



The Innovation Group

## Lo scenario macro tra geopolitica e inflazione

Gregorio De Felice - *Chief Economist*

Milano, 24 marzo 2022

# Agenda

**1** | La situazione economica internazionale

**2** | L'economia italiana

# Rischi geopolitici sulla ripresa (1/2)

- **La guerra tra Russia e Ucraina avrà un impatto differenziato a livello geografico.**
- Lo scenario dipende fortemente dalle assunzioni sui prezzi energetici. In seguito, ipotizziamo un prezzo del petrolio in media pari a 107 dollari per il 2022 e a 90 dollari per il 2023 e un prezzo del gas (TTF) in Europa intorno ai 100 euro.
- **Crescita globale al 3,7%**, contro il 4,3% previsto a dicembre.
- **Commercio mondiale: 3,4%**, contro 5,3%.
- Entrambe le revisioni sono dovute per circa la metà alla guerra russo-ucraina. Strozziature delle filiere produttive sono ancora rilevanti, con rischi legati a politica zero COVID in Cina.
- **Stati Uniti:** rallentamento al **3,4%** (5,7% nel 2021) soltanto in piccola parte dovuto alla guerra russo-ucraina. Più rilevanti inflazione (6,8%) e maggiore aumento dei tassi da parte della Fed. Punto di arrivo previsto: 3% entro il 2023.
- **Cina:** crescita poco superiore al 5%.

## Rischi geopolitici sulla ripresa (2/2)

- **Eurozona:** rischio di **pesanti ripercussioni sull'economia**, fortemente dipendente dalle forniture russe di gas naturale. L'**effetto potrà far scendere la crescita media al 3% per quest'anno** e prolungarsi al 2023 nel caso di proseguimento delle tensioni. Inflazione media annua al 6.3% nel 2022 e poi in calo al 2.5% nel 2023.
- Lo scenario include un primo aumento dei tassi ufficiali **BCE a fine ottobre/metà dicembre**. Chiusura del programma di acquisti netti a settembre. Punto di arrivo per i tassi all'1% (DFR) entro metà 2024.
- **Italia:** crescita del PIL prevista al **3,0%** nel 2022 e poi a **1,6%** nel 2023. Inflazione al **6,2%** nel 2022 e al **2,5%** il prossimo anno.

# Le nuove proiezioni di crescita

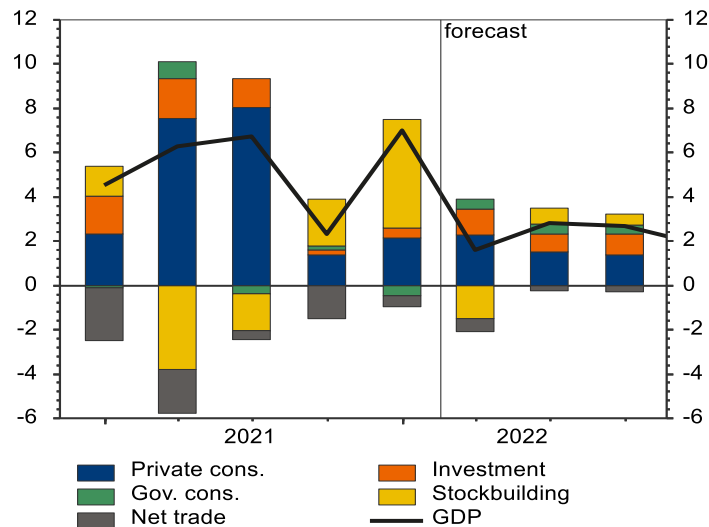
## Crescita del PIL a prezzi costanti (a/a, %)

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
<b>Stati Uniti</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	<b>2.3</b>
<b>Area Euro</b>	<b>1.6</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>
Germania	1.1	-4.9	2.9	2.4	3.0
Francia	1.8	-8.0	7.0	3.3	2.0
Italia	0.5	-9.1	6.6	3.0	1.6
Spagna	2.1	-10.8	5.0	4.4	3.7
<b>OPEC</b>	<b>-1.6</b>	<b>-5.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>3.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>4.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.2</b>
<b>America Latina</b>	<b>1.2</b>	<b>-6.3</b>	<b>7.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>
<b>Giappone</b>	<b>-0.2</b>	<b>-4.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>
<b>Cina</b>	<b>6.0</b>	<b>2.2</b>	<b>8.1</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>
<b>India</b>	<b>4.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>8.1</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>
<b>Mondo</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.2</b>	<b>6.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>

Fonte: Intesa Sanpaolo. Aggregato in US\$ (cambi PPP) per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo; a prezzi costanti e moneta locale negli altri casi.

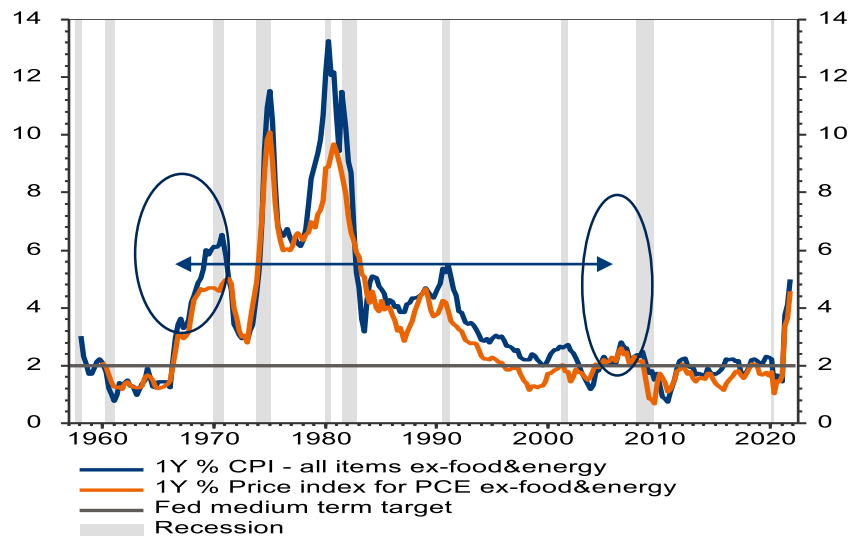
# Stati Uniti – Fed impegnata a evitare un ritorno agli anni '70

Crescita frenata dagli eccessi di domanda di beni e lavoro



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario è legato alla politica monetaria: un errore della Fed potrebbe generare una recessione o una deriva inflazionistica



Fonte: BLS

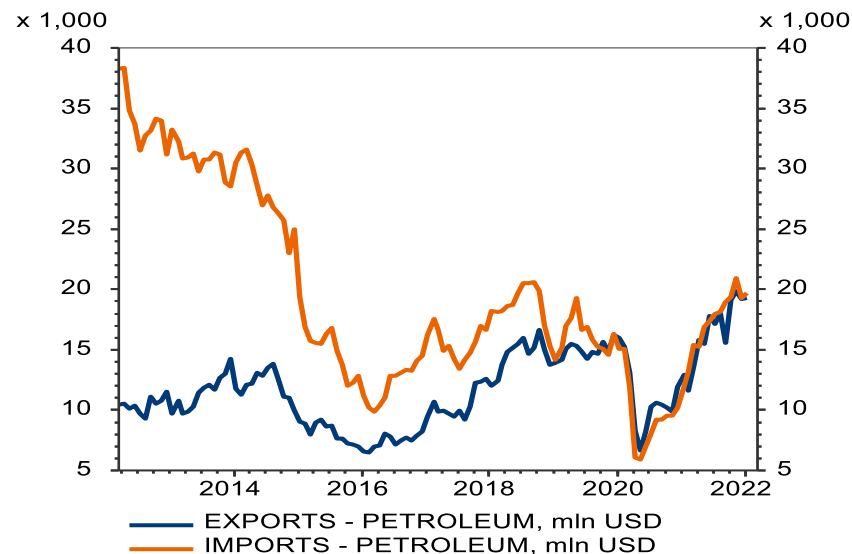
# Guerra in Ucraina: crescita protetta dalla produzione domestica di materie prime

L'esposizione degli Stati Uniti agli scambi commerciali e finanziari con la Russia e l'Ucraina è limitata

	Russia	Ukraine
Exports	6.4	2.5
% total	0.30%	0.10%
Imports	29.7	1.9
% total	0.10%	0.10%
bank exposure	14.7	1.7
% bank exposure	0.30%	0%

Fonte: Census Bureau, BRI

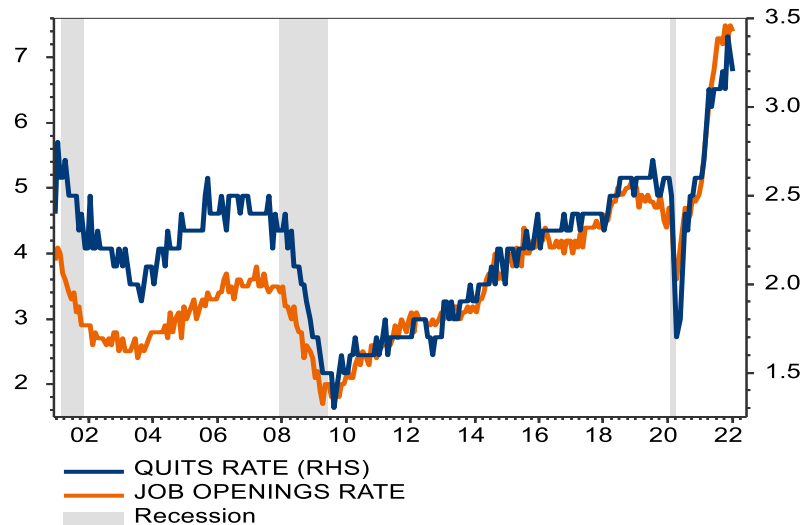
Il saldo delle esportazioni nette di petrolio è nullo, l'import dalla Russia di gas e petrolio è circa il 3% del totale



Fonte: Census Bureau

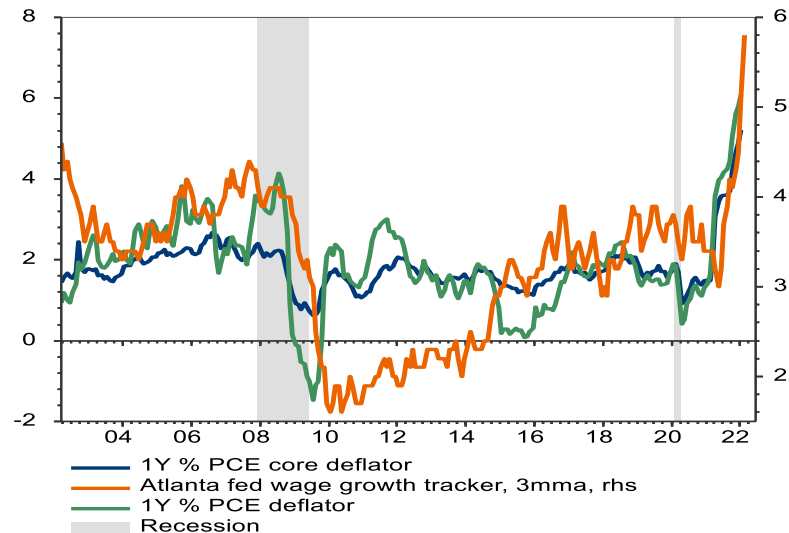
# La dinamica salariale è su un sentiero pericoloso

**Posizioni aperte e dimissioni sono i migliori indicatori delle pressioni salariali**



Fonte: BLS. Il «job openings rate» è calcolato dividendo il numero di posizioni aperte per la somma di occupazione e posizioni aperte e moltiplicando questo quoziente per 100. Il «quits rate» è calcolato dividendo il numero di dimissioni volontarie per il numero di occupati e moltiplicando il quoziente per 100.

**Salari e inflazione: i massimi si devono ancora vedere**



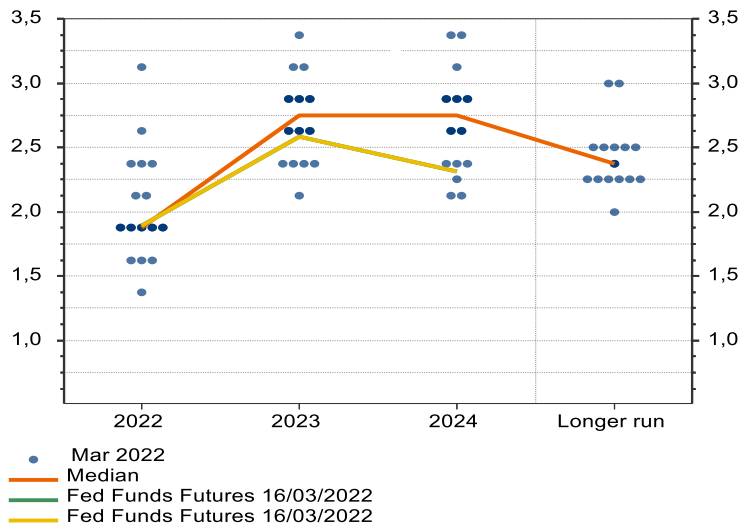
Fonte: Atlanta Fed, BEA



# La Fed è in ritardo e deve correre: rischi di recessione?

Il FOMC ha alzato i Fed Funds di 25pb e prevede **altri 6 rialzi nel 2022** e **4 rialzi nel 2023**, con rischi verso l'alto. L'obiettivo della Fed è frenare la domanda per controllare l'inflazione: rischi di eccessiva restrizione nel 2023. Previsione ISP: **fed funds a 1,75-2% a fine 2022 e 2,75-3% nel 2023**.

## Il grafico a punti mostra l'impegno della Fed a evitare una riedizione degli anni '70



## Proiezioni macroeconomiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Fed regionali – marzo 2022

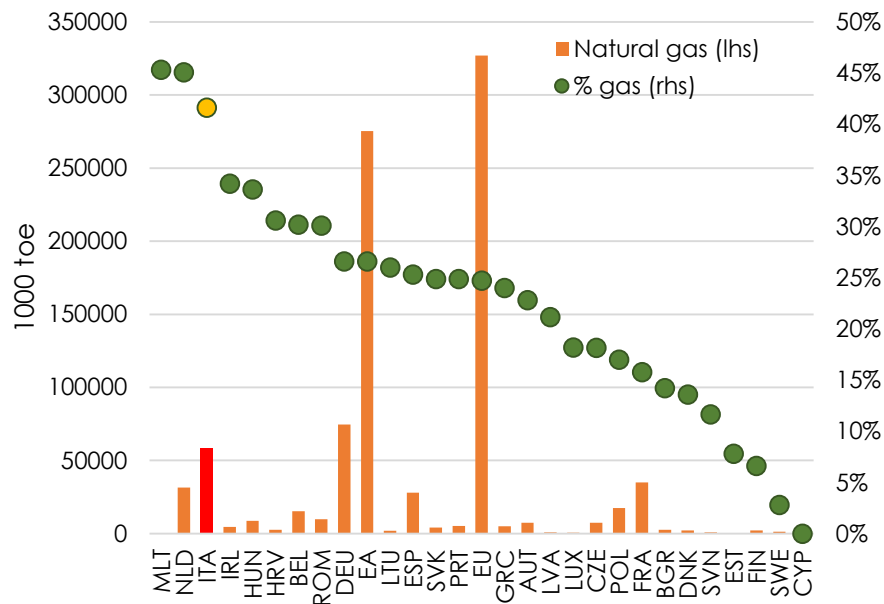
	Median			
Variable	2022	2023	2024	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Dec. projection	4.0	2.2	2.0	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>
Dec. projection	3.5	3.5	3.5	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>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

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Fonte: Federal Reserve Board

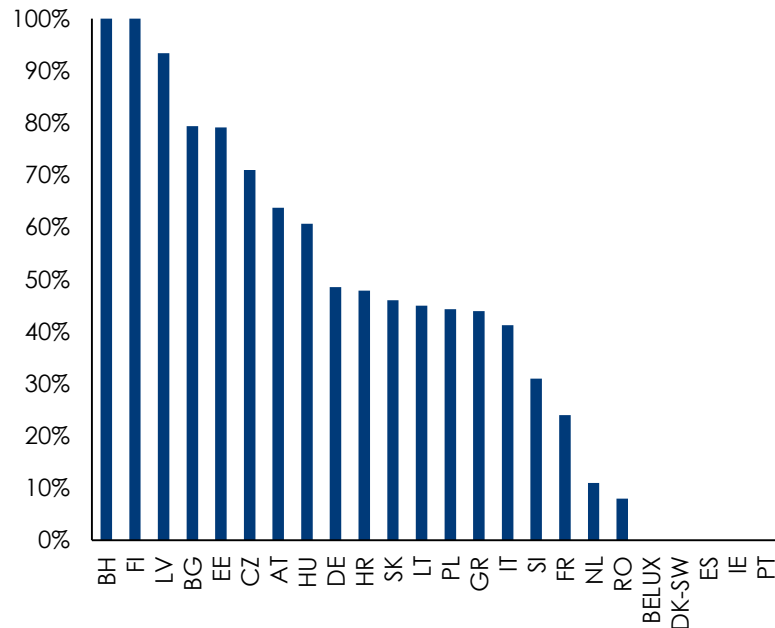
# Il gas naturale è molto rilevante per la EU. La Russia fornisce quasi la metà dell'offerta importata

Consumo totale di gas e % del fabbisogno energetico totale



Fonte: Eurostat

Quota di gas naturale importato dalla Russia (2020 o anno più recente)

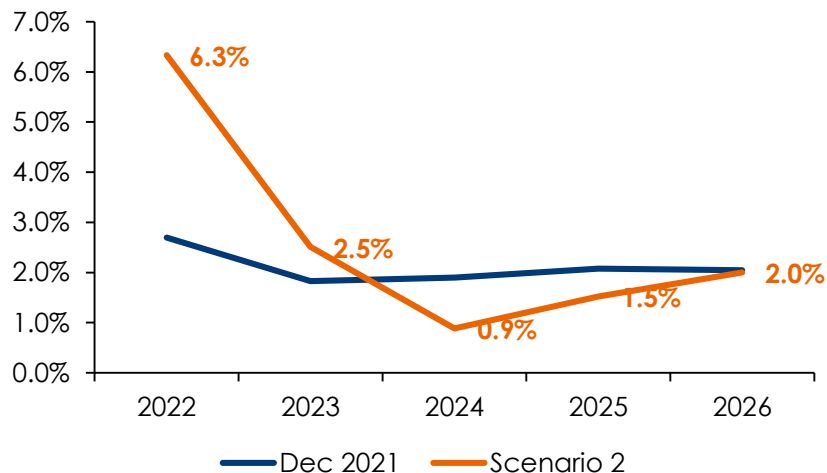


Fonte: ACER, dal database Comext

# Inflazione nell'area euro

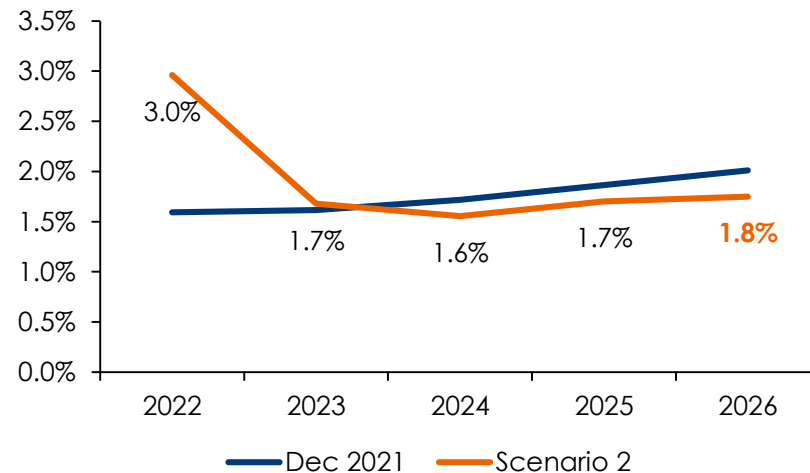
Lo shock innalzerà sia l'inflazione generale, sia quella core. Effetto base negativo sull'inflazione generale nel 2023. L'inflazione core dovrebbe essere frenata dal rallentamento della domanda fra 2023 e 2024. La dinamica dei salari è vista in accelerazione, ma il recupero del potere d'acquisto sarà soltanto parziale. CLUP in crescita modesta.

**Area euro - IPCA ( a/a )**



Fonte: Intesa Sanpaolo

**Area euro IPCA ex-energia (a/a)**



Fonte: Intesa Sanpaolo

# La BCE riduce più rapidamente gli acquisti netti APP

- **PEPP:** acquisti netti sospesi da 31/3 (confermato).
- **APP:** portata dell'indirizzo ridotta a 3 mesi, come previsto. Volumi del Q3 saranno decisi a giugno. Però:
  - gli acquisti netti nel Q2 sono stati ridotti a 40-30-20 miliardi mensili in aprile-maggio-giugno (-30mld), senza flessibilità;
  - fine acquisti netti «nel terzo trimestre», se la situazione non peggiorerà troppo rispetto alle previsioni.
- **Rifinanziamento:** no TLTRO. Per ora BCE non vede necessità di misure specifiche di sostegno di altra natura – ma si vedrà.
- **Primo rialzo dei tassi:** ancora probabile a fine ottobre o metà dicembre, ma dipenderà da intensità impatto sulla crescita che emergerà nei prossimi mesi.
- **Punto di arrivo rialzi:** per ora, lo stimiamo a 1.0% per DFR, entro metà 2024.

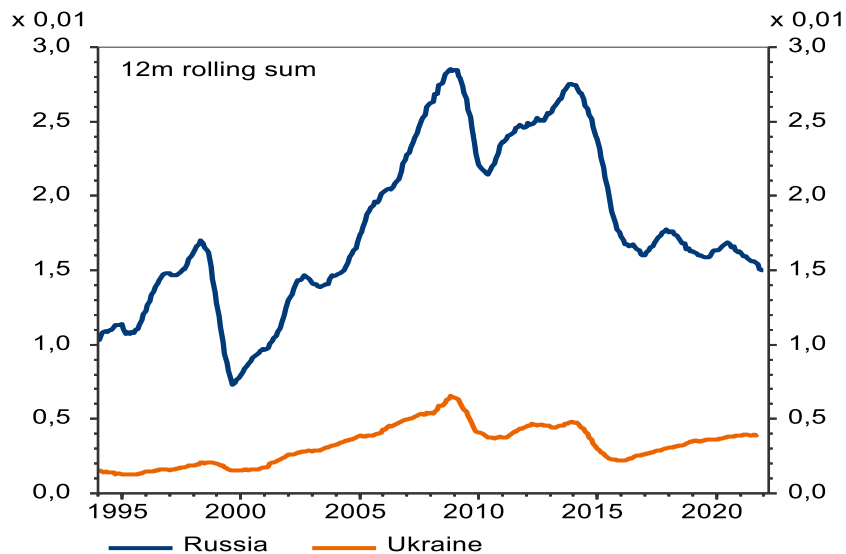
# Agenda

**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

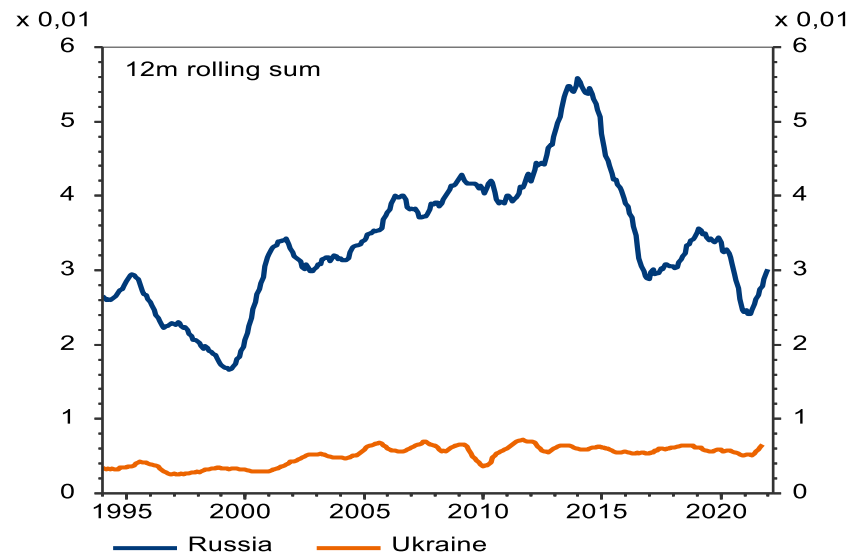
# Flussi commerciali contenuti con Russia e Ucraina

**Export verso Russia e Ucraina**  
(quote in % del totale)



Fonte: Istat

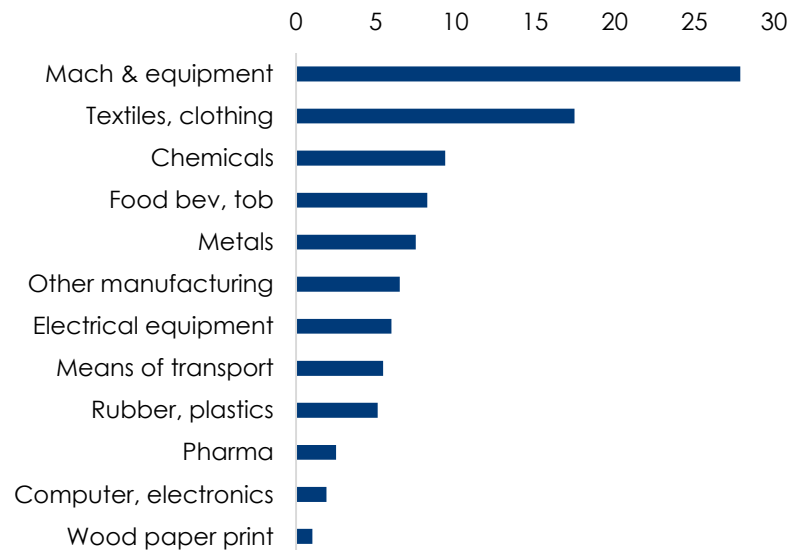
**Import da Russia e Ucraina**  
(quote in % del totale)



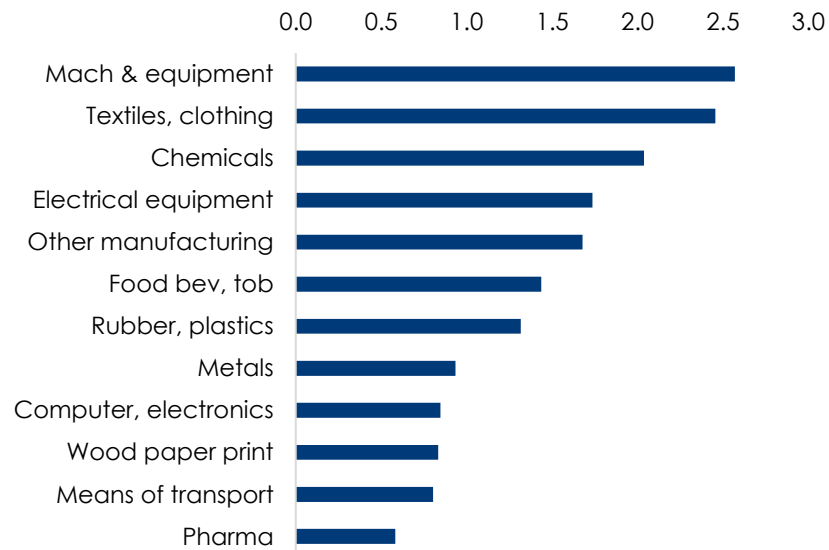
Fonte: Istat

# I settori più esposti sono meccanica, abbigliamento e chimica

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



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

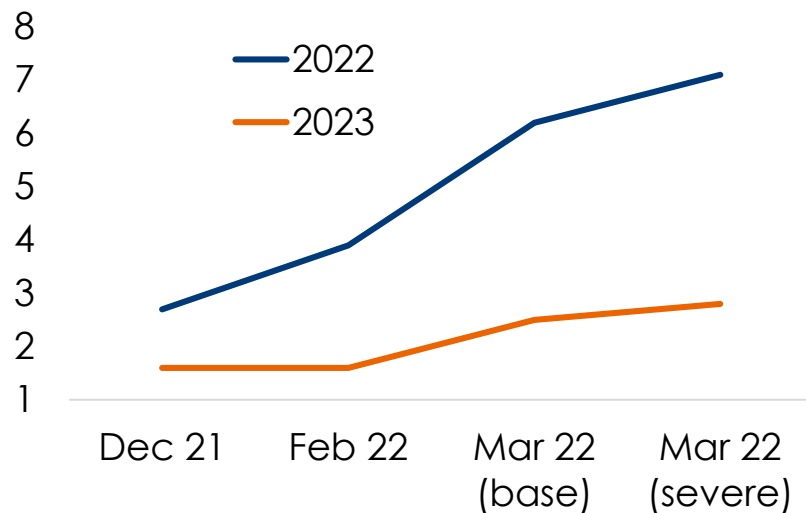


Fonte: Istat (2021)

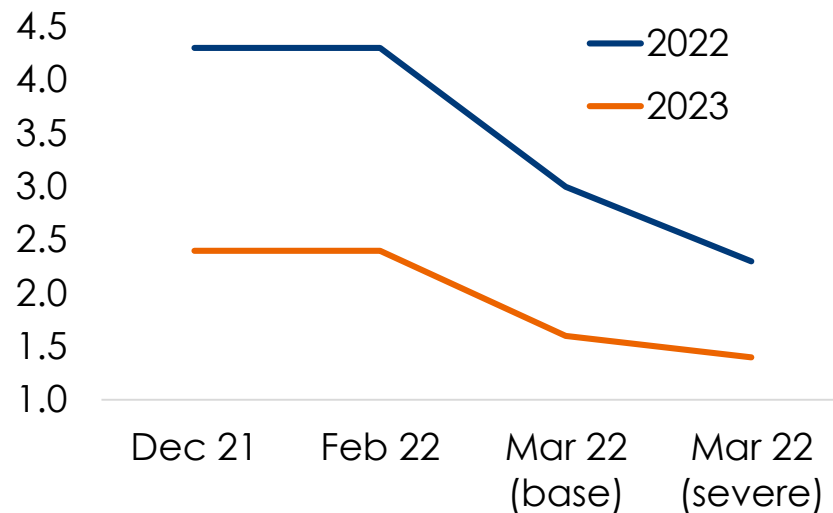
Fonte: Istat (2021)

# L'Italia è tra i Paesi più esposti allo shock

Gli effetti dello shock sono molto ampi sia sull'inflazione...



...che sulla crescita del PIL



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



# Italia: crescita 2022 ridotta a 3%, e sotto il 2% nel 2023

	2021	2022p	2023p	2020	2021				2022				
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	-5.4	-6.1	0.1	17.6	3.9	6.2	5.8	3.6	1.5	1.3
- t/t				16.0	-1.6	0.3	2.7	2.5	0.6	-0.1	0.5	0.4	0.3
Consumi privati	5.2	3.8	1.8	12.9	-2.7	-1.1	5.3	2.9	0.0	0.3	0.7	0.5	0.4
Investimenti fissi	17.0	6.5	4.2	28.4	-0.2	4.4	3.1	1.8	2.8	1.1	0.9	1.0	1.0
Consumi pubblici	1.0	1.0	0.6	1.4	0.8	0.3	-0.4	0.0	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	13.4	4.9	2.2	32.2	1.7	0.4	3.8	4.1	0.0	1.0	0.7	0.7	0.5
Importazioni	14.6	7.1	2.9	16.1	4.6	4.0	2.8	2.3	4.2	0.8	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	-0.2	-1.2	0.6	1.1	-1.3	-0.2	1.1	-0.6	-0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.9	0.9	1.2										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.4	-4.4										
Debito pubblico (% PIL)	150.4	148.2	146.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.9	6.4	2.6	-0.2	-0.4	0.7	1.2	2.1	3.7	6.1	7.5	6.7	5.5
Produzione industriale (a/a)	11.7	0.0	2.6	-4.4	-2.6	9.6	33.3	4.1	4.5	-0.5	-0.6	-0.2	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	9.5	9.1	8.6	10.0	9.8	10.1	9.8	9.1	9.1	8.9	9.2	9.2	9.0
Tasso a 10 anni (%)	0.75	1.90	2.50	0.98	0.61	0.59	0.80	0.67	0.94	1.56	1.83	2.00	2.20
Spread BTP-Bund 10 anni (pb)	108	165	177	147	118	104	102	107	118	149	164	171	176

Fonte: Intesa Sanpaolo

- Lo shock energetico compenserà in parte l'effetto riapertura positivo nei servizi, consumando una parte dell'eccesso di risparmio formatosi con la pandemia.
- La crescita media annua 2022 potrebbe collocarsi ora intorno al 3%, calando poi sotto il 2% nel 2023.

# Le risposte di politica economica

## Strategia energetica

- Riduzione della dipendenza dal gas naturale russo (-30/50% entro un anno)
- Accelerazione su transizione alle rinnovabili
- Ipotesi di finanziamento UE (modello NGEU)

## Politiche fiscali

- Flessibilità nell'interpretazione delle regole per accomodare misure compensative, misure di transizione energetica e aumento budget difesa

## Politica monetaria

- No accelerazione del percorso di normalizzazione
- Misure per contrastare rischi di frammentazione finanziaria

## Difesa

- La strategia di difesa dovrà essere riorientata in funzione di contenimento della Russia
- Aumento budget difesa (investimenti), con impatto una tantum di 0,5% del PIL circa

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 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 Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

## A cura di:

Gregorio De Felice, Chief Economist, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo