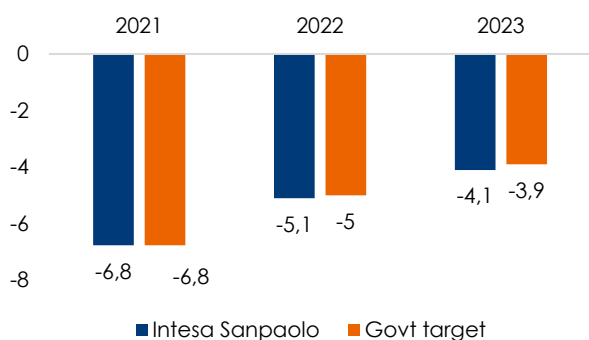
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 10 – Domande di sussidi di disoccupazione e percettori di ERTE per Covid-19



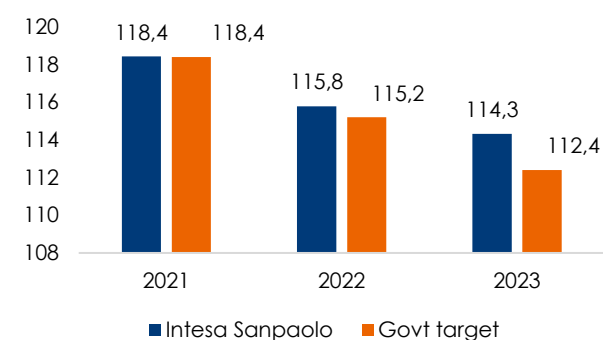
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 11 – Deficit/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



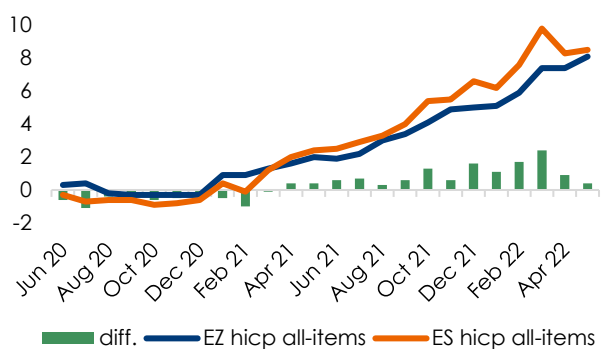
Nota: i valori riferiti al Governo sono basati sull'ultimo aggiornamento del Programma di Stabilità 2022-25, dello scorso 29 aprile 2022. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Debito/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



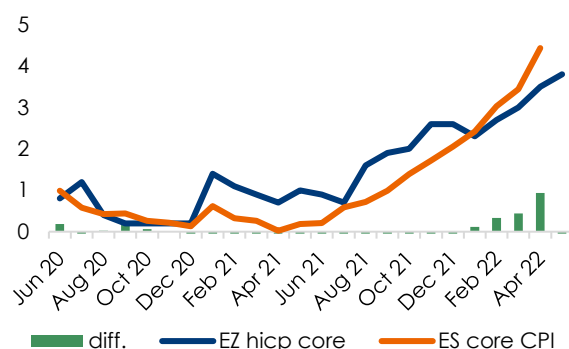
Nota: i valori riferiti al Governo sono basati sull'ultimo aggiornamento del Programma di Stabilità 2022-25, dello scorso 29 aprile 2022. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – L'inflazione spagnola è più alta della media Eurozona sia considerando l'indice headline ...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE ed Eurostat

Fig. 14 – ...che quello sottostante



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE ed Eurostat

Paesi Bassi: la super inflazione minaccia la crescita

Nei Paesi Bassi, il Governo di maggioranza relativa corre ai ripari presentando una nota di bilancio ricca di misure fiscali. L'economia dovrebbe riprendere a espandersi a partire dal prossimo trimestre: ci aspettiamo una crescita del PIL intorno al 3,1% nel 2022. I rischi sulla previsione sono al ribasso e derivano interamente dallo scenario internazionale.

Aniello Dell'Anno

Nei Paesi Bassi l'aumento dei prezzi energetici preoccupa più che altrove ed accresce l'incertezza per i prossimi mesi. **L'inflazione armonizzata è cresciuta più della media dell'Eurozona** negli ultimi mesi, toccando il massimo storico di 11,7% a/a a marzo (quando la componente energia ha sfiorato il 100% a/a), per poi rallentare al 10,2% in maggio. Nei prossimi mesi l'inflazione è vista rimanere attorno al 10%, per iniziare a scendere solo a partire dal quarto trimestre, grazie a un effetto statistico favorevole, fino al 4,5% a fine 2023. In media annua, nelle nostre stime, l'indice armonizzato chiuderà il 2022 a circa il 9%, per poi scendere al 4% il prossimo anno, ma su questo scenario i rischi restano verso l'alto. In questo contesto, i prezzi delle case sono saliti vertiginosamente sino a superare il 21% a/a lo scorso gennaio per poi rallentare al 19,7% a/a in aprile; in ogni caso, il prezzo delle abitazioni risulta più alto del 96% rispetto a giugno 2013 (minimo decennale).

Nei Paesi Bassi l'inflazione è più alta che altrove...

Stimiamo per i Paesi Bassi una crescita del 3,1% quest'anno, due decimi meno di quanto previsto tre mesi fa, e dell'1,6% nel 2023. L'anno è iniziato con una stagnazione nei primi tre mesi, anche a causa dell'impatto dell'aumento dei prezzi e delle misure restrittive anti-COVID sui consumi. Le previsioni per il trimestre in corso sono state riviste al ribasso nella misura di tre decimi, a 0,1% t/t da un iniziale 0,4% t/t. Ci aspettiamo che nel corso dell'estate si possa assistere a un rimbalzo della produzione aggregata cui seguirà un rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno. I consumi dovrebbero evidenziare un parziale recupero nei mesi primaverili (0,4% t/t) dopo la contrazione vista tra l'autunno e l'inverno. Le indagini di fiducia dei consumatori rimangono deboli (l'indicatore elaborato dalla Commissione UE si è attestato a -22,6 a maggio, in lieve recupero rispetto ai livelli di marzo e aprile ma ben sotto il -14,8 di febbraio), e non ci aspettiamo una netta accelerazione nella seconda metà dell'anno. La dinamica degli investimenti dovrebbe continuare ad essere positiva, a 3,3% nell'anno in corso e in rallentamento a 2,5% il prossimo anno. L'indebolimento della ripresa nell'Eurozona e in particolare in Germania (che conta per il 22% delle esportazioni olandesi, oltre il 6% del PIL) sta danneggiando le esportazioni e rappresenta una minaccia anche in prospettiva. Ci aspettiamo che le esportazioni nette diano un contributo positivo di mezzo punto alla formazione del PIL per quest'anno e per un decimo per il 2023. I rischi su questo scenario previsivo di crescita sono al ribasso e derivano interamente dallo scenario internazionale.

... e minaccia le prospettive di crescita

L'aspettativa di un prolungato aumento dei prezzi dell'energia e dei carburanti ha indotto il Governo ad adottare nuove misure fiscali espansive volte a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie, dopo che misure simili erano già state adottate nell'autunno del 2021 (3,2 mld, ovvero lo 0,4% del PIL)¹². [La nota sul budget](#) approvata in maggio ha infatti previsto aumenti delle pensioni del 7,5% cumulato nel biennio 2023-24 (2,4 mld, lo 0,2% del PIL), oltre all'aumento del salario minimo (7,5% cumulato al 2025). La spesa per la difesa è cresciuta di 2 mld e sono previsti aumenti gradualmente di 600 milioni l'anno dal 2023 (nel 2024 verrà raggiunto il target del 2% del PIL previsto dalla NATO); **2,8 mld (lo 0,3% del PIL) sono stati stanziati come compensazioni contro il caro-energia per i contribuenti**. Gran parte della spesa pubblica aggiuntiva verrà finanziata

Peggiorano ma non preoccupano i conti pubblici

¹² Le misure più significative sono state il taglio del 21% delle accise sui carburanti (benzina e gasolio) a partire dal 1° aprile 2022, la riduzione temporanea dell'IVA sull'energia (9% anziché 21%) a partire dal 1° luglio 2022 (entrambe le misure resteranno in vigore sino a fine anno) e l'aumento del sussidio una tantum per la compensazione energetica nel 2022 per le famiglie a basso reddito. La maggior parte di questa spesa aggiuntiva è stata coperta con l'extra-gettito fiscale derivante dall'aumento del prezzo del gas naturale.

attraverso l'aumento della tassazione sulle imprese, sui patrimoni e sui beni immobiliari¹³. L'insieme di queste misure peserà per circa un punto percentuale sul rapporto deficit/PIL. Secondo il Governo, il disavanzo 2022 sarà del -3,4% e varierà nell'intervallo tra il -2,5% ed il -3,0% del PIL nel 2023-27; il debito invece è atteso evolvere dal 52,9% del 2022 al 56,9% del 2027. I rischi alla previsione per il sentiero dei conti pubblici nel biennio 2022-23 sono al rialzo, in quanto il Governo prevede ora 7 miliardi (e non più 1,5 miliardi) di mancate entrate sul gettito delle imposte differite causa Covid-19, su un totale di 20,5 miliardi di euro.

Il mercato del lavoro resta in forte stress. Il tasso di disoccupazione (3,3% in maggio) è da circa un anno intorno a quello che viene stimato come livello naturale. Le imprese segnalano l'intenzione di aumentare gli occupati, ma anche difficoltà a reperire manodopera (segnalata da oltre un quarto delle imprese, e più marcata nell'accoglienza, nelle costruzioni e nei servizi informatici), nonché diffuse pressioni al rialzo sul costo del lavoro. Il permanere di difficoltà nel reperire manodopera e l'inflazione causeranno verosimilmente ulteriori spinte al rialzo sui salari nella seconda metà dell'anno.

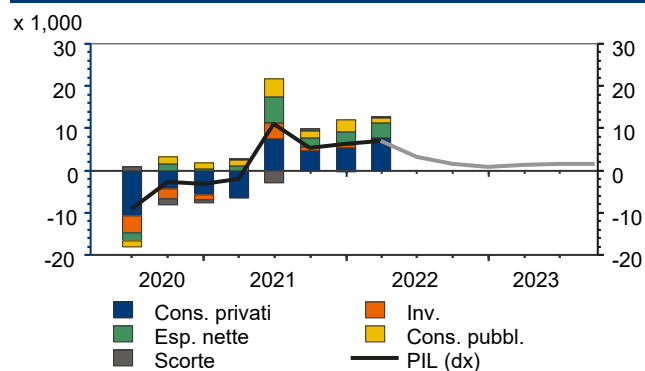
Il mercato del lavoro è in forte stress

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022			2023p					
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.0	3.1	1.6	11.0	5.3	6.4	7.0	3.2	1.5	0.8	1.3	1.6	1.7
- t/t				3.8	2.0	1.0	0.0	0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	3.5	3.8	1.7	6.3	4.5	-0.5	-0.1	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	3.5	3.3	2.5	-1.3	-2.5	3.2	0.8	1.1	1.3	1.0	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	5.5	0.6	1.6	3.2	1.2	2.2	-4.0	2.0	-0.1	1.0	0.0	0.3	0.3
Esportazioni	6.6	1.9	2.5	4.2	2.3	-1.4	-0.5	0.8	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5
Importazioni	5.1	1.5	2.7	2.8	3.0	-1.9	-1.3	1.5	1.5	0.8	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	-0.2	-0.8	0.7	-0.2	0.4	-0.4	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	9.5	10.3	10.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.5	-3.4	-3.0										
Debito pubblico (% PIL)	52.1	52.9	54.0										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.8	9.0	4.0	1.8	2.4	5.3	8.9	10.4	9.5	7.1	3.8	3.3	4.2

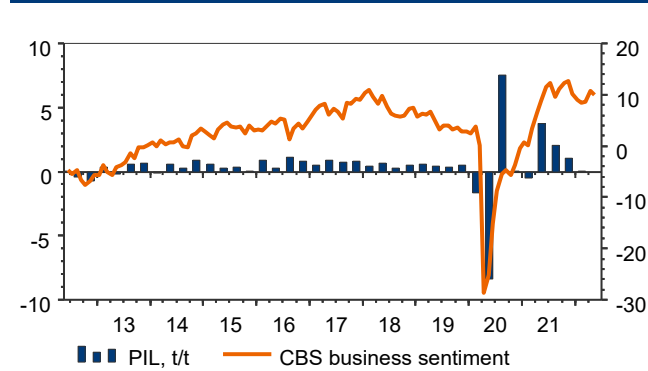
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL (a/a)



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

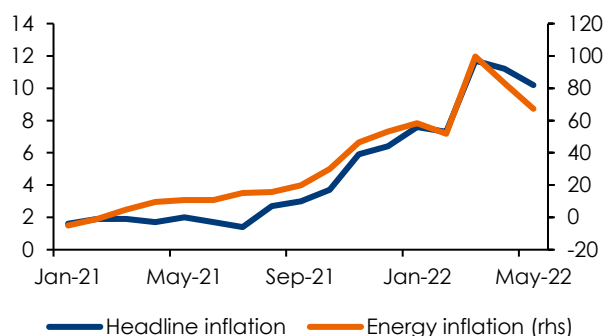
Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



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

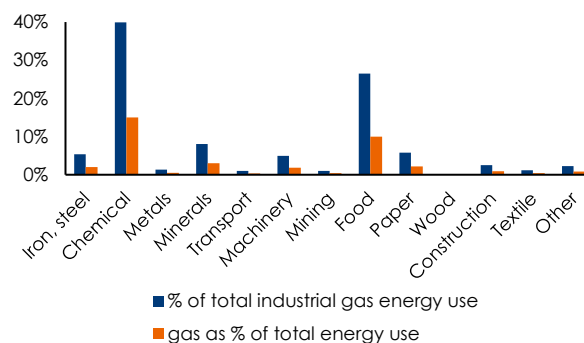
¹³ Tra le principali misure, sono previsti: tagli una tantum (-2,2 miliardi) al Fondo nazionale per la crescita (-660 milioni), al Fondo per il clima (-880 milioni) e al Fondo di transizione per l'acquisto agli agricoltori per ridurre le emissioni di azoto (-660 milioni); l'aumento dell'imposta sui redditi da lavoro e sui guadagni di capitale per gli amministratori e gli azionisti di maggioranza (>5% di quota); l'aumento dell'imposta sulle transazioni sui beni immobili non residenziali e sulle abitazioni di proprietà degli investitori (non occupate dai proprietari) al 10,1% (attualmente è dell'8%); aumento delle imposte sui profitti delle società a partire dal 2023.

Fig. 3 – Inflazione: prezzi dell'energia alle stelle



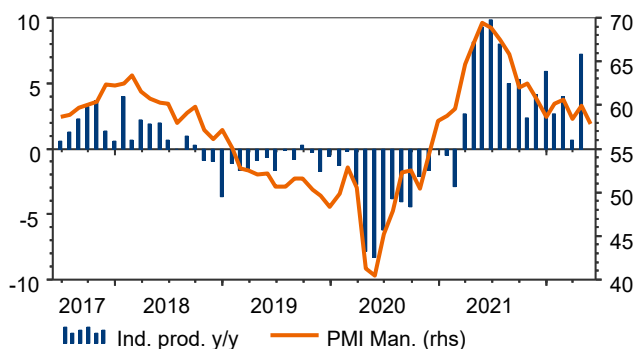
Fonte: Eurostat

Fig. 4 – Uso di gas nei vari settori dell'economia



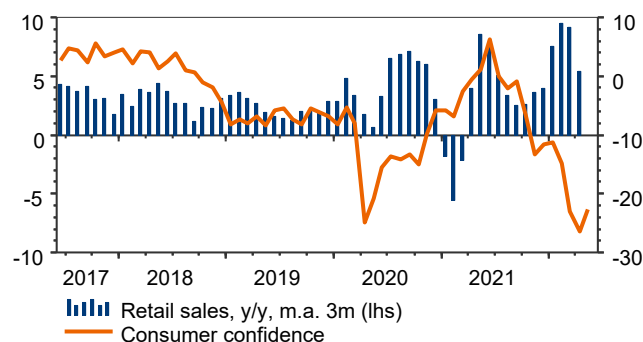
Fonte: Eurostat

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



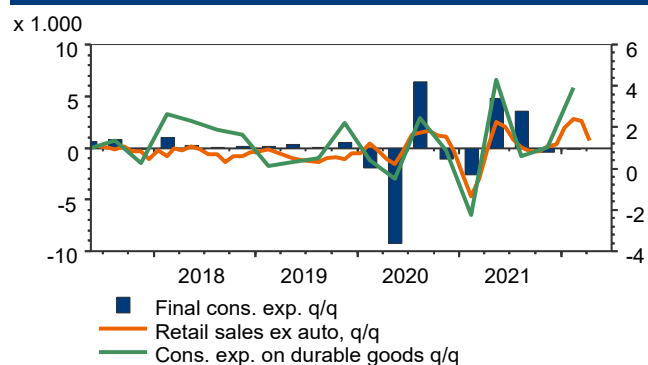
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS e IHS Markit

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



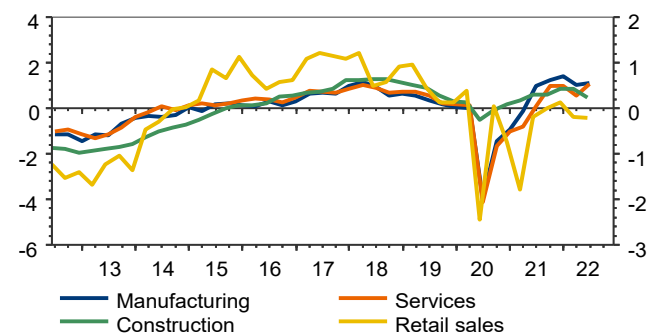
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS e Commissione Europea

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



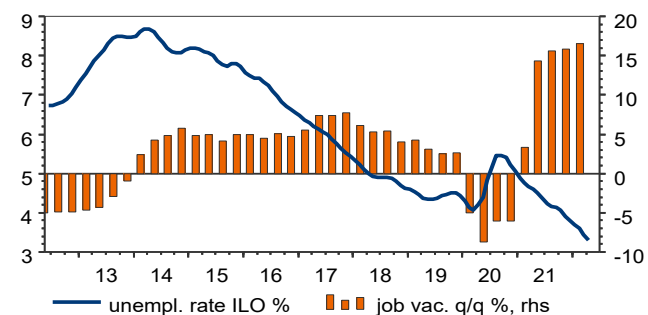
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati CBS

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



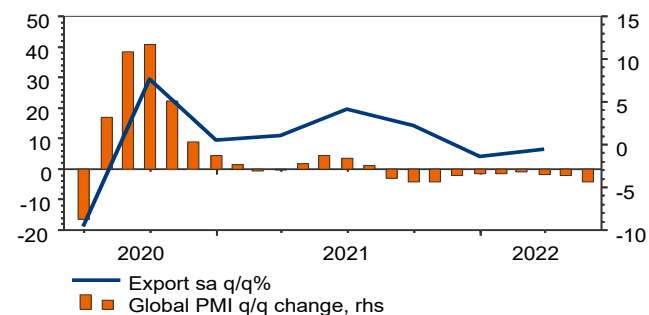
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Fig. 9 – Si amplifica il divario tra disoccupazione e posti vacanti e aumenta lo stress sul mercato del lavoro



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 frenata da Covid, prezzi energetici e debolezza cinese

L'economia giapponese è ancora caratterizzata da una crescita altalenante, sulla scia degli effetti delle ondate pandemiche, dei rialzi dei prezzi energetici e del rallentamento dell'economia cinese. L'espansione dovrebbe comunque proseguire nel 2022-23 su ritmi moderati. L'inflazione ha superato il 2% a/a, per motivi probabilmente transitori, ma dovrebbe ritornare verso l'1% dal 2023.

L'economia giapponese è cresciuta di 1,7% nel 2021, con una ripresa altalenante per via delle strozzature all'offerta e delle ondate di Covid. Il 2022 si è aperto all'insegna di un insieme di **shock negativi**: una nuova ondata di contagi a inizio anno, il forte rialzo dei prezzi delle materie prime causato dalla guerra in Ucraina e la frenata delle esportazioni collegata al rallentamento cinese e alle persistenti strozzature all'offerta.

Nel 2022, il **canale estero** dovrebbe contribuire negativamente alla crescita, mentre la **domanda finale domestica** sarà frenata dal rialzo dell'**inflazione**, tornata su livelli che non si vedevano dal 2015. La **politica fiscale** dovrebbe restare espansiva, anche in vista delle elezioni della Camera Alta previste per l'estate. Le previsioni per il periodo 2022-24 vedono un'espansione moderata, con **crescita di 1,6% nel 2022**, seguita da una **riaccelerazione attesa nel 2023, a 2%**, e da una successiva nuova **moderazione verso 1,5% nel 2024**. Questo sentiero manterrebbe la dinamica del PIL sempre al di sopra del **potenziale**, stimato dalla BoJ a 0,14% e dal Cabinet Office a 0,4%. Nonostante l'elevato peso del rialzo dei prezzi energetici, del rallentamento cinese e dell'indebolimento del cambio, lo scenario giapponese si differenzia da quello delle altre aree in un aspetto fondamentale: **non ci sono, al momento, rischi di recessione né significative pressioni inflazionistiche e salariali**. Pertanto, anche se l'inflazione è ora oltre il 2%, la **BoJ** ha segnalato l'intenzione di mantenere invariata la **stance espansiva della politica monetaria**, alla luce della transitorietà dei rialzi dei prezzi e della persistente moderazione della dinamica salariale.

Il 2022 è iniziato con una contrazione, la seconda in tre trimestri, dovuta a una combinazione di domanda domestica debole e di canale estero negativo. Una nuova ondata pandemica ha determinato il rinnovo dello stato di quasi-emergenza e la stagnazione dei consumi a inizio anno. Come il PIL, i **consumi** aggregati non hanno ancora recuperato i livelli pre-pandemici per via della debolezza dei servizi, anche se i beni durevoli sono circa in linea con i livelli di febbraio 2020. Lo scenario per i consumi è soggetto a due freni rilevanti. Nonostante l'elevata copertura vaccinale della popolazione con due dosi (82%), meno del 60% ha ricevuto la terza dose, con percentuali particolarmente basse nelle coorti più giovani, lasciando **rischi elevati di nuove ondate di contagi** con restrizioni alle attività aggregative. In secondo luogo, il **rialzo dell'inflazione** e una **dinamica salariale sempre compressa riducono il potere d'acquisto delle famiglie**, nonostante un mercato del lavoro apparentemente solido. Alla vigilia del periodo di rinegoziazione annuale dei contratti di lavoro delle grandi imprese ("shunto"), il Governo aveva esortato i datori di lavoro a concedere incrementi salariali di almeno 3% a/a. La conclusione dei negoziati invece ha visto solo una moderata accelerazione dei salari contrattuali, a una media di 2,2% a/a, dopo 1,8% a/a del 2021, appena sufficiente a controbilanciare l'aumento dei prezzi. Gli aumenti concessi dalle grandi imprese rappresentano l'estremo superiore delle variazioni attese a livello nazionale e implicano che i salari reali saranno in calo per gran parte dell'anno, frenando i **consumi, previsti in crescita di 2,7% nel 2022 e 1,1% nel 2023**.

Il **mercato del lavoro** ha registrato fluttuazioni modeste durante la pandemia, contrariamente a quanto visto in altre aree. La relativa stabilità del tasso di disoccupazione e il rapido rientro sui livelli pre-pandemici, dopo un modesto rialzo nel 2020, sono da attribuire alle politiche di supporto mirate a mantenere i posti di lavoro esistenti attraverso sussidi diretti alle imprese. Le politiche governative hanno tutelato una specifica fascia di occupati, tipicamente maschi con contratti regolari, che hanno mantenuto il reddito da lavoro pre-Covid attraverso l'"Employment

Giovanna Mossetti

Pandemia e strozzature all'offerta freneranno la crescita anche nel 2022, e saranno amplificati dallo shock energetico e dal rallentamento cinese

Scenario macroeconomico: moderazione su tutti i fronti senza rischi di recessione (per ora)

Mercato del lavoro vicino al pieno impiego, senza surriscaldamento nel 2022

Adjustment Subsidy", il cui esborso si è stabilizzato da fine 2020 e prosegue su livelli molto superiori a quanto visto per la stessa politica dopo la recessione del 2008-09. Al contrario, i lavoratori "non-regolari" (part-time, contratti temporanei), tipicamente donne, giovani e immigrati, hanno subito direttamente gli effetti delle fluttuazioni della domanda durante la pandemia. Questa combinazione di fattori contribuisce a mantenere relativamente **stabile la dinamica salariale**, che però potrebbe riaccelerare nel 2023, sulla scia di una persistente carenza di offerta di lavoro.

Gli **investimenti fissi non residenziali** mantengono una crescita contenuta e sono ancora inferiori di circa 2,5% rispetto ai livelli di fine 2019. L'attività nel manifatturiero è in rallentamento, per via delle strozzature all'offerta e della debolezza cinese, come evidente sia dalle indagini sia dai dati congiunturali di ordini e produzione. La previsione è una **crescita di 2% nel 2022 e 5,2% nel 2023**.

Il **canale estero** dovrebbe frenare la crescita del 2022, con un contributo previsto di -0,3pp, dovuto al rallentamento del commercio internazionale, causato dalla frenata dell'export verso la Cina e più in generale dalla carenza di beni intermedi seguita alla pandemia. La bilancia commerciale è in deficit dal 2021, con un allargamento provocato dall'aumento dei prezzi energetici e associato alla dipendenza del Giappone dall'import di petrolio e gas naturale. Nel 2023, con la riduzione delle strozzature all'offerta, le esportazioni nette dovrebbero fornire un contributo circa nullo alla dinamica del PIL.

L'**inflazione** al netto degli alimentari freschi è salita a 2,1% a/a ad aprile, sulla scia di due fattori. Da un lato, i prezzi dell'energia hanno subito un'impennata da inizio anno (19,1% a/a, peso sul CPI: 7,1%). Dall'altro, il confronto con il 2021 spinge l'inflazione verso l'alto, con l'uscita dal calcolo della variazione a/a della riduzione delle tariffe telefoniche attuata lo scorso aprile. L'aspettativa di miglioramento delle strozzature all'offerta e di rallentamento della domanda globale, insieme all'andamento contenuto dei salari, fa prevedere il rientro della dinamica dei prezzi verso l'1% a/a da fine 2022, in linea con le previsioni della BoJ di inflazione stabile nel 2023 e 2024 a 1,1%.

La Banca centrale ha chiarito in modo esplicito che, con un rialzo solo transitorio dell'inflazione, sarà **appropriato mantenere invariato il Quantitative and Qualitative Easing con il controllo della curva dei rendimenti** fino a quando l'inflazione non avrà raggiunto il 2% "in modo stabile". La previsione è quindi che, almeno fino alla fine del mandato di Kuroda (aprile 2023), e probabilmente anche per tutto il 2023, gli obiettivi sui tassi siano confermati a zero per l'overnight e a 0,1% per il JGB a 10 anni.

Investimenti fissi non residenziali positivi, ma poco dinamici quest'anno

Esportazioni nette in frenata nella prima metà dell'anno, miglioramento dal 2° semestre

Inflazione oltre il 2%, ma il rialzo appare transitorio e molto diverso da quello del resto dell'economia mondiale

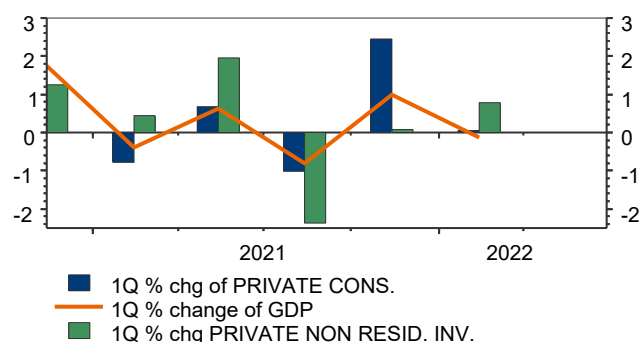
Politica monetaria invariata ancora per un periodo prolungato

Previsioni

	2021	2022p	2023p	2021	2022	2023p							
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.6	2.0	7.4	1.2	0.4	0.7	0.8	2.5	2.3	2.8	2.3	1.7
- trim/trim annualizzato				2.6	-3.2	4.0	-0.5	2.9	3.9	2.9	1.5	1.0	1.2
Consumi privati	1.3	2.7	1.1	2.7	-4.0	10.1	0.2	4.3	2.0	1.0	0.7	0.6	0.7
IFL - priv. non residenziali	-0.4	2.0	5.2	8.1	-9.2	0.3	3.2	4.9	5.3	4.5	6.1	5.4	4.9
IFL - priv. residenziali	-2.0	-0.2	5.0	4.2	-6.6	-4.5	-4.4	5.4	7.6	7.3	5.2	3.5	2.5
Investim. pubblici	-3.6	-7.1	7.7	-13.9	-14.6	-17.6	-13.4	6.1	9.6	10.1	8.7	6.4	4.9
Consumi pubblici	2.1	1.1	-0.4	3.2	4.5	-1.1	2.0	0.2	0.0	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
Esportazioni	12.0	1.8	3.5	11.6	-1.1	3.6	4.6	-9.6	7.4	8.4	2.9	2.0	3.0
Importazioni	5.1	3.6	3.6	18.4	-3.4	1.4	13.9	-5.9	2.5	4.2	5.0	4.4	4.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.4	0.1	1.0	0.2	-0.4	2.0	-1.0	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.8	1.5	2.5										
Deficit (% PIL)	-8.5	-6.9	-4.8										
Debito/PIL (% PIL)	244.0	245.7	243.7										
CPI (a/a)	-0.3	1.8	0.2	-0.8	-0.2	0.5	0.9	2.3	2.0	2.1	1.1	0.2	-0.1
Produzione Industriale	5.6	1.4	4.0	18.4	6.6	1.1	-0.6	-1.3	2.9	4.8	4.5	5.8	3.8
Disoccupazione (%)	2.8	2.7	2.4	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	109.9	127.5	127.8	109.4	110.1	113.7	116.3	129.6	133.4	130.7	129.3	128.3	127.3

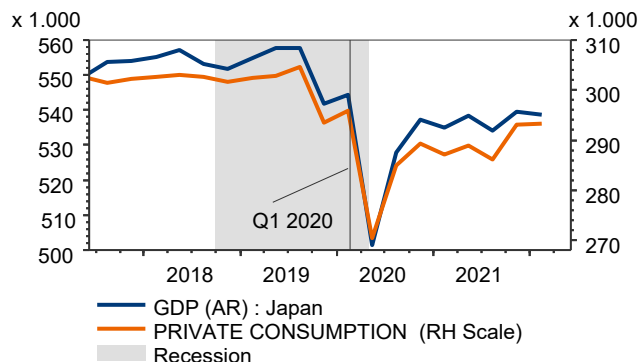
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Domanda domestica privata in altalena, sulla scia di Covid



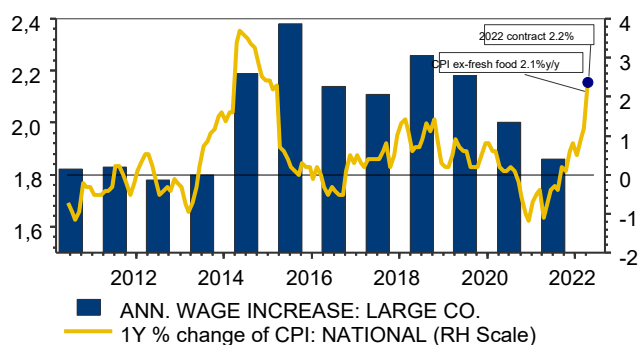
Fonte: Cabinet Office

Fig. 2 – PIL e consumi ancora inferiori ai livelli pre-pandemia



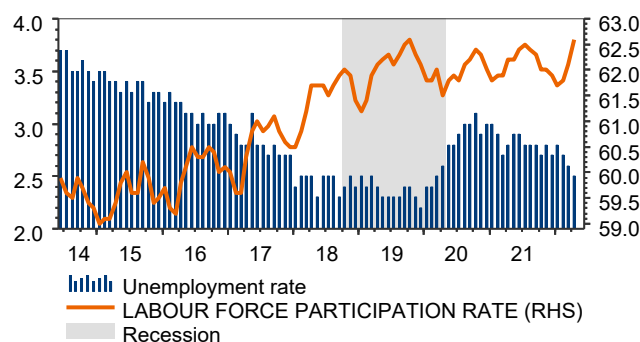
Fonte: Cabinet Office, mld yen, prezzi costanti

Fig. 3 – La dinamica salariale non ha tenuto il passo dell'inflazione nel 2021; il rinnovo contrattuale per il 2022, con aumenti di 2,2% per le grandi imprese, ridurrà i salari reali



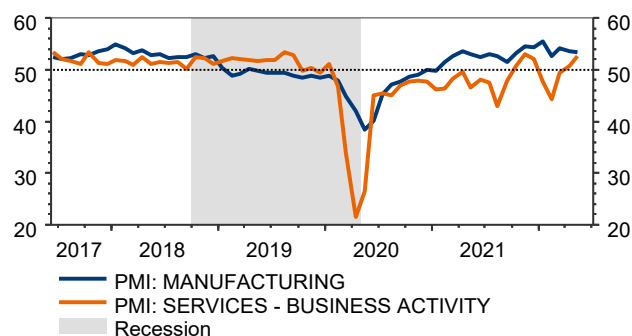
Fonte: Ministry of Health, Labour and Welfare, Statistics Bureau

Fig. 4 – Disoccupazione in calo e partecipazione già rientrata sui livelli pre-pandemici



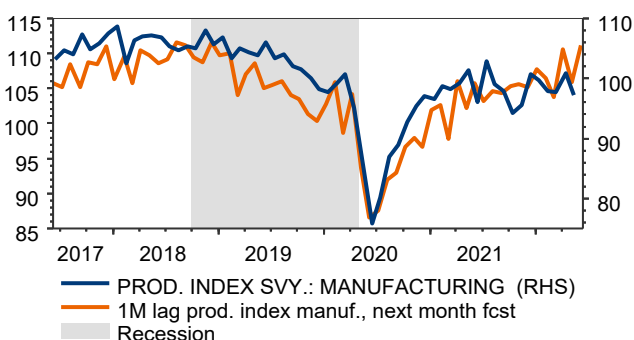
Fonte: Ministry of Internal Affairs and Communication

Fig. 5 – Covid colpisce ancora: il manifatturiero tiene, nonostante le strozzature all'offerta e il calo delle auto, i servizi seguono la curva dei contagi



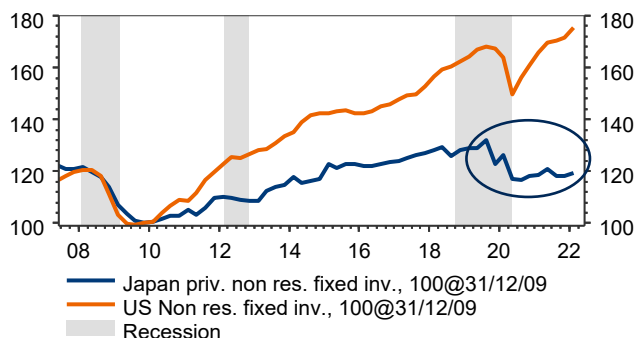
Fonte: Markit

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



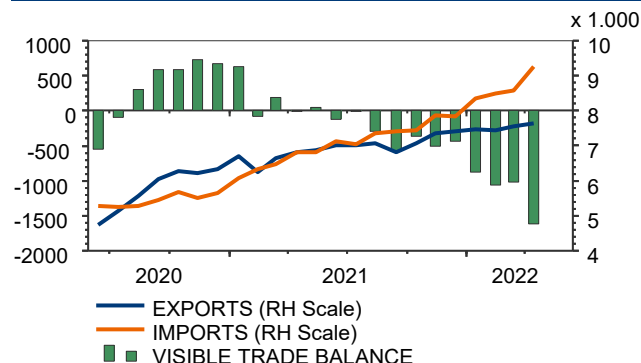
Fonte: Ministry of Economy Trade and Industry

Fig. 7 – Gli investimenti fissi delle imprese non ripartono: il divario con gli USA continua a crescere



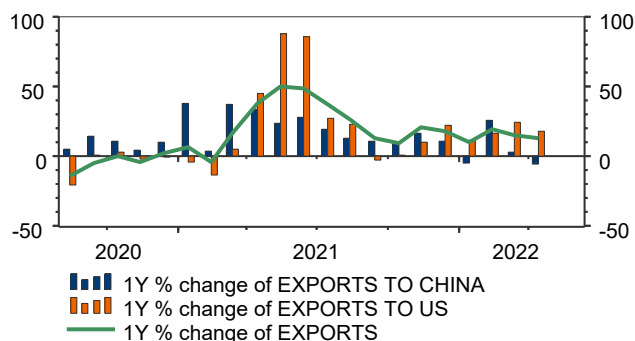
Nota: le recessioni indicate nel grafico sono quelle definite dall'ESRI per l'economia giapponese. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali

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



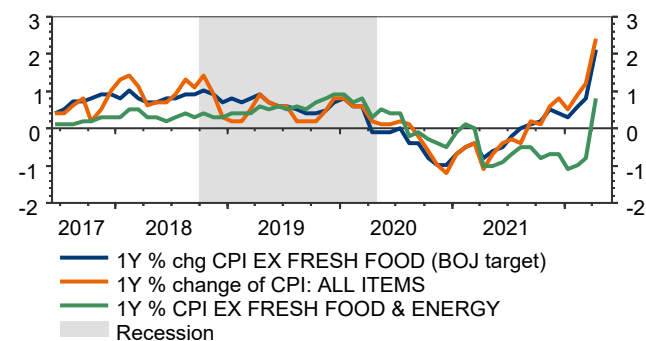
Fonte: Ministry of Finance

Fig. 9 – ... e dal rallentamento cinese



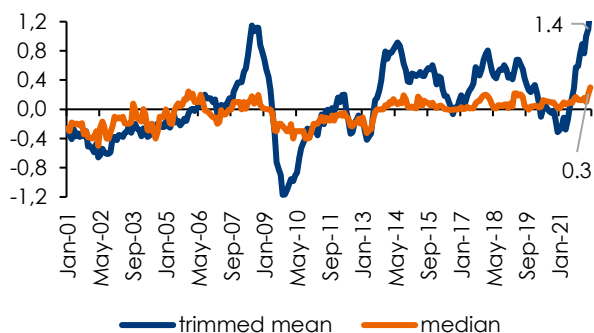
Fonte: Ministry of Finance

Fig. 10 – Inflazione core: in rialzo per l'effetto confronto con il 2021, trend oltre il 2% a/a fino a fine 2022



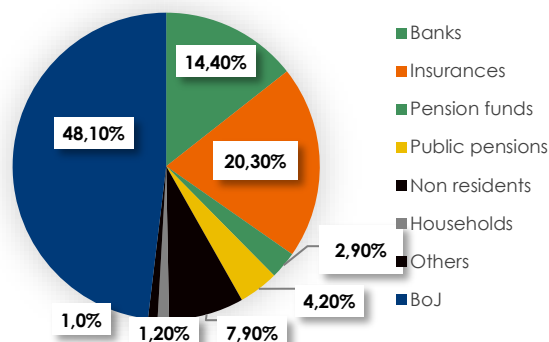
Fonte: Statistics Bureau of Japan

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= 1,074 tln di yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,219.6 tln di yen. I non residenti detengono il 61,4% dei T-bill (totale: 145,4 tln). Fonte: Ministry of Finance, dati a dicembre 2021

Cina: l'incertezza aleggia sulla ripresa

Il recupero dell'attività economica atteso a giugno non sarà sufficiente ad evitare nel trimestre corrente un calo congiunturale del PIL. Nonostante il supporto della politica monetaria e fiscale, la ripresa nei prossimi mesi si annuncia moderata a causa delle difficoltà di recupero del mercato del lavoro, della debolezza del mercato immobiliare e della domanda estera, uniti all'incertezza dell'evoluzione della pandemia e all'applicazione della strategia di tolleranza zero.

Silvia Guizzo

Nonostante l'esiguità dei contagi rispetto alla popolazione e ad altri paesi il lockdown di Shanghai, annunciato in due fasi dal 28 marzo e previsto finire il 5 aprile, è durato alla fine quasi due mesi durante i quali anche altre città, inclusa Pechino, sono state sottoposte a qualche forma di fermo totale o parziale. Si stima che il numero totale di città in tali condizioni sia salito fino a un massimo di 44 a metà aprile, coprendo circa il 25% della popolazione e il 39% del PIL, per poi diminuire progressivamente in linea con il calo dei contagi.

Le misure di contenimento, spesso esacerbate a livello locale, hanno avuto un importante impatto negativo sull'economia. I dati **in marzo e aprile** hanno evidenziato una **significativa contrazione dell'attività economica**, maggiore sul fronte dei consumi privati e dei servizi, dove si annuncia come **la più pesante dopo quella del primo lockdown del 2020 e in parte paragonabile**. Il recupero di maggio appare significativo solo sul fronte della produzione industriale e, in misura minore, degli investimenti (Figg. 4 e 5). La dinamica tendenziale della produzione industriale è infatti tornata positiva in maggio (+0,7% a/a) dopo il calo di aprile (-2,9% a/a), trainata dall'industria statale, mentre gli investimenti fissi nominali hanno registrato una moderata accelerazione guidata dal comparto delle infrastrutture (Fig. 3) e dal manifatturiero. Al contrario, la variazione tendenziale delle vendite al dettaglio e della produzione di servizi è rimasta in calo, seppur meno marcato rispetto ad aprile.

Gli investimenti nel **settore immobiliare** hanno continuato a registrare una contrazione tendenziale in maggio (-7,7% a/a), seppur più modesta rispetto ad aprile; una dinamica simile ha riguardato la superficie residenziale venduta (stimata in calo del 36,6% a/a), i nuovi cantieri e le acquisizioni di terreni. Le **condizioni** del settore restano **fragili**: nonostante gli allentamenti alle misure anti-speculative a livello locale e nazionale, con il taglio del LPR a cinque anni di 15pb, e le indicazioni alle banche di aumentare il credito a supporto del settore, lo stock di credito a medio e lungo termine a famiglie e imprese è ulteriormente rallentato in maggio e i prezzi degli immobili di nuova costruzione hanno registrato la nona variazione media mensile negativa, a causa dei cali dei prezzi nelle città di terza e, in misura minore, di seconda fascia (Fig. 12).

La situazione nel mercato del lavoro rimane difficile: nei primi cinque mesi del 2022 i nuovi occupati sono stati inferiori dell'11,4% rispetto allo stesso periodo del 2019. Il tasso di disoccupazione urbano è sceso da 6,1% in aprile a 5,9% in maggio, ma rimane sui livelli più elevati dalla primavera del 2020 e, nell'indagine relativa alle 31 maggiori città, è salito da 6,7% in aprile a 6,9% in maggio, ben al di sopra del picco della prima ondata pandemica (Fig. 8). Il mercato del lavoro nella fascia 16-24 anni, dove il tasso di disoccupazione è salito fino a 18,4% in maggio, subirà ulteriori pressioni nei prossimi mesi con l'attesa entrata di 10,76 milioni di laureati da luglio.

Riteniamo che **il progressivo miglioramento dell'attività economica atteso in giugno**, in seguito all'allentamento delle misure di confinamento, **non sarà sufficiente ad evitare nel trimestre corrente un calo congiunturale del PIL che stimiamo del 2,1% t/t** dopo l'aumento dell'1,3% t/t nel 1° trimestre e dell'1,5% t/t nel 4° trimestre 2021 secondo la serie dell'NBS. La dinamica del PIL dovrebbe quindi rallentare da 4,8% a/a nel 1° trimestre a 1,5% a/a nel 2° per riaccelerare moderatamente nella seconda parte dell'anno anche in termini congiunturali.

L'abbandono della strategia di tolleranza zero è stato chiaramente escluso dalle Autorità e non è di fatto pensabile per la Cina fino al raggiungimento di una maggiore immunità della popolazione attraverso una vigorosa ripresa della campagna vaccinale (con una terza dose o con un vaccino mRNA), di cui per ora non c'è evidenza (Fig. 2). **Lo scenario rimane quindi**

caratterizzato da una forte incertezza a causa della strategia stessa, delle relative misure di contenimento, spesso esacerbate a livello locale, e dell'evoluzione della pandemia. Anche se la situazione pandemica è migliorata, la strategia di tolleranza zero (tre giorni consecutivi di contagi a zero al di fuori delle zone di quarantena) potrebbe comportare comunque la chiusura o l'imposizione di misure restrittive in alcuni quartieri di importanti città anche con contagi limitati. Inoltre, l'imposizione di test antigenici con alta frequenza (ogni 48 ore) in molte città, oltre a pesare sulle casse dello stato (alcune stime si collocano intorno al 2% del PIL), rischiano di reprimere il morale dei consumatori, la cui fiducia in aprile è crollata sotto 100 toccando i minimi da quando esiste la serie, e minare ulteriormente la ripresa dei consumi privati.

Al Consiglio di Stato di fine maggio è emersa una **forte preoccupazione delle Autorità per la grave situazione economica** del Paese. Il premier Li ha esortato gli amministratori locali a intraprendere un'efficiente e veloce implementazione delle **misure a supporto dell'economia e dell'occupazione annunciate tra aprile e maggio** e a spendere i proventi delle obbligazioni speciali, utilizzati per finanziare le infrastrutture, entro la fine di agosto. Le misure, che sono in gran parte di supporto al credito, si estendono a varie categorie e settori **per un ammontare totale di 2580 miliardi di CNY** (pari al 2,3% del PIL del 2021). È difficile, però, valutare sia quanti di questi siano inclusi nei 2500 mld di tagli fiscali annunciati in occasione della presentazione del bilancio a marzo sia la velocità di implementazione di spesa dei governi locali. Questi ultimi, infatti, sono in serie difficoltà perché i trasferimenti e le emissioni di titoli speciali sono stati anticipati nella prima parte dell'anno, avvicinandosi ai limiti, e nel frattempo le entrate fiscali sono notevolmente rallentate a causa del calo dell'attività e delle vendite dei terreni.

Con il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 25pb effettivo dal 25 aprile e tassi fermi sulle operazioni di rifinanziamento, la **PBoC** ha riconfermato un approccio graduale e mirato nell'allentare la politica monetaria. Riteniamo che continuerà a prediligere tagli condizionati del RRR (altri 25pb) ma la probabilità che questi siano accompagnati da interventi limitati (al più 10-20pb) anche sui tassi delle operazioni di rifinanziamento si è notevolmente ridotta alla luce della svolta restrittiva della Fed e della BCE e della conseguente pressione al ribasso sul renminbi.

Nonostante le misure di sostegno a famiglie e imprese della politica sia fiscale sia monetaria, la ripresa nei prossimi mesi si annuncia comunque difficile a causa delle difficoltà di recupero del mercato del lavoro, della debolezza del mercato immobiliare e della domanda estera, uniti all'incertezza dell'evoluzione della pandemia e all'applicazione della strategia di tolleranza zero.

Rivediamo pertanto la previsione di crescita del PIL nel 2022 da 5,2% a/a a 4,0% a/a mantenendo invariata la previsione di un recupero a 5,4% nel 2023, sostenuto in parte da un effetto confronto.

Previsioni

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
PIL (prezzi costanti)	6.7	6.0	2.2	8.1	4.0	5.4
Consumi privati	8.1	6.3	-2.4	12.6	1.3	8.2
Consumi pubblici	7.1	6.6	4.6	2.9	3.5	3.9
Investimenti fissi	7.3	5.1	3.1	2.6	4.9	5.1
Esportazioni	4.4	2.3	1.7	18.2	1.4	3.4
Importazioni	6.5	-0.7	-2.2	6.6	1.2	6.2
Produzione industriale	5.8	4.9	2.4	8.2	4.7	5.4
Inflazione (CPI)	2.1	2.9	2.5	0.9	2.2	2.4
Tasso di disoccupazione (%)	2.9	3.0	3.4	3.3	3.4	3.3
Salari medi	10.0	9.6	7.8	10.2	7.3	8.2
Tasso Shibor 3m (media) (%)	3.75	2.83	2.39	2.52	2.11	2.04
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.64	3.18	2.95	3.04	2.77	2.83
Cambio USD/CNY (media)	6.61	6.91	6.90	6.45	6.62	6.51
Saldo delle partite correnti (md di USD)	24.1	102.9	248.8	317.3	253.8	212.9
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	0.2	0.7	1.7	1.8	1.4	1.1
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.7	-5.6	-8.6	-5.2	-7.3	-5.7
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	36.4	38.6	45.9	45.5	48.4	50.7

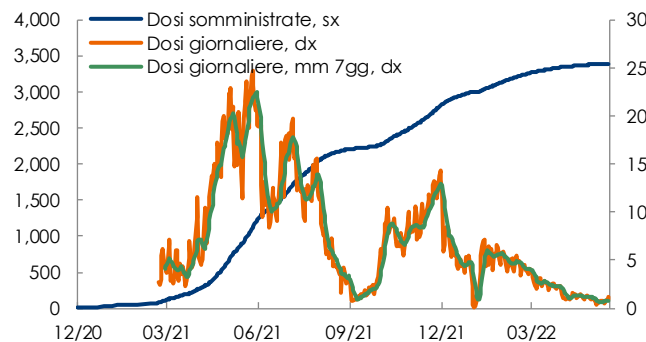
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Covid-19, nuovi casi e casi attivi (somma mobile a 7gg)



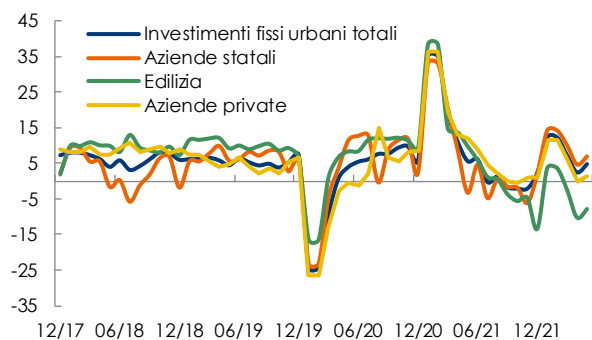
Fonte: CEIC da NHC

Fig. 2 – Covid-19, vaccinazioni (milioni di dosi)



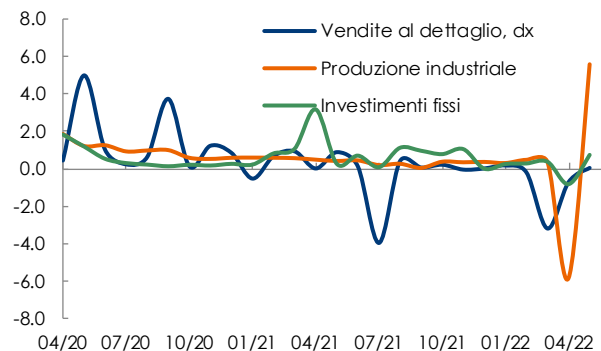
Fonte: CEIC da NHC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Investimenti fissi nominali a/a*



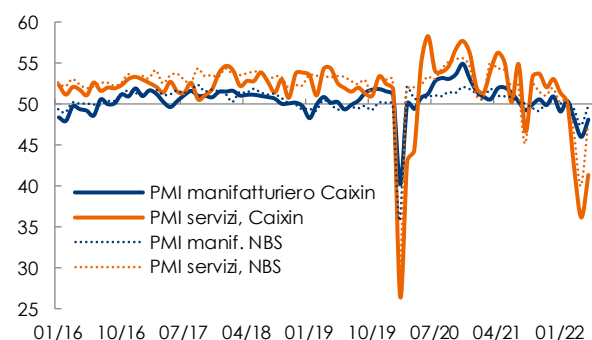
Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



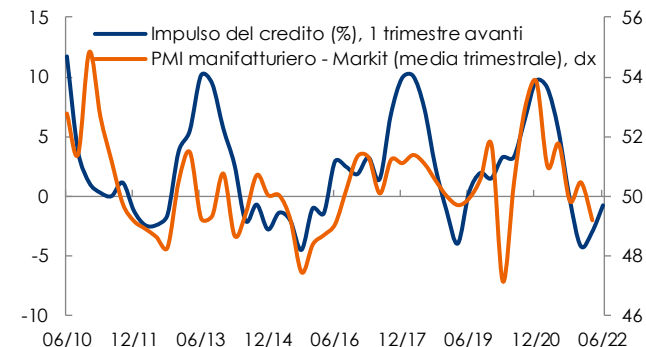
Nota: (*) variazioni m/m su dati destagionalizzati. Investimenti e vendite al dettaglio in termini nominali. Fonte: CEIC dal NBS

Fig. 5 – Indici PMI



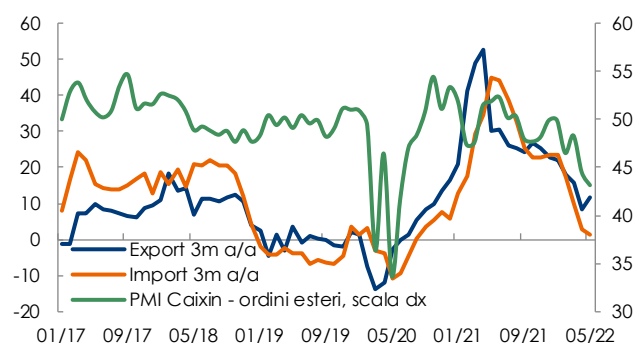
Fonte: Caixin-Markit

Fig. 6 – Impulso del credito*



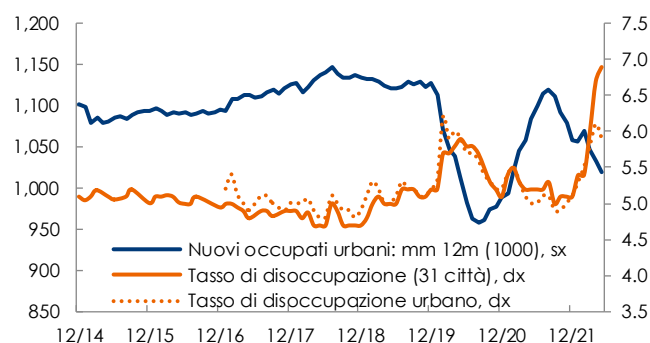
Nota: (*) Variazione del nuovo credito (finanza sociale) rispetto all'anno precedente su PIL. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Commercio estero



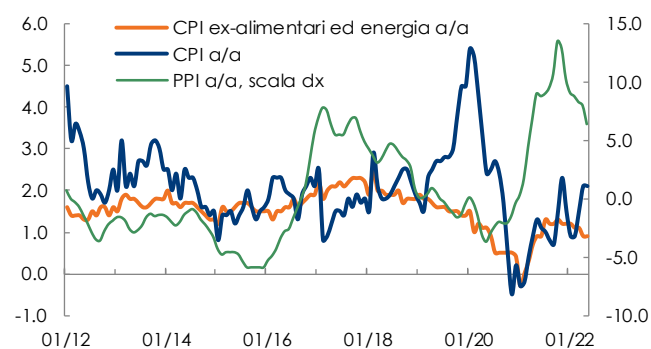
Fonte: Bloomberg, IHS-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Mercato del lavoro



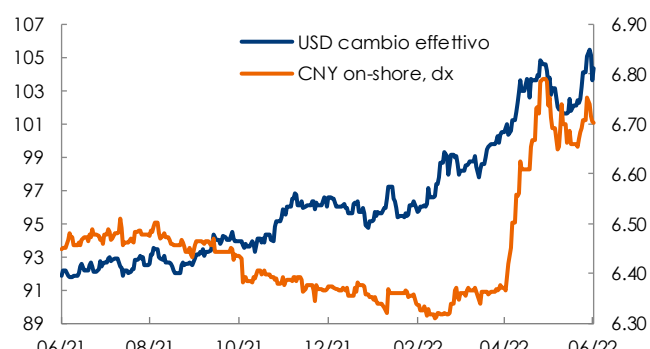
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Inflazione



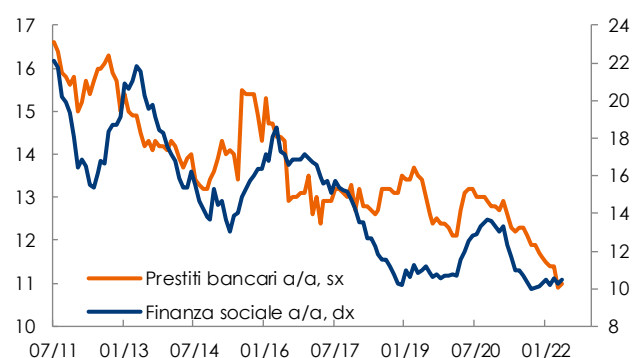
Fonte: CEIC

Fig. 10 – Cambio



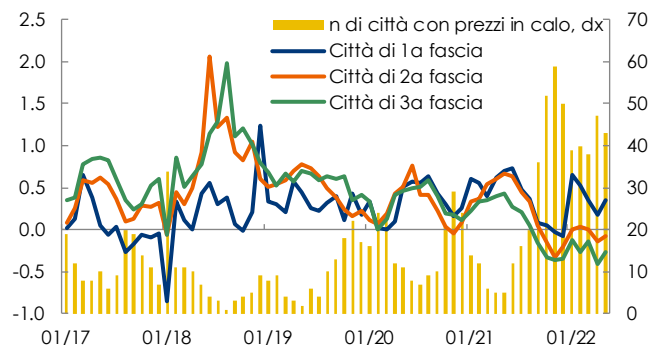
Fonte: Bloomberg

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: l'inflazione sorprende anche la RBI

L'economia indiana ha retto bene alla seconda ondata di Covid-19 nel 1° trimestre e la ripresa si sta consolidando anche se resta più debole dal lato della domanda. L'aumento dei prezzi delle materie prime, il rallentamento della domanda mondiale e gli effetti della restrizione monetaria, uniti a una possibile terza ondata di contagi, ne limitano la forza.

Silvia Guizzo

Le misure di contenimento della seconda ondata di contagi di Covid-19, partita a fine 2021 e velocemente rientrata dopo un picco a fine gennaio, sono state limitate, così come l'impatto sull'attività economica nel 1° trimestre. La dinamica congiunturale del **PIL** è apparsa solida e di poco inferiore al 4° trimestre (stimiamo dell'1,9% t/t vs 2% t/t), sostenuta da un rimbalzo degli investimenti e da un'accelerazione della spesa pubblica e dell'export. Dal lato dell'offerta, il rallentamento dei servizi è stato parzialmente compensato dal buon andamento del settore agricolo e dal rimbalzo dell'industria. La crescita tendenziale del PIL risente però di un effetto base ancora sfavorevole ed è rallentata a 4,1% a/a nel 1° trimestre del 2022 da 5,4% a/a nel 4° trimestre del 2021, spinta al ribasso dalla frenata dei consumi privati (da 7,4% a/a nel 4° trimestre a 1,8% a/a nel 1°) e da un contributo negativo del canale estero, dovuto alla maggior accelerazione delle importazioni. I consumi privati, stimati in calo dell'1,1% t/t nel 1° trimestre, rimangono il tassello debole della ripresa economica.

Gli indici di mobilità Google da inizio marzo sono rimasti stabilmente al di sopra dei livelli pre-pandemici e la ripresa economica si sta irrobustendo nel secondo trimestre, trainata soprattutto dall'aumento degli **investimenti** e dalla buona *performance* dell'export. Dal lato dell'offerta l'andamento degli indici PMI prefigura un ulteriore progresso del settore manifatturiero e, in misura minore, dei servizi. **La forza della ripresa si preannuncia comunque contenuta nella seconda metà dell'anno:** gli effetti positivi dell'aumento della spesa pubblica e delle misure per migliorare il clima imprenditoriale saranno mitigati dall'aumento dei prezzi delle materie prime, dall'atteso rallentamento della domanda internazionale e dalla normalizzazione della politica monetaria, con un effetto più marcato nel 2023. Confermiamo le nostre **previsioni di crescita al 6,8% a/a nel 2022 e le rivediamo a 5,8% nel 2023. I casi di Covid-19**, anche se restano ancora bassi in rapporto alla popolazione, **hanno ricominciato a salire** da metà maggio, in particolare in alcuni stati (Maharashtra, Kerala, Mizoram). La possibilità che questo aumento evolva in una terza ondata mantiene i **rischi al ribasso sullo scenario**.

La **spesa pubblica in conto capitale** ha continuato a crescere a ritmi robusti e a doppia cifra anche in aprile; il miglioramento della fiducia delle imprese nel secondo trimestre e delle aspettative per i successivi (Fig. 5), l'aumento di utilizzo della capacità produttiva e della dinamica del credito (Fig. 9), nonché gli effetti del passato allentamento della politica monetaria prefigurano un'accelerazione anche degli investimenti privati. Il **commercio estero** ha registrato robusti ritmi di crescita in aprile e maggio, anche al netto di petrolio e preziosi, sostenuto non solo dall'aumento dei prezzi ma anche da un aumento degli ordini sia interni sia esteri (Fig. 7). L'aumento di questi ultimi potrebbe però scemare nella seconda parte dell'anno, viste le attese di raffreddamento della domanda mondiale, limitando il contributo del canale estero alla crescita del PIL che nel 2022 dovrebbe comunque rimanere positivo.

Continuiamo a ritenere che, dopo un atteso recupero nel 2° trimestre, la dinamica dei **consumi privati** continuerà a rimanere modesta nel corso dell'anno, così come quella dei **servizi**. La fiducia dei consumatori riguardo la situazione corrente è in costante aumento da luglio 2021 ed è migliorata ulteriormente in maggio ma rimane ancora ampiamente in territorio di pessimismo (Fig. 6). Le aspettative sul futuro, seppur positive, sono state in misurata flessione rispetto al picco registrato in maggio e le famiglie anticipano un moderato aumento dei consumi con orizzonte ad un anno concentrato, però, nei beni di consumo essenziali. Il rimbalzo dei servizi avviato nel 2° trimestre (Fig. 8) e l'aumento dei redditi, legato all'incremento della produzione agricola in vista di una stagione monsonica attesa nella media, dovrebbero supportare i consumi. La situazione del **mercato del lavoro** è però ancora fragile e più difficile nelle zone urbane, dove il

tasso di disoccupazione è più elevato rispetto a quello delle zone rurali (8,7% in media negli ultimi due mesi vs 6,9%) e in aumento rispetto a fine 2021. Il tasso di partecipazione in entrambe le aree resta al di sotto dei livelli pre-pandemici e la dinamica positiva dei salari nominali (4,2% a/a in media negli ultimi sei mesi per i lavoratori non agricoli) viene erosa dall'elevata inflazione.

L'**inflazione** è rimasta, negli ultimi cinque mesi, al di sopra della soglia superiore dell'intervallo target della RBI (4%±2%), anche al netto di alimentari ed energia (Fig. 10), e ben al di sopra delle previsioni presentate a febbraio (5,7%) per il 1° trimestre. La banca centrale, con un rialzo intra-meeting di 40pb il 4 maggio, seguito da uno di 50pb alla riunione dell'8 giugno, ha pertanto portato il tasso repo dal 4,0% al 4,90% e, di pari passo, il tasso sulla Lending Deposit Facility (LDF) a 4,65%¹⁴. Alla riunione di giugno la RBI ha lasciato invariata la previsione di crescita del PIL per l'AF2022-23 al 7,2% mentre ha alzato di un punto percentuale quella d'inflazione, portandola al 6,7% e prevedendo che la dinamica rallenti dai picchi di inizio anno ma rimanga al di sopra del 6% anche nella seconda metà dell'anno, con rischi bilanciati su entrambe le previsioni. Il Governo, da metà maggio, ha varato diverse misure (restrizioni alle esportazioni di grano, limitazioni alle esportazioni di zucchero, riduzioni delle accise sui carburanti e sul carbone da coke, aumento dei sussidi ai fertilizzanti e al gas da cucina) per contenere gli aumenti dei prezzi che nel comparto degli alimentari sono stati esacerbati dagli effetti negativi sui raccolti di una forte ondata di calore. Il rallentamento dell'inflazione da 7,8% a/a in aprile a 7% a/a in maggio è dovuto a un forte effetto base favorevole, che scemerà fino a settembre, mentre le variazioni mensili tra marzo e maggio sono rimaste ampiamente al di sopra della media pre-pandemica in quasi tutti i comparti.

Nonostante l'atteso effetto calmierante delle misure governative, abbiamo rivisto al rialzo il profilo d'inflazione mantenendolo sopra il 6% fino al 1° trimestre del 2023 (7,2% nell'AF 2022-23) perché ci aspettiamo prezzi delle materie prime ancora elevati a causa del prolungamento del conflitto tra Russia e Ucraina. Inoltre, l'aumento dei prezzi e della domanda interna di carbone e la scarsità di offerta legata a problemi domestici di produzione e logistica potrebbero far salire anche i prezzi dell'energia elettrica nei prossimi mesi. Riteniamo pertanto che **la RBI proseguirà a rialzare** i tassi ad ognuna delle prossime riunioni **portando il tasso repo a 5.85% a fine anno**, e quindi il tasso repo reale in territorio positivo dal 2° trimestre 2023.

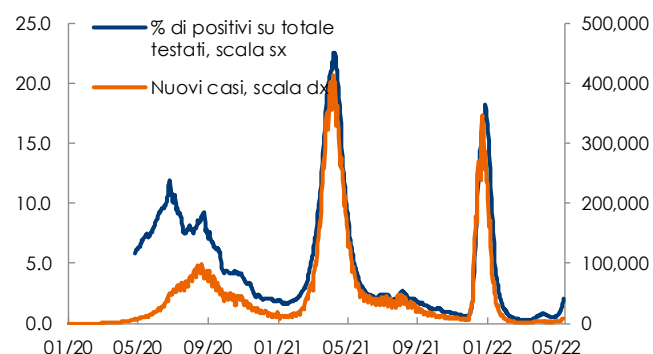
Previsioni

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIL (prezzi costanti)	7.3	4.5	-6.6	8.3	6.8	5.8
Consumi privati	7.5	6.4	-7.3	9.3	5.4	6.1
Consumi pubblici	6.7	3.6	-1.5	8.2	19.3	-0.5
Investimenti fissi	13.6	3.1	-13.1	17.6	5.3	5.5
Esportazioni	10.4	1.6	-12.3	20.8	7.8	4.8
Importazioni	14.4	0.0	-17.2	34.2	7.0	3.5
Produzione industriale	5.2	0.7	-11.0	12.7	2.7	4.8
Inflazione (CPI)	3.9	3.7	6.6	5.1	7.0	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	5.9	4.3	9.4	8.2	6.4	5.7
Salari medi	6.5	6.8	-0.6	9.2	7.1	5.8
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	7.30	6.70	4.80	3.81	5.17	6.16
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.70	7.00	6.10	6.16	7.37	7.18
Cambio USD/INR (media)	68.40	70.42	74.12	73.93	77.26	76.51
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	-65.6	-29.8	32.7	-34.6	-103.5	-111.9
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-2.4	-1.1	1.3	-1.1	-3.1	-2.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.6	-4.5	-6.1	-6.2	-8.7	-6.0
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	44.6	47.6	57.0	56.3	58.9	59.3

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

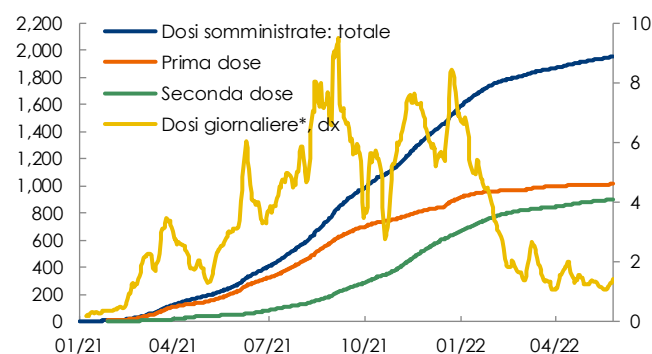
¹⁴ Il tasso sulla LDF era stato introdotto nel meeting di aprile a 3,75% come nuovo tasso per drenare liquidità senza richiesta di collaterale (in sostituzione del tasso reverse repo) e come limite inferiore del corridoio della LAF (Liquidity Adjustment Facility), di fatto riportandone l'ampiezza da 90pb al livello pre-pandemico di 50pb. Il tasso reverse repo, ora a 3,35%, verrà mantenuto come uno degli strumenti a disposizione della RBI e utilizzato in caso di necessità.

Fig. 1 – Covid-19: andamento dei contagi



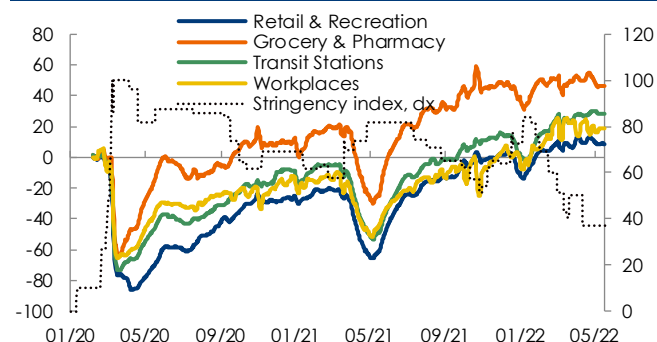
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Campagna vaccinale: dosi somministrate (milioni)



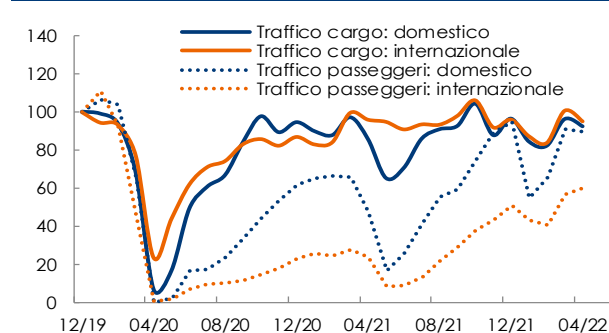
Nota: (*) Media mobile a 7 giorni. Fonte: CEIC

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



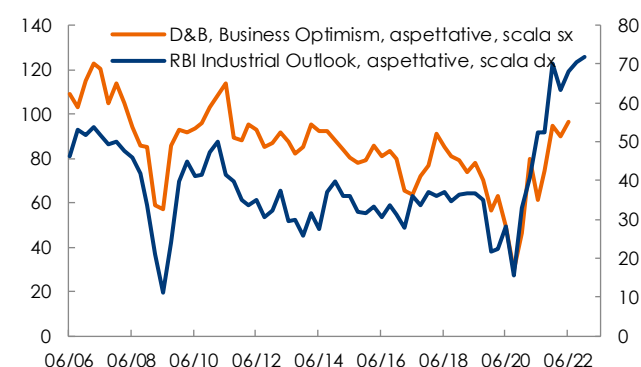
Fonte: CEIC

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



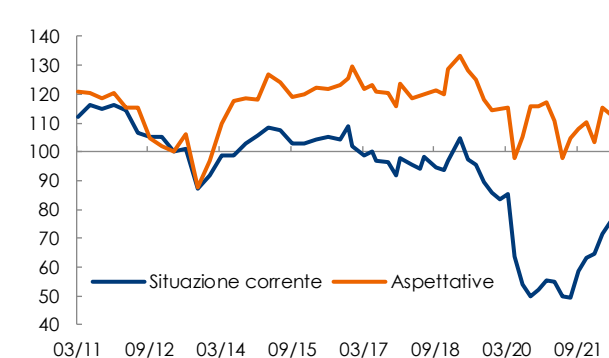
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Fiducia delle imprese



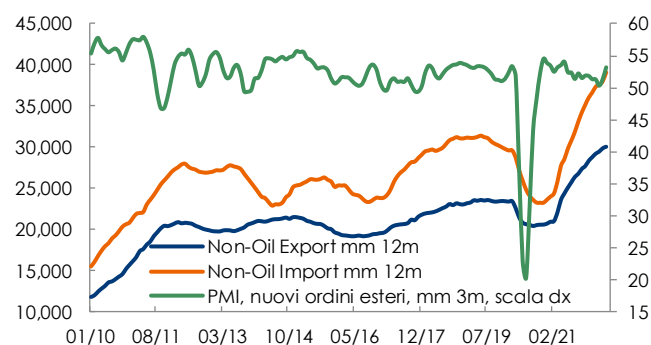
Fonte: CEIC

Fig. 6 - Fiducia dei consumatori



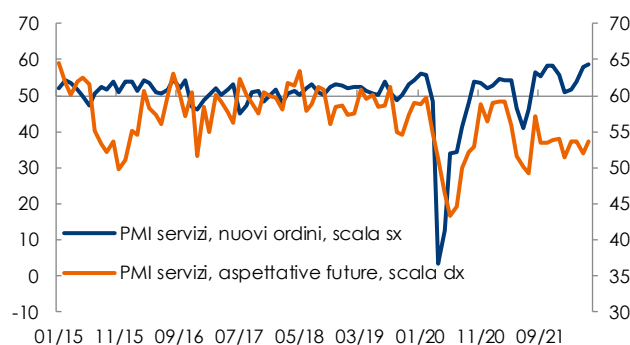
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Fig. 7 - Commercio estero (milioni di USD)



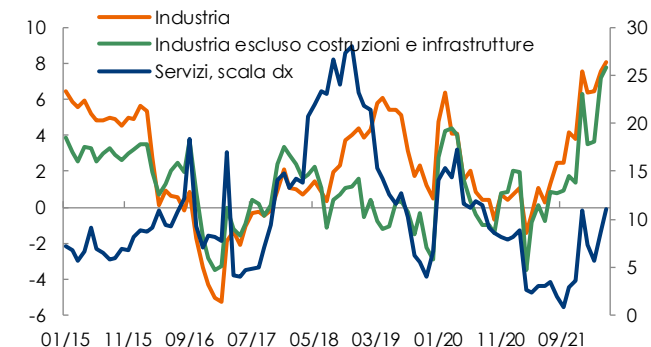
Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Servizi



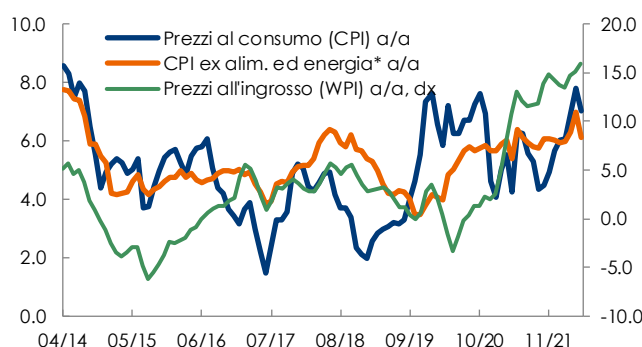
Fonte: IHS-Markit

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



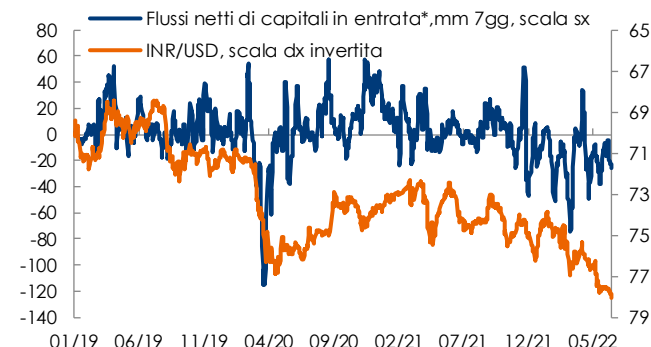
Fonte: CEIC

Fig. 10 - Inflazione



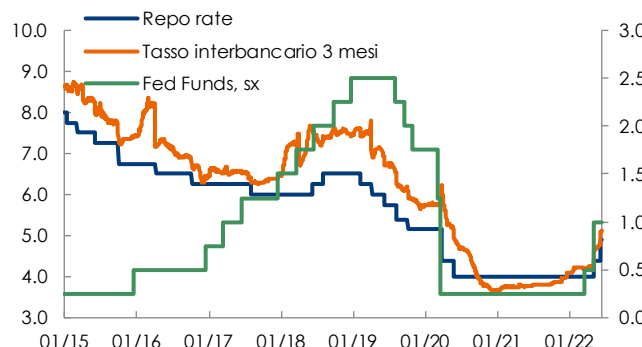
Nota: (*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

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: un cambio di mentalità

Rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti.

Daniela Corsini

Dal 2020 i mercati delle materie prime sono sottoposti a pressioni senza precedenti dato che la crisi causata dal Covid ha avuto un forte impatto sui modelli di consumo globali, a fronte di limitazioni alla produzione e distorsioni dei flussi logistici. Eccezionali condizioni meteorologiche e politiche economiche espansive, che hanno spesso favorito un aumento della liquidità sui mercati finanziari, hanno amplificato gli squilibri sui mercati fisici.

Nel 2022 l'invasione russa dell'Ucraina ha rappresentato un'ulteriore spinta rialzista ai prezzi delle materie prime, alimentando i timori di una prolungata carenza di energia e di condizioni di mercato improvvisamente più tese per commodity energetiche, metalli, merci agricole, fertilizzanti e prodotti chimici, beni di cui la Russia era un importante produttore. A fronte di questo lungo periodo di prezzi elevati e in continuo aumento, le pressioni inflazionistiche sono diventate la principale preoccupazione macroeconomica e le banche centrali si sono affrettate ad attuare politiche monetarie più restrittive.

Nonostante questo difficile scenario, la maggior parte delle nostre previsioni su materie prime pubblicate nel precedente outlook trimestrale e relative al 2° trimestre 2022 si è rivelata eccessivamente pessimistica. Secondo le nostre stime, i prezzi di energia, oro e metalli industriali avrebbero potuto registrare aumenti maggiori nei primi mesi di guerra e i contratti del gas naturale europeo avrebbero potuto mantenersi vicini ai massimi.

Le nostre stime si sono rivelate errate perché l'andamento della pandemia ha causato una nuova imprevista crisi: la Cina è stata colpita dalla peggiore ondata di contagi dal 2020. Le Autorità hanno adottato una rigorosa strategia "zero Covid", determinando così una diminuzione della domanda di materie prime nel 2° trimestre e sollevando dubbi sulla solidità della ripresa cinese nella restante parte dell'anno. Nonostante il grande impegno di governo e banca centrale per sostenere l'economia, fintanto che le misure di contenimento resteranno in vigore e la produzione industriale resterà debole è improbabile che la domanda di materie prime del Paese possa acquisire nuovo slancio e che, di conseguenza, i prezzi della maggior parte delle materie prime legate alla Cina possano riandare il trend fortemente rialzista.

Scenario di base per l'universo delle materie prime: cosa ci attendiamo per il 2° semestre 2022?

Significativi rischi geopolitici e macroeconomici continuano a pesare sul contesto macroeconomico. Il nostro scenario di base, caratterizzato da una stretta monetaria aggressiva, ma necessaria, una ripresa della crescita cinese e la possibilità di una de-escalation delle tensioni geopolitiche nel 2023 grazie a rinnovati sforzi diplomatici, potrebbe rivelarsi positivo per i mercati delle materie prime mondiali.

Inoltre, a nostro avviso, rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari, spesso il primo obiettivo delle sanzioni statunitensi, sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, necessari per perseguire la transizione verde e i piani di investimento di lungo periodo,

ma anche utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti. A nostro avviso, gli sforzi di de-dollarizzazione compiuti dai giganti asiatici sono inoltre coerenti con una strategia a lungo termine volta a garantire forniture affidabili di beni strategici. Di conseguenza, riteniamo che le materie prime resteranno sotto i riflettori per diversi anni, anche quando l'attuale crisi energetica sarà stata auspicabilmente superata e le tensioni geopolitiche si saranno allentate, poiché un nuovo processo di strutturale ricostituzione delle scorte dovrebbe rafforzare i mercati delle materie prime.

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su materie prime, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	115.0	104.0	100.0	108.0	95.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	115.0	104.0	99.0	107.2	93.8	85.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	8.5	8.5	7.5	7.4	5.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	29.0	32.0	29.0	29.2	26.8	23.0	19.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.0	110.0	95.0	103.6	75.0	55.0	37.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.5	110.5	95.5	104.2	75.5	55.2	37.0
PUN (EUR/MWh)	250.0	260.0	230.0	248.6	183.8	185.0	160.0
EEX Power (EUR/MWh)	210.0	220.0	190.0	211.4	150.0	160.0	140.0
EUA (EUR/ton)	82.0	84.0	85.0	81.3	86.5	91.0	95.0
LME GOLD (USD/oz)	1,900	1,925	1,950	1,895	1,950	1,925	1,900
LME SILVER (USD/oz)	22.0	22.5	23.0	22.9	23.0	22.6	22.4
LME PLATINUM (USD/oz)	1,020	1,040	1,050	1,022	1,065	1,100	1,150
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,120	2,145	2,140	2,270	2,380
LME COPPER 3M (USD/ton)	9,700	9,800	10,000	9,790	10,200	10,700	11,000
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,780	3,000	3,200	3,000	3,400	3,700	3,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	29,000	28,500	28,000	28,760	28,000	28,500	29,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,865	4,000	4,150	3,855	4,225	4,300	4,400
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,169	2,240	2,250	2,240	2,325	2,400	2,500
LME TIN 3M (USD/ton)	36,000	38,000	38,500	38,477	39,250	40,500	41,750
SGX IRON ORE (USD/ton)	144	140	137	141	134	128	125
TSI U.S. HRC STEEL (USD/ton)	1,180	1,200	1,260	1,217	1,300	1,360	1,370
CME HRC NWE (EUR/ton)	920	940	960	978	990	1,040	1,060
LME HRC FOB China (USD/ton)	740	750	750	770	750	765	775
LME REBAR (USD/ton)	740	800	800	782	800	810	825
LME SCRAP (USD/ton)	440	490	490	493	490	495	500
CBOT CORN (USc/bu)	790	770	760	755	740	670	620
CBOT WHEAT (USc/bu)	1,200	1,200	1,200	1,100	1,170	1,100	1,000
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,700	1,650	1,600	1,650	1,525	1,400	1,360
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	140	130	125	133	120	115	110
ICE SUGAR (USD/ton)	545	540	530	535	515	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	19.9	19.8	19.5	19.6	19.0	18.0	17.0
MDE PALM OIL (MYR/ton)	6,500	6,300	6,100	6,455	5,900	5,500	5,300
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	215	210	200	220	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,000	1,950	1,910	2,070	1,850	1,700	1,600
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,450	2,450	2,450	2,500	2,450	2,400	2,350
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,720	1,700	1,690	1,724	1,680	1,650	1,620
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	430	490	460	453	460	440	420
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	81.0	80.0	78.0	77.8	75.0	70.0	65.0

Nota: USc = centesimi di dollaro statunitense. Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

I mercati petroliferi ed energetici dovrebbero rimanere tesi. Nel 2° semestre 2022 i prezzi dell'energia potrebbero essere ancora ben sostenuti e vicini alla media registrata dopo il 24 febbraio, data dell'invasione russa dell'Ucraina. La possibile diminuzione del premio al rischio geopolitico potrebbe essere compensata da mercati petroliferi in deficit per la forte domanda

stagionale e da una domanda di gas più elevata della media a causa della necessità di ricostituire le scorte in anticipazione della stagione invernale 2022/23.

I metalli industriali e preziosi potrebbero parzialmente recuperare le recenti perdite, riconducibili soprattutto al calo della domanda in Cina e al rafforzamento del dollaro americano. Dopo una temporanea debolezza nei mesi estivi, i metalli di base potrebbero infine riprendere il trend rialzista di lungo periodo, sulla scia di una domanda strutturalmente in crescita grazie alla transizione verde a fronte di una limitata offerta globale e a inadeguati livelli di scorte.

Le merci agricole dovrebbero rimanere sotto i riflettori, poiché la crisi energetica e le tensioni geopolitiche, unitamente alle politiche protezionistiche adottate da importanti Paesi produttori, stanno alimentando una preoccupante scarsità di questi beni a livello mondiale: l'inflazione alimentare e la minaccia di inadeguati raccolti dovuti a siccità ed eccezionali condizioni meteorologiche restano le preoccupazioni più urgenti.

Petrolio: un'estate calda

I mercati petroliferi hanno registrato un deficit più ampio del previsto da inizio anno, a causa di minori forniture provenienti dalla Russia, colpita dalle sanzioni occidentali, e di una robusta domanda globale, Cina esclusa. A nostro avviso, i prezzi del petrolio sono esposti a rischi al rialzo, poiché probabilmente il mercato resterà in deficit durante l'estate e all'inizio dell'autunno, anche se la produzione dovrebbe aumentare negli Stati Uniti, in Arabia Saudita e negli Emirati Arabi Uniti, e gli Stati Uniti potrebbero allentare le sanzioni nei confronti del Venezuela, consentendo così un aumento dei flussi di esportazione da questo Paese. Probabilmente il deficit di mercato sarà alimentato dai seguenti fattori:

- Robusta domanda, grazie all'aumento stagionale legato alla *driving season* negli Stati Uniti, ma anche alla riapertura della Cina e alla ripresa post-pandemia in atto nel settore dell'aviazione. Inoltre, margini di raffinazione a livelli record stanno sostenendo gli acquisti delle raffinerie;
- Offerta limitata, a causa dell'embargo europeo sul petrolio russo e delle difficoltà dell'OPEC+ nell'aumentare l'offerta complessiva in linea con gli obiettivi di produzione mensili. Probabilmente, l'attuale *spare capacity* dell'OPEC+ è inferiore rispetto a quanto tradizionalmente ipotizzato, e quindi ulteriori impreviste interruzioni delle forniture potrebbero avere un impatto rialzista sui prezzi del petrolio, a causa della prevista accelerazione della domanda. Ai rischi geopolitici si aggiungono i rischi meteorologici, che rappresentano una potenziale minaccia poiché attualmente le previsioni meteorologiche indicano una stagione degli uragani nel Golfo del Messico particolarmente attiva;
- Bassi livelli delle scorte di petrolio e prodotti petroliferi, sia negli Stati Uniti che a livello mondiale. Negli Stati Uniti, a inizio giugno le scorte di benzina hanno raggiunto i minimi dal 2008 per questo periodo dell'anno. In termini di volumi, livelli così depressi sono più comuni alla fine della *driving season*, mentre risultano criticamente bassi per la tarda primavera. A causa dell'attuale scarsità di prodotti petroliferi, causata da una solida domanda finale e da riduzioni delle forniture russe, i margini di raffinazione rimangono vicini a livelli record e, a nostro avviso, potrebbero aumentare ulteriormente in estate e successivamente diminuire lentamente dopo il picco stagionale di domanda.

A fronte di questo scenario, i prezzi di petrolio e prodotti petroliferi dovrebbero rimanere ben sostenuti, grazie a mercati fisici tesi e rischi geopolitici. *Backwardation* e volatilità dovrebbero persistere per un periodo prolungato. Nel nostro scenario di base, le quotazioni del Brent potrebbero mantenersi vicine a un livello medio di 115 dollari al barile nel 3° trimestre 2022, per poi scendere verso una media di 104 dollari nel 4° trimestre 2022 e successivamente a 95 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuire spesso ad amplificare i movimenti intra-day.

Mercati energetici: gas naturale come arma

Il mercato del gas europeo resta teso ed è estremamente vulnerabile ad ulteriori interruzioni dei flussi provenienti dalla Russia, sebbene negli ultimi due mesi le prospettive siano migliorate: le scorte sono cresciute rapidamente, quasi colmando il divario con la media a cinque anni. In effetti, secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe, il 19 marzo, quando le scorte europee hanno raggiunto i minimi di quest'anno, i livelli di riempimento si attestavano ad appena il 25,5% della capacità, contro una media a cinque anni del 35% per quel periodo dell'anno. Grazie alla rapidità degli interventi degli importatori europei, volti a garantire la diversificazione e la sicurezza delle forniture di gas, e grazie a condizioni meteorologiche favorevoli, al 12 giugno gli stoccaggi europei avevano raggiunto addirittura il 52,6% di riempimento, un livello superiore al 2017, 2018 e 2021 e vicino alla media a cinque anni (54,4%) per lo stesso giorno dell'anno.

Questo rapido incremento dei livelli di scorte europee è riconducibile a tre fattori principali:

- Limitata concorrenza con l'Asia sui mercati del LNG globali a causa della nuova crisi Covid in Cina: lo spread TTF-JKL si è ampliato nonostante la diminuzione registrata dai prezzi europei. Di conseguenza, il Vecchio Continente è riuscito ad attirare adeguati volumi di LNG, beneficiando allo stesso tempo di prezzi di LNG inferiori alle attese;
- Importazioni record di LNG; livelli record di generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili nei Paesi mediterranei, ed efficiente diversificazione delle fonti di approvvigionamento;
- Ottimizzazione della domanda e tagli ai consumi, dopo quasi un anno di prezzi su livelli insostenibili; finora, condizioni meteorologiche particolarmente favorevoli hanno contribuito a limitare la domanda di gas.

La fase di ricostituzione delle scorte è stata particolarmente ammirevole, considerando che le forniture russe hanno subito una sensibile diminuzione dopo il picco registrato i primi di marzo. In effetti, nella seconda metà del mese di maggio, le esportazioni medie dalla Russia verso l'Europa si sono attestate ai minimi da inizio gennaio 2022, quindi avvicinandosi ai minimi del 2015.

Gazprom sottolinea spesso che i suoi flussi di gas dipendono dalle richieste dei clienti europei e negli ultimi mesi la propensione dell'Europa ad acquistare gas russo è stata sensibilmente erosa dalla volontà politica di ridurre la dipendenza dal combustibile russo come ritorsione contro l'invasione dell'Ucraina, dalla disputa sui pagamenti del gas in rubli e dalla decisione dell'Ucraina di sospendere il transito del gas attraverso i territori controllati dall'esercito russo.

Entrando in maggior dettaglio, nella seconda metà di marzo il Presidente russo Vladimir Putin ha chiesto alle nazioni "ostili" di pagare il gas russo in rubli. I clienti occidentali sono stati costretti ad aprire due conti presso Gazprombank JSC, uno in euro o dollari americani per pagare le forniture di gas e uno in rubli per consentire a Gazprombank di convertire immediatamente le valute straniere nella valuta russa. Questa mossa dovrebbe servire a raggiungere due obiettivi. Primo, questo è probabilmente un metodo efficace per tutelare Gazprombank da future sanzioni e proteggere i ricavi generati dal gas russo, poiché prevede la tempestiva conversione in rubli dei flussi in valuta forte, difendendo così il valore della principale fonte di reddito del governo dalle sanzioni internazionali. Secondo, un flusso stabile di valuta forte consente alla banca centrale di continuare a effettuare i pagamenti relativi alle obbligazioni in valuta estera. I clienti che si sono rifiutati di aprire un conto in rubli hanno subito il blocco immediato delle forniture da Gazprom. A fine maggio, la Russia aveva già sospeso le forniture di gas ad alcune società energetiche e a cinque Paesi europei che si sono opposti all'adozione del nuovo sistema di pagamento: Olanda, Danimarca, Polonia, Bulgaria e Finlandia. Tali tagli delle forniture russe all'Europa corrispondono a circa 23 miliardi di metri cubi, approssimativamente pari al 15% del totale delle forniture russe all'Unione Europea. Buona parte dei flussi mancanti è stata sostanzialmente compensata da altri fornitori e, in alcuni casi, i governi hanno semplicemente anticipato uno stop già previsto. Tuttavia, la maggior parte dei clienti europei ha soddisfatto le richieste di Gazprom, in assenza di dichiarazioni più chiare da parte delle Autorità europee che indichino se il nuovo metodo di pagamento rappresenta o meno una violazione delle sanzioni internazionali.

Pertanto, i flussi delle esportazioni erano attesi proseguire e restare in linea con le richieste dei clienti sino ad un nuovo sviluppo inatteso: a partire dal 14 giugno, Gazprom ha implementato tagli progressivi ai suoi flussi di gas verso l'Europa, particolarmente ampi verso l'Italia (-50%) e la Germania (-60%). Gazprom ha significativamente ridotto la capacità dei gasdotti e accusato le sanzioni occidentali di impedire le riparazioni delle turbine prodotte da Siemens. In aggiunta, Nord Stream dovrebbe sospendere l'operatività nel periodo 11-21 luglio per manutenzione stagionale.

Prima, l'imposizione dei pagamenti in rubli e poi questi ampi tagli alle forniture rappresentano dei punti di svolta nelle relazioni internazionali: la Russia non è più interessata a essere percepita come partner affidabile, poiché adesso utilizza l'energia come arma.

Anche l'Ucraina utilizza il commercio di gas come arma. Infatti, l'11 maggio il gestore di rete ucraino ha annunciato l'improvvisa interruzione del transito del gas russo attraverso il punto di ingresso di Sokhranivka, adducendo come motivazione l'impossibilità di garantire la sicurezza del transito attraverso un territorio non più controllato dal governo di Kiev. Nei giorni successivi, i flussi attraverso Sokhranivka sono rimasti a zero, mentre i volumi in transito attraverso il punto di ingresso di Sudzha sono stati moderatamente incrementati. Prima dello stop, il 27% dei flussi provenienti dalla Russia transitava attraverso Sokhranivka, il resto attraverso Sudzha.

Nel nostro scenario di base, se i flussi russi e i flussi di LNG non subiranno ulteriori diminuzioni impreviste, le temperature resteranno vicine alla media storica, e continuerà il processo di ottimizzazione dei consumi, le scorte europee potrebbero ancora raggiungere un obiettivo di riempimento degli stoccaggi pari al 90% della capacità prima dell'inizio del prossimo anno gas.

Sottolineiamo che il miglioramento delle prospettive di riempimento delle scorte europee si basa sull'ipotesi di un adeguato livello di esportazioni statunitensi di LNG nel corso dell'estate. L'8 giugno, l'impianto di liquefazione ed esportazione di LNG di Freeport, in Texas, ha improvvisamente sospeso le attività a causa di un incendio. In base a stime preliminari, il terminal di esportazione, da cui il mese scorso è partito quasi un quinto di tutte le forniture statunitensi di LNG dirette all'estero, rimarrà completamente chiuso sino a settembre e riavvierà parzialmente l'operatività entro fine anno. Secondo i dati forniti da Bloomberg, gli Stati Uniti hanno inviato quasi tre quarti del loro LNG in Europa nei primi quattro mesi dell'anno, e attualmente la regione riceve quasi il 50% delle forniture di gas dagli Stati Uniti. Questo evento imprevisto complica gli sforzi dell'Europa per riempire gli stoccaggi prima dell'inverno: per questo motivo ci attendiamo che il TTF subirà pressioni al rialzo al fine di attirare maggiori forniture di LNG da altri fornitori. Per contro, il bilancio sul mercato del gas statunitense dovrebbe migliorare, poiché meno LNG sarà esportato in estate e le scorte potrebbero quindi riempirsi più velocemente del previsto, allentando le pressioni rialziste che a inizio giugno avevano spinto le quotazioni del gas americano ai massimi da 14 anni.

In aggiunta, permangono significativi rischi geopolitici, che si riflettono in un'ampia *backwardation* e in un'elevata volatilità. Sfortunatamente, un mercato meglio fornito non si tradurrà ancora in una significativa riduzione dei prezzi, poiché lo spread TTF-LNG deve restare ampio se l'Europa vuole attirare una quantità di gas sufficiente a ricostituire le sue scorte, affrontare il prossimo inverno con un adeguato cuscinetto di forniture e ridurre la dipendenza dal gas russo. Questi obiettivi implicano che il prezzo del gas TTF dovrebbe mantenersi per la maggior parte del tempo al di sopra degli 80 EUR/MWh fino alla fine del 1° trimestre 2023.

Secondo le nostre attuali previsioni, il contratto sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe passare da una media di 100 EUR/MWh nel 1° semestre 2022 a una media di 105 EUR/MWh nel 3° trimestre 2022 e a una media di 110 EUR/MWh nel 4° trimestre 2022. Successivamente, potrebbe scendere verso una media di 75 EUR/MWh nel 2023.

Mercati valutari: l'accelerazione della restrizione Fed traghetta il dollaro verso lo stadio finale dell'uptrend

L'ulteriore accelerazione sul sentiero di restrizione Fed potrebbe favorire ancora il dollaro nel breve, soprattutto in caso di nuovo aumento della *risk aversion*. Il rallentamento dell'economia USA che ne deriva prospetta un arretramento del dollaro al di là del breve. L'euro dovrebbe beneficiarne grazie all'accelerazione del sentiero di normalizzazione BCE, fermi restando alcuni rischi verso il basso. Anche la sterlina dovrebbe giovarne, complice la prospettiva di una sequenza di rialzi BoE più incisiva, ma limitatamente. La confermata divergenza invece della BoJ prospetta debolezza per lo yen ma tendenzialmente circoscritta nel breve contro dollaro.

Asmara Jamaleh

Il **dollaro** statunitense ha aperto il 2022 in **ampio** e generalizzato **rafforzamento**, andando a rivedere massimi abbandonati vent'anni fa. **Il driver principale è stata la progressiva revisione verso l'alto delle prospettive di rialzo dei tassi Fed** (Fig. 1) come risposta al peggioramento del quadro di inflazione. **Un fattore che invece, pur non rappresentando un driver, ha comunque giocato un ruolo significativo** nel condizionare la dinamica del dollaro, amplificandone le tendenze di fondo, **è stata l'evoluzione della *risk aversion*** (Figg. 1-2). Nelle fasi di aumento dell'avversione al rischio, il dollaro si è infatti rafforzato grazie al suo ruolo di *safe haven*. Quando invece, più di recente (maggio), la *risk aversion* è rientrata, il dollaro ha ritracciato, complice anche la temporanea interruzione nella salita dei tassi attesi/rendimenti USA.

Cruciale è stato l'ultimo FOMC del 15 giugno, dove sull'ulteriore aumento delle pressioni inflazionistiche la Fed ha alzato i tassi di 75pb, a 1,50-1,75%, rivedendo al rialzo il punto atteso di arrivo del ciclo di policy. La nuova accelerazione sul sentiero di restrizione monetaria **può favorire ancora il dollaro nel breve**, soprattutto in caso di ulteriore aumento dell'incertezza/*risk aversion*. Invece, **al di là del breve, il dollaro dovrebbe perdere il vantaggio, e indebolirsi gradualmente, per il rischio di un maggior rallentamento della crescita USA** anche come effetto di una restrizione monetaria più poderosa, suscettibile di sfociare – già nel 2024 – in tagli dei tassi.

Euro (EUR/USD)

L'accelerazione della normalizzazione BCE dovrebbe favorire l'euro – ma con rischi verso il basso.

L'**euro** ha attraversato la prima metà del 2022 in **ampio calo**, da 1,14 a 1,03 EUR/USD, **penalizzato** soprattutto **dal conflitto russo-ucraino che**, provocando un deterioramento circa di pari entità sia delle prospettive di crescita che di quelle di inflazione nell'area euro, **ha inizialmente contribuito a far ampliare i differenziali di rendimento**, principale *driver* del cambio (Fig. 3), prima attraverso un calo dei rendimenti euro poi attraverso una salita inferiore a quelli USA (Fig. 4). **Tuttavia, proprio il progressivo peggioramento del quadro inflazionistico ha successivamente spinto la BCE a optare per un'accelerazione del sentiero di normalizzazione, favorendo un restringimento dei differenziali**. Alla riunione del 9 giugno la BCE ha preannunciato esplicitamente l'avvio del ciclo di rialzi all'incontro del 21 luglio, con un incremento da 0% a 0,25%, aprendo a un rialzo più ampio, di 50pb, alla successiva riunione di settembre se nel frattempo lo scenario di inflazione non dovesse essere migliorato.

L'avvio imminente del ciclo di rialzi BCE e l'accelerazione sul sentiero di normalizzazione, con associata conclusione dell'era di tassi negativi, dovrebbero favorire, attraverso il progressivo restringimento dei differenziali di rendimento, **un graduale recupero dell'euro**. Il **profilo atteso** del cambio è dunque **1,05-1,08-1,10-1,13 EUR/USD** sull'orizzonte **a 1m-3m-6m-12m**. I **rischi** dello scenario di previsione sono **verso il basso, ma soprattutto nel breve** (con downside approssimativamente in un intorno dei minimi recenti in area 1,03 EUR/USD e comunque entro la parità) sia per via dei maggiori rischi verso il basso sulla crescita dell'area sia per i rischi di **"frammentazione finanziaria"**, rischio che però la BCE sta cercando di fronteggiare anche attraverso la predisposizione di uno strumento anti-frammentazione.

Yen

Ulteriore downside dello yen contro dollaro limitato, ma rischi verso il basso per la divergenza BoJ.

Lo yen si è deprezzato ampiamente nel primo semestre del 2022, sia contro dollaro da 113 a 135 USD/JPY (rivedendo qui minimi che erano stati abbandonati nel 1998) sia contro euro da massimi in area 124 EUR/JPY a minimi in area 144 EUR/JPY (minimi dal 2015) – **penalizzato dalla divergenza di policy della BoJ e conseguente progressivo allargamento dei differenziali di rendimento** (Figg. 5-6). Anche alla riunione del 17 giugno la BoJ ha ribadito la necessità di mantenere l'attuale strategia di policy massimamente espansiva per favorire il rientro a target dell'inflazione che recentemente è salita molto anche in Giappone, ma per via di fattori giudicati temporanei.

La divergenza di policy della BoJ dovrebbe gravare sullo yen anche in futuro, ma in modo leggermente diverso rispetto a dollaro ed euro. Il driver del cambio contro dollaro sono infatti i differenziali di rendimento a lunga, per cui di fatto i rendimenti a lunga USA (essendo il decennale giapponese "controllato"), il cui upside è però in via di esaurimento, per via delle attese di rallentamento dell'economia USA. Il downside di breve dello yen dovrebbe essere quindi contenuto intorno ai minimi recenti e successivamente il cambio dovrebbe registrare un leggero recupero in funzione del rientro atteso dei rendimenti USA in vista del rallentamento dell'economia americana. Contro euro invece la tendenza all'indebolimento, comunque modesta, dovrebbe proseguire anche al di là del breve, in vista dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi BCE e conseguente successivo graduale recupero atteso dell'EUR/USD. Il profilo atteso dello yen rispetto al dollaro e all'euro è dunque rispettivamente 135-132-130-128 USD/JPY e 142-143-144-145 EUR/JPY sull'orizzonte a 1m-3m-6m-12m. **I rischi dello scenario di previsione sono comunque verso il basso**, a causa della divergenza di policy della BoJ, rimasta l'unica banca centrale G10 a non normalizzare la politica monetaria (persino la banca centrale svizzera ha alzato i tassi alla riunione del 16 giugno).

Sterlina

Sterlina in risalita (moderata) contro dollaro, grazie all'azione più decisa della BoE sui tassi.

La sterlina si è deprezzata nella prima metà del 2022, sia contro dollaro, ampiamente, da 1,37 a 1,19 GBP/USD, sia contro euro, molto meno, da 0,82 a 0,87 EUR/GBP. Il conflitto russo-ucraino è risultato particolarmente penalizzante in quanto per il Regno Unito è stato il terzo shock dopo Brexit e la pandemia, **per cui il peggioramento combinato delle prospettive di crescita (più debole) e inflazione (più elevata)** è risultato particolarmente gravoso, ponendo un dilemma impegnativo per la BoE nel calibrare il sentiero di rialzi dei tassi e traducendosi in un allargamento dei differenziali di rendimento (Figg. 7-8). A maggio infatti la BoE ha rivisto significativamente al ribasso le previsioni di crescita e di nuovo ampiamente al rialzo quelle di inflazione. A giugno, dove i tassi sono stati alzati per la quinta volta di fila, di 25pb, a 1,25%, la BoE ha veicolato un messaggio leggermente diverso dai mesi precedenti, non tornando più sul tema del trade-off tra crescita e inflazione, ma ponendo invece l'accento sull'accresciuto rischio inflazionistico che la banca centrale intende contrastare con un sentiero di rialzi più incisivo, se necessario. Ora il nuovo sentiero potrebbe prevedere un rialzo di 25pb ad ognuna delle prossime quattro riunioni da qui a fine anno, con rischio di un incremento più ampio, di 50pb ad agosto o settembre.

La prospettiva di un sentiero di rialzi BoE più incisivo dovrebbe favorire una graduale risalita della sterlina rispetto al dollaro, però moderata (1,22-1,28-1,30-1,32 GBP/USD a 1m-3m-6m-12m) data la maggiore ampiezza della restrizione Fed, il che si traduce in una sostanziale lateralità rispetto all'euro (0,86-0,84-0,85-0,85 EUR/GBP a 1m-3m-6m-12m). I **rischi** sono **verso il basso**, per via del recente riacutizzarsi delle tensioni con l'UE sulla questione del protocollo nordirlandese e il riproporsi della possibilità di un referendum per l'indipendenza della Scozia l'anno prossimo.

Fig. 1 – Dollaro: sentiero di rialzi dei tassi Fed il driver principale



Fig. 2 – Risk aversion: non driver ma “fattore chiave” per il dollaro

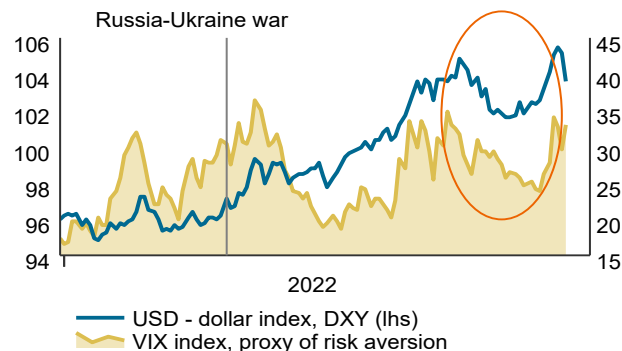


Fig. 3 – Euro: effetto penalizzante del conflitto russo-ucraino

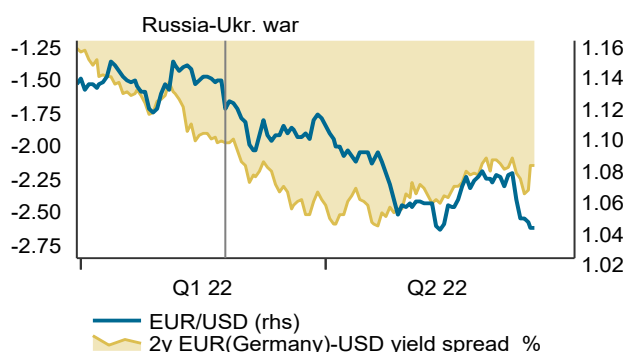


Fig. 4 – Shock inflazionistico: la BCE accelera la normalizzazione

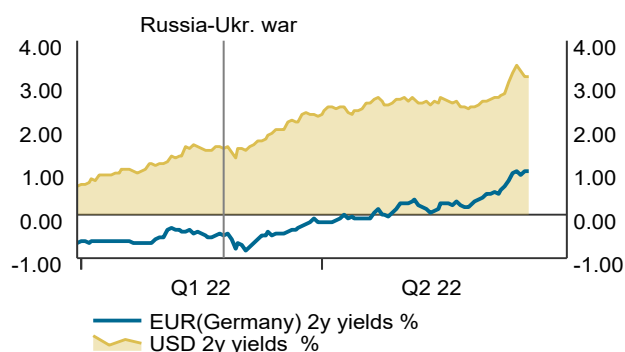


Fig. 5 – Yen: differenziali di rendimento il driver soprattutto vs USD...

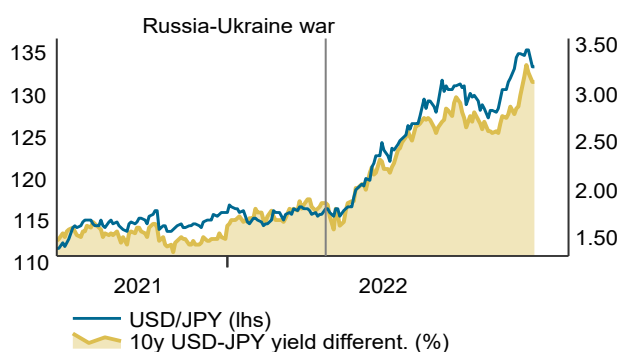


Fig. 6 – ... ma anche vs EUR

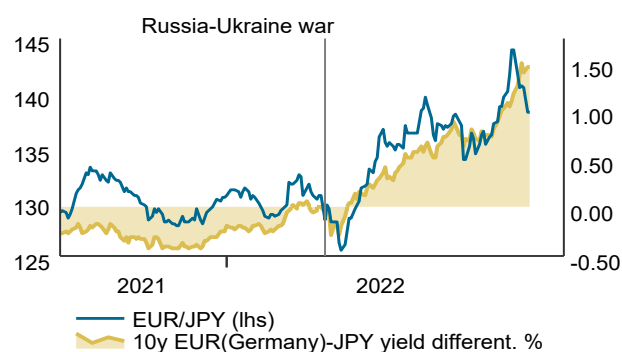


Fig. 7 – Sterlina in calo sull'allargamento dei differenziali sia vs USD

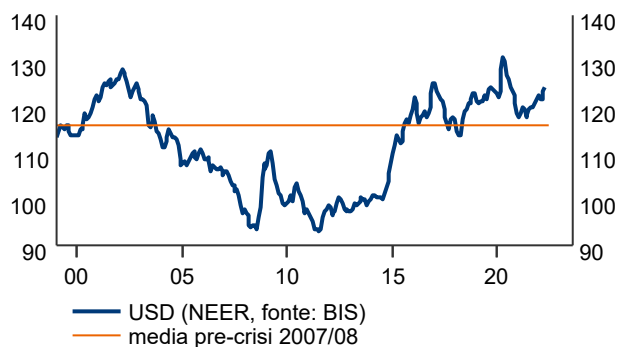


Fig. 8 – ... sia vs EUR



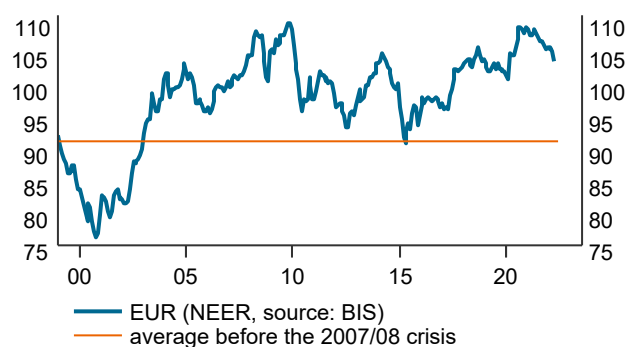
Fonte: Refinitiv-Datastream

Dollaro, cambio effettivo nominale



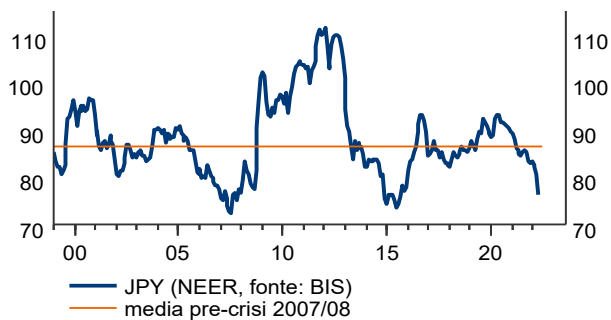
Fonte: Refinitiv-Datastream

Euro, cambio effettivo nominale



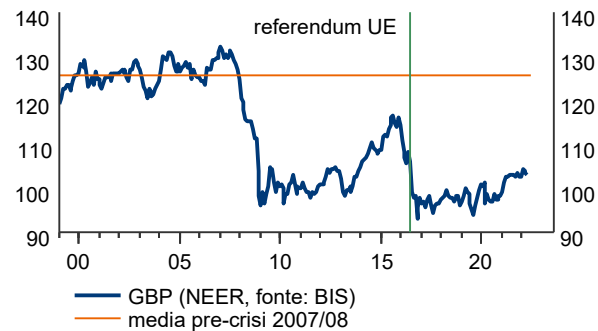
Fonte: Refinitiv-Datastream

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 S.p.A.-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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

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

Rates, FX & Commodities Research

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

Macroeconomic Research

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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