

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche

Dicembre 2021

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Scenario Macroeconomico

Indice

Inizia il ritiro dello stimolo monetario

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Stati Uniti: la Fed dichiara guerra all'inflazione

Area euro: ripresa in pausa e inflazione elevata aumentano i dilemmi per la BCE

Ripresa economica in pausa tra l'autunno e l'inverno

Inflazione: il trend nel 2022 sarà discendente, ma aumenta l'incertezza

BCE: nel 2022, graduale riduzione degli acquisti netti di titoli obbligazionari

Germania: sarà una ripresa più lenta del previsto

Francia: rimbalzo completato nel 2021, il 2022 sarà l'anno dell'espansione

Italia: le nubi sull'orizzonte della ripresa appaiono meno minacciose che altrove

Spagna: crescita in accelerazione nel 2022

Paesi Bassi: ripresa minacciata da un contesto di maggiore incertezza

Asia

Giappone: dopo un 2021 difficile, un 2022 positivo (virus permettendo)

Cina: la stabilità rimane prioritaria

India: la ripresa prosegue ma restano nubi all'orizzonte

Materie prime: pesano la variante Omicron e le politiche monetarie

Mercati energetici: la prima crisi dell'era verde

Mercati valutari: trend rialzista del dollaro in via di esaurimento nel 2022

Appendice

Dicembre 2021

2

6

Nota Trimestrale

8

Direzione Studi e Ricerche

12

12

Macroeconomic Research

18

Luca Mezzomo

Economista

20

Paolo Mameli

Economista - Italia

24

Lorenzo Biagioli

Economista - Area euro

30

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

41

44

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

44

Andrea Volpi

Economista - Area euro

48

Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

52

56

Asmara Jamaleh

Economista - Mercati Valutari

58

63

International Economics

67

Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

Inizia il ritiro dello stimolo monetario

La svolta del ciclo di politica monetaria è iniziata e sarà attuata più rapidamente di quanto si ipotizzasse a settembre. Questo rafforza le attese di rallentamento della crescita globale nel biennio 2022-23, riduce lo spazio di manovra per politiche fiscali espansive e prospetta un periodo di maggiore volatilità per i mercati finanziari globali. Lo scenario di calo dell'inflazione dai picchi di fine 2021 resta il più probabile, anche se l'inflazione sottostante dovrebbe salire ancora.

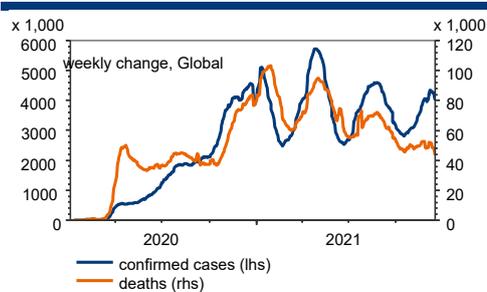
Luca Mezzomo

Le prospettive dell'economia mondiale sono attualmente molto incerte. Non tanto sul fronte della crescita reale, che pare destinata a rimanere piuttosto robusta anche nel 2022 (4,6%), malgrado la perdurante minaccia della pandemia e un diffuso rallentamento dopo i rimbalzi legati alle riaperture. L'incertezza è legata alla persistenza delle strozzature di offerta e all'emergere di sintomi di eccesso di domanda negli Stati Uniti. Questo sta portando a un cambio di rotta delle politiche monetarie complessivamente più rapido del previsto, con implicazioni di ampia portata anche per i mercati finanziari.

La pandemia di COVID-19 non ha smesso di influenzare l'economia globale, anche se ora ci si preoccupa meno delle conseguenze sulla domanda aggregata e più di quelle sui prezzi. Attualmente, c'è in corso una forte ondata di contagi in Europa, partita in estate ma poi accelerata nei mesi autunnali, alla quale inizia a sovrapporsi l'ondata di contagi connessa alla diffusione della variante Omicron. Nei paesi avanzati, la risposta delle autorità è stata basata finora su un'accelerazione dei richiami vaccinali e sull'adozione di misure cautelative relativamente blande. La nostra ipotesi centrale è che pochi paesi adotteranno restrizioni su larga scala, e che l'impatto sulla domanda interna sarà in generale più limitato rispetto a quanto osservato un anno fa. Le proiezioni di crescita per il trimestre in corso e per il primo trimestre 2022 sono state limiate, in particolare in Europa, ma le revisioni sono contenute. Tuttavia, non vanno escluse nuove ripercussioni sulla logistica internazionale, a causa della strategia di tolleranza zero di alcuni paesi – in particolare la Cina.

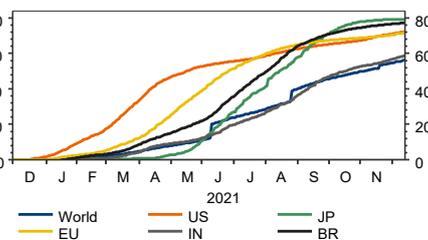
La nuova ondata di contagi non sarà accompagnata da nuove misure di stimolo della domanda

Fig. 1 - COVID-19: nuova ondata pandemica



Fonte: OurWorldInData, OMS, Refinitiv

Fig. 2 - Quota della popolazione vaccinata contro COVID-19



Fonte: Our WorldInData, Refinitiv

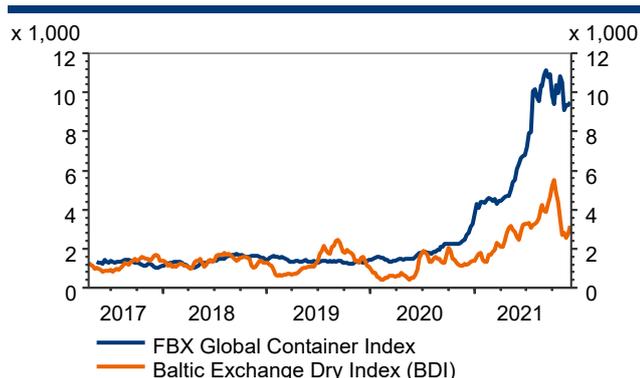
Anche senza nuovi fermi dell'attività portuale legati al contenimento dei focolai di COVID-19, **il sistema della logistica internazionale rimane sotto stress**. I noli sono calati rispetto ai picchi del terzo trimestre, ma i loro livelli restano ben superiori alle medie storiche. Gli indici di congestione dei porti americani, sebbene migliorati, restano su livelli ben oltre i picchi pre-pandemia. A valle, le indagini congiunturali PMI mostrano che i tempi di consegna continuano a crescere in modo diffuso, così come i prezzi dei beni intermedi. I problemi continuano a essere più severi negli Stati Uniti e in Europa che in Asia. Un segnale di possibile miglioramento futuro è dato da un **più diffuso aumento delle scorte di input produttivi** nelle imprese manifatturiere e delle scorte di prodotti finiti dei produttori di beni intermedi. Presi nel loro complesso, questi elementi suggeriscono che la situazione potrebbe forse migliorare nel corso del 2022, a maggior ragione se la crescita della domanda rallenterà, ma che non si possono escludere battute di arresto connesse a focolai pandemici o altri eventi sfavorevoli, e che una piena normalizzazione non è dietro l'angolo.

I problemi delle filiere produttive internazionali persisteranno anche nel 2022, anche se c'è qualche primo segnale di miglioramento

L'implicazione principale di quanto detto è che le strozzature di offerta resteranno un tema importante, con ulteriori ripercussioni sull'andamento dei prezzi: la persistenza crea effetti indistinguibili da quelli di un eccesso di domanda, rendendo più probabile che molto del ribilanciamento passi attraverso maggiori rincari dei prezzi finali. Le nostre proiezioni di inflazione includono perciò un' **accelerazione delle misure core**, al netto della volatilità connessa agli effetti base. **Al contrario, l'inflazione generale dovrebbe aver segnato i massimi proprio a fine 2021**, e nel 2022 calerà nettamente grazie alla riduzione del contributo dell'energia alla variazione tendenziale.

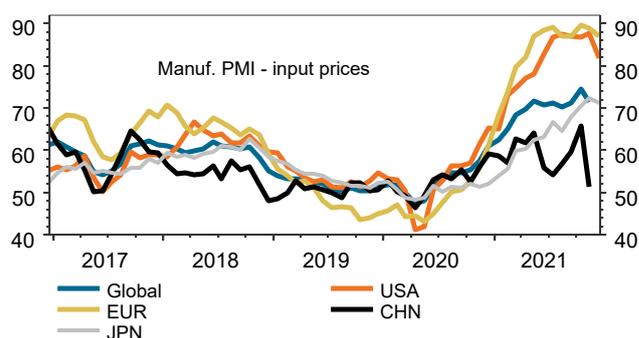
Nel 2022, l'inflazione calerà. Però l'inflazione sottostante potrebbe salire ancora

Fig. 3 - Noli marittimi in calo, ma su livelli ancora elevati



Fonte: Freightos, Refinitiv

Fig. 4 - Le tensioni sui costi dei beni intermedi restano su livelli record



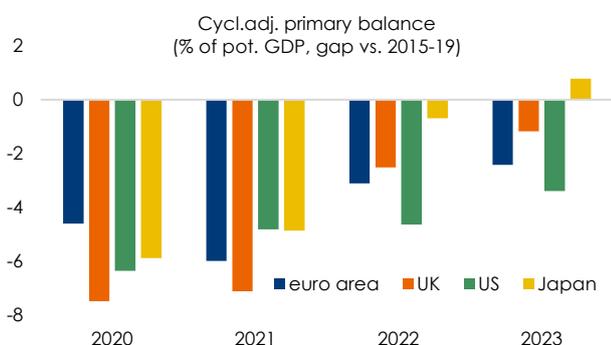
Fonte: IHS Markit

C'è chi paventa una ripetizione della "grande inflazione" degli anni Settanta del secolo scorso, quando una fase di forti aumenti salariali, shock sulle materie prime, politiche fiscali espansive e politica monetaria accomodante portò a un periodo di inflazione elevata e persistente. Effettivamente, **ci sono delle similitudini** fra quanto avvenne allora e l'esperienza attuale:

Ci sono punti di contatto con la "grande inflazione" di 50 anni fa, tra i quali la cooperazione tra politica monetarie e fiscale

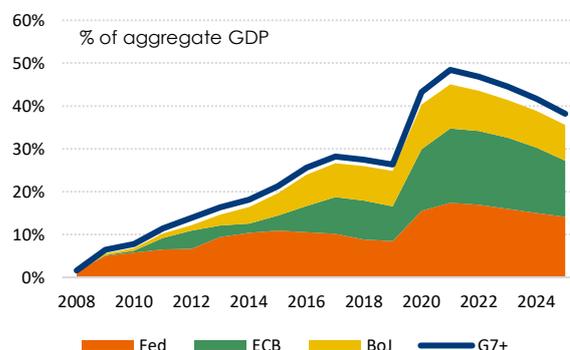
- il primo è fra l'intensa **cooperazione di politica monetaria e politica fiscale** durante la crisi pandemica e la relazione fra banche centrali e governi di cinquanta anni fa. All'epoca, la Federal Reserve adottava deliberatamente un orientamento accomodante nella gestione della politica monetaria, assumendo come vincolo le necessità di finanziamento del Tesoro e la domanda di attività liquide del settore privato, anche quando si manifestavano segnali di eccesso di domanda. La subordinazione della politica monetaria alle esigenze di finanziamento del governo era comune fra i paesi avanzati. Venendo a oggi, se la forte espansione fiscale assistita da espansione monetaria nel 2020 era necessaria per evitare una catastrofe sociale, è più controverso che espansione fiscale e cooperazione della politica monetaria siano ancora opportuni ora che la ripresa è così avanzata. Le proiezioni sui deficit pubblici (Fig. 5) dicono che nel 2022 l'orientamento delle politiche fiscali sarà ancora accomodante, malgrado i segnali che l'offerta fatica ad adeguarsi alla crescita della domanda. In percentuale del PIL potenziale, il deficit primario corretto per i fattori ciclici dovrebbe superare il livello medio 2015-19 di 4,7 punti negli Stati Uniti, e di 3,1 punti nell'area euro;
- un altro punto di contatto è la **convivenza di politiche economiche di stimolo con shock di offerta esogeni** (allora petrolio; oggi: petrolio, gas naturale e trasporti internazionali). Nel 2022 ci attendiamo prezzi medi del petrolio di poco inferiori a quelli del 2021, ma decisamente più alti rispetto alla media 2015-19. Permane il rischio di nuove tensioni, in particolare sul gas naturale: l'intreccio fra bassi livelli degli stoccaggi e tensioni nei rapporti fra Russia, Unione Europea e Stati Uniti rappresenta una minaccia per la stabilità dei prezzi.

Fig. 5 – Le politiche fiscali resteranno molto espansive, soprattutto negli Stati Uniti



Fonte: IMF, Fiscal Monitor, October 2021

Fig. 6 – Dal 2022, il bilancio delle banche centrali inizierà a ridursi in rapporto al PIL

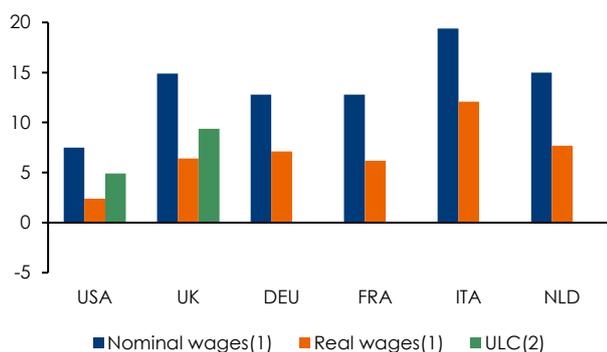


Nota: G7+= Eurozona, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Canada. Dati in % del PIL aggregato; conversione in dollari a cambi correnti
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le similitudini appena ricordate non devono però farci dimenticare le **notevoli differenze**. In primo luogo, in Europa la "grande inflazione" di mezzo secolo fa era stata preceduta e accompagnata da **violenti e persistenti aumenti dei salari** (v. Fig. 7), in un contesto di politicizzazione delle vertenze sindacali ed elevata conflittualità sociale. L'andamento della produttività non bastò a compensare tali dinamiche, e il costo del lavoro per unità di prodotto crebbe vigorosamente. Inoltre, diversi paesi adottarono meccanismi di **indicizzazione automatica dei salari**, che negli anni seguenti fecero da volano per l'inflazione di prezzi e salari. L'assetto istituzionale e politico odierno è molto diverso. Indubbiamente, ci sono segnali di accelerazione dei salari nelle economie ove il mercato occupazionale è più teso, e la veloce ripresa della domanda di lavoro dopo la pandemia ha portato a un'accelerazione dei processi di trasferimento da un'occupazione all'altra, normalmente associati a una maggiore crescita retributiva. Però l'intensità degli incrementi è modesta rispetto a quanto si osservò prima della "grande inflazione", come mostrano le figure 7 e 8: ci attendiamo aumenti dei salari nominali non superiori al 5% in media annua, che sarebbero associati a incrementi del costo unitario del lavoro circa uguali.

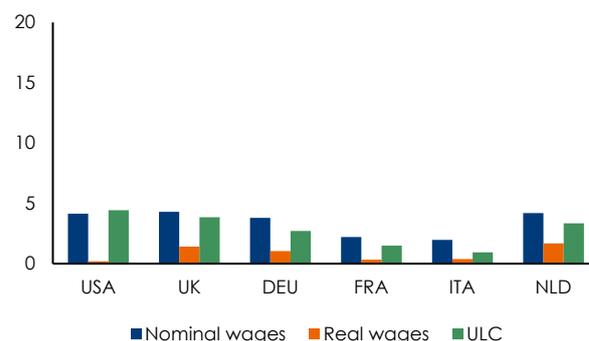
Tuttavia, la Grande Inflazione era stata preceduta e accompagnata da forti aumenti salariali, che fanno impallidire quelli odierni...

Fig. 7 - Incrementi di salari nominali, reali e CLUP: media annua 1969-73...



Fonti: (1) R. Flanagan, D. Soskice, L. Ulman: "Wage problems since the mid-60s", in Unionism, Economic Stabilization and Incomes policies: European experience, The Brookings Institution 1983; (2) OECD, Main Economic Indicators

Fig. 8 - ...e 2020-23 in alcuni paesi avanzati



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

In secondo luogo, **attualmente le banche centrali hanno come obiettivo primario la stabilità dei prezzi** e la cooperazione con la politica fiscale è possibile soltanto nella misura in cui non pregiudica tale obiettivo. Le recenti modifiche alle strategie di politica monetaria, ideate

...e le banche centrali non avevano come obiettivo primario la stabilità dei prezzi

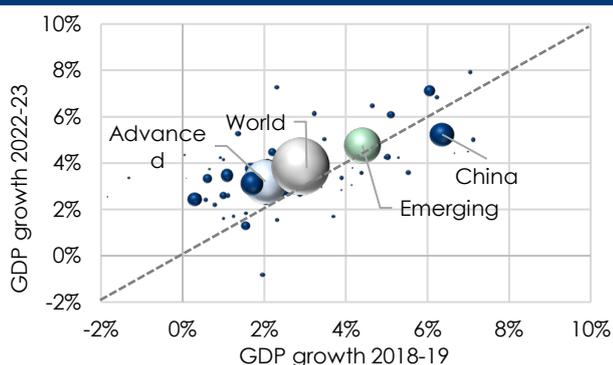
quando la priorità era riportare le attese di inflazione in linea con gli obiettivi, non hanno pregiudicato la priorità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi.

La prospettiva di chiusura dei programmi di acquisto (già avviata negli Stati Uniti, presto anche nell'Eurozona) potrebbe frenare la domanda in tre modi, anche prima del rialzo dei tassi ufficiali: primo, obbligherebbe i governi ad accelerare il ribilanciamento dei conti, non potendo più contare sull'assorbimento dell'offerta di titoli di stato da parte della banca centrale; secondo, aumenterebbe l'effetto di spiazzamento dei deficit pubblici, frenando anche la domanda privata sensibile ai tassi di interesse a medio e lungo termine; terzo, ridurrebbe la domanda di attività finanziarie rischiose da parte degli investitori, riducendo la disponibilità di credito in senso lato. In rapporto al PIL, il bilancio delle banche centrali delle maggiori economie avanzate dovrebbe ridursi già nel 2022 (Fig. 6). I primi rialzi dei tassi ufficiali fra le grandi economie avanzate si sono già osservati nel Regno Unito, e nel primo semestre 2022 si vedranno anche in Canada e Stati Uniti; nell'Eurozona, ci attendiamo il primo rialzo nel secondo semestre 2023. Il rischio è che la reazione di politica monetaria avvenga prima o, dove è già avviata, sia inizialmente più rapida di quanto oggi previsto. In parallelo, dovrebbero essere attivate anche le leve macroprudenziali.

Oggi questo porta a fermare i programmi di acquisto e poi ad alzare i tassi ufficiali

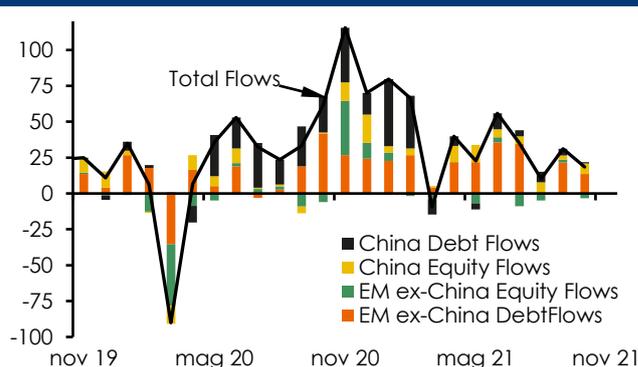
In conclusione, ci sono tre implicazioni da sottolineare. Primo, le politiche monetarie agiscono sull'inflazione attraverso la domanda aggregata, non attraverso miracolosi legami diretti tra aggregati monetari e prezzi. Quindi, bisogna attendersi che la mobilitazione delle banche centrali contro l'inflazione porti a un **più marcato rallentamento della crescita reale nel 2023**. La crescita media annua nel biennio 2022-23 è prevista ancora su livelli superiori a quelli del biennio pre-pandemia (v. Fig. 9), ma non in Cina, e si prevede comunque una crescita del PIL nel 2023 inferiore al 2022. In secondo luogo, la svolta della politica monetaria statunitense eserciterà la sua influenza anche sui paesi emergenti, innanzi tutto attraverso i movimenti di capitale. A tale proposito, c'è già evidenza di un **rallentamento dei flussi di capitale verso i paesi emergenti**, dopo la ripresa di fine 2020 (Fig. 10), e **sono aumentati gli episodi di tensioni valutarie** (come in Turchia). Infine, l'incertezza connessa a questa fase di passaggio e l'asincronia nell'azione delle banche centrali potrebbero condurre nei prossimi mesi a una maggiore volatilità dei mercati finanziari.

Fig. 9 – La crescita reale nel biennio 2022-23 sarà mediamente più alta rispetto al biennio pre-pandemia, ma comunque in netto rallentamento



Nota: crescita media annua calcolata sul PIL in dollari e cambi costanti.
Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo e Oxford Economics

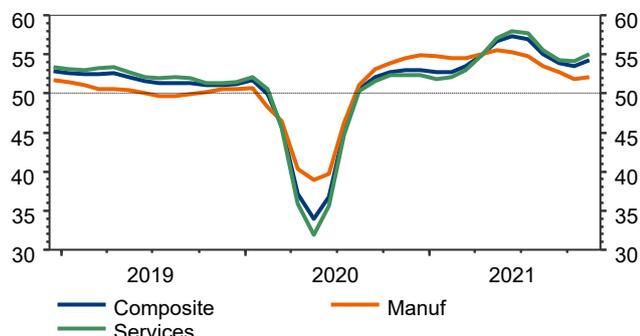
Fig. 10 – Rallentano i flussi di portafoglio verso i Paesi emergenti (dati in miliardi di USD)



Fonte: IIF, Capital Flows Tracker

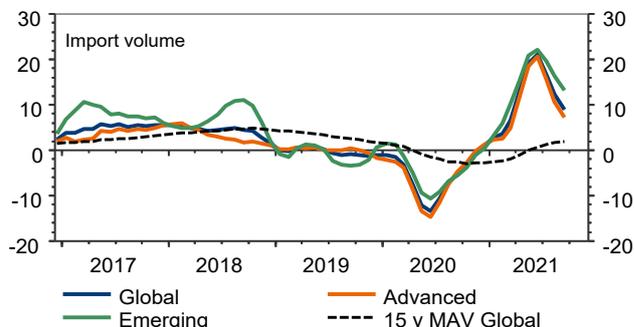
Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

Fig. A – Andamento dei PMI globali



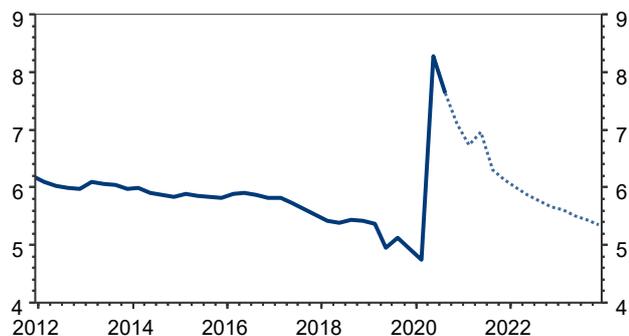
Fonte: Markit Economics, Refinitiv-Datastream Charting

Fig. B – Crescita delle importazioni, a/a



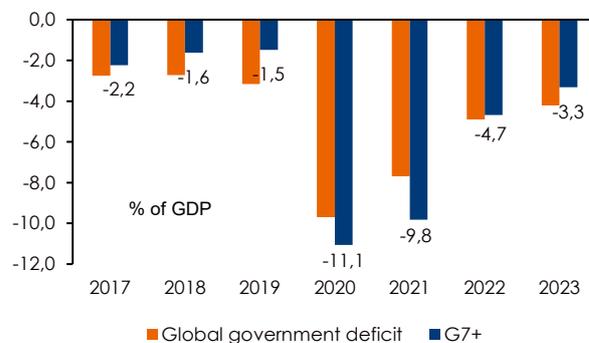
Fonte: CPB World Trade Monitor, Refinitiv-Datastream Charting

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



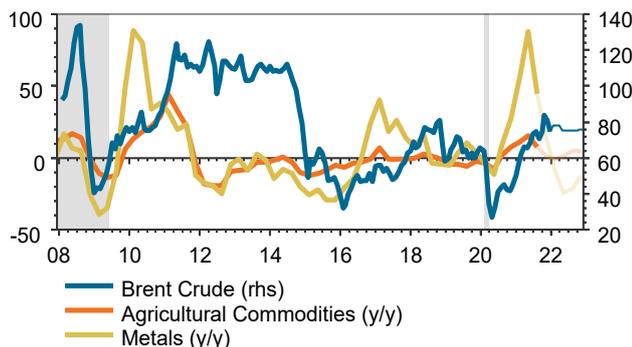
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo attraverso modello Oxford Economics

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



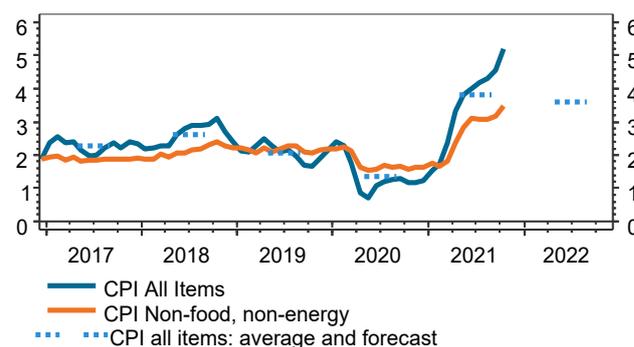
Nota: saldo globale calcolato aggregando i saldi del settore pubblico di 80 paesi; G7+: US, Giappone, Eurozona, UK, Canada. Proiezioni coerenti con lo scenario base. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – analisi macroeconomica

Fig. E – Prezzi delle materie prime



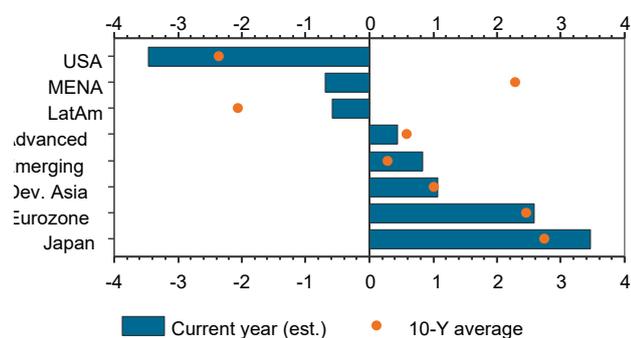
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



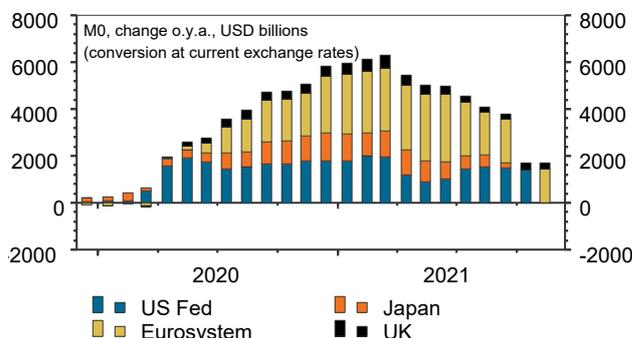
Fonte: OECD, Oxford Economics

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



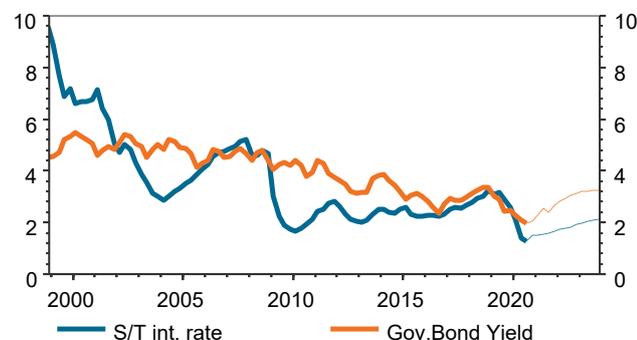
Fonte: dati e stime del FMI, via Refinitiv-Datastream Charting

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



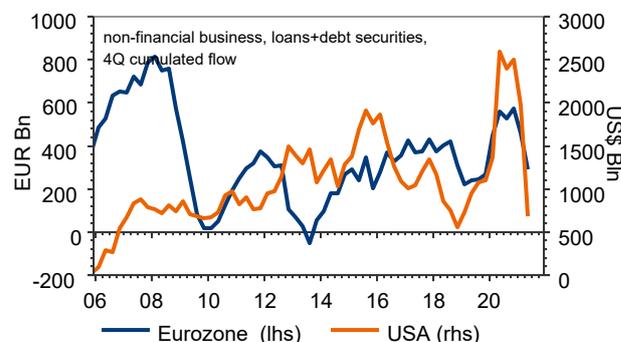
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

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: Refinitiv-Datastream Charting, BCE (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

La crescita economica per area geografica (PIL reale, a/a %)

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Stati Uniti	2.3	-3.4	5.6	4.1	2.4
Giappone	-0.2	-4.5	1.7	3.3	1.6
Area Euro	1.6	-6.5	5.1	3.9	2.6
Europa orientale	3.0	-3.1	4.8	4.0	3.3
America Latina	1.3	-6.4	6.5	2.8	2.7
OPEC	-1.5	-5.2	3.3	4.9	4.2
Cina	6.0	2.3	8.0	5.2	5.4
India	4.8	-7.0	8.2	7.0	6.5
Africa	3.9	-1.6	4.3	3.6	3.8
Crescita mondiale	2.8	-3.3	5.8	4.4	3.8

Nota: variazioni calcolate sugli aggregati a prezzi costanti in moneta locale per Stati Uniti, Giappone, area euro, Cina e India; sugli aggregati in dollari e cambi costanti negli altri casi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: la Fed dichiara guerra all'inflazione

La crescita della domanda, spinta dalla riapertura delle attività e dallo stimolo fiscale e monetario, è ormai estesa a tutti i settori, mentre l'offerta non ha tenuto il passo. Il risultato è un eccesso di domanda di beni, servizi e lavoro, che si è tradotto in persistenti pressioni su prezzi e salari. La Fed è in stato di allerta e intende accelerare i tempi della svolta di politica monetaria.

L'economia americana è riemersa dalla recessione causata da COVID-19 in pochi mesi, e il **PIL ha recuperato i livelli pre-pandemici già a metà 2021**. Questo risultato è stato ottenuto grazie al sostegno alla domanda aggregata fornito da misure fiscali per 5,3 tln di dollari (25,4% del PIL), introdotte anche quando la recessione era già tecnicamente finita (due pacchetti per un totale di 2,6 tln approvati fra fine 2020 e inizio 2021). L'offerta invece è stata frenata da strozzature e problemi della logistica globale, oltre che dalla mancata ripresa della partecipazione alla forza lavoro. **Lo scenario del 2022 dipenderà dalla durata e dall'entità degli eccessi di domanda e dalla persistenza dell'aumento dell'inflazione.**

Rispetto a pochi mesi fa, le previsioni di crescita sono più basse e quelle di inflazione più alte. La **crescita attesa è di 5,6% nel 2021, 4,1% nel 2022 e 2,4% nel 2023**. Il 2021 è meno brillante del previsto, per via delle strozzature all'offerta di beni a livello internazionale e di lavoro a livello domestico che hanno anche determinato un rialzo dell'**inflazione, prevista a 4,7% nel 2021 e a 4% nel 2022, con rischi verso l'alto**. Con l'aspettativa di persistenza dei colli di bottiglia nel 2022, i rialzi dell'inflazione non sono più definibili come "transitori", e generano rischi di una spirale salari-prezzi. La **Fed** ha reagito con un'accelerazione nei tempi della rimozione dello stimolo che, come sempre in fase di svolta, sarà soggetta a errori, con conseguenze potenzialmente costose.

I **rischi principali per il 2022 a nostro avviso sono due**, entrambi verso il basso per la crescita e di segno incerto per l'inflazione. Il primo rischio è collegato ai **possibili errori della Fed** nella definizione del sentiero di politica monetaria, con una rimozione troppo rapida e/o troppo ampia dello stimolo. Il secondo rischio è collegato ancora all'incertezza sugli **sviluppi della pandemia** e sui loro effetti, anche se appare più contenuto rispetto a quanto visto nel 2020-21.

La ripresa nel 2020 è iniziata con uno **spostamento della domanda verso i beni, a scapito dei servizi**. La previsione era che, con il miglioramento del quadro pandemico, il ritorno dei consumi verso i servizi avrebbe limitato l'eccesso di domanda di beni e le conseguenti pressioni sui prezzi. Tuttavia, la forza della domanda, alimentata dallo stimolo fiscale, ha continuato a spingere verso l'alto i prezzi dei beni anche nei settori non direttamente colpiti dalla pandemia, già influenzati dai problemi dell'offerta globale. Parallelamente, la ripresa nei servizi si è scontrata con la carenza di offerta di lavoro, che si è tradotta in aumenti salariali e trasmissione del rialzo dei costi sui prezzi di vendita e in rischi di una spirale salari-prezzi. **Il 2022 dovrebbe rimanere caratterizzato da eccesso di domanda in tutti i settori**, almeno per gran parte del primo semestre.

I **consumi** sono previsti in aumento di **8,1% nel 2021, 4,6% nel 2022 e 2,3% nel 2023, con un progressivo spostamento verso i servizi**. La **situazione finanziaria** delle famiglie è solida, con il tasso di risparmio a 7,3%, non lontano dal livello di fine 2019 (7,8%), il rapporto ricchezza netta/reddito disponibile su massimi storici e il rapporto passività finanziarie/reddito disponibile sui minimi da 20 anni (Fig. 3). Fino a metà 2021, il reddito disponibile è stato alimentato dai trasferimenti fiscali e dai sussidi alla disoccupazione, ora invece il principale sostegno ai consumi è il **reddito da lavoro**. Dal lato delle **imprese**, l'attività è in crescita in tutti i settori, sulla scia di una domanda forte per beni e servizi, ma la scarsità di offerta e l'aumento dei costi frenano l'output e spingono i prezzi (Figg. 4 e 8). Gli **investimenti fissi non residenziali sono previsti in aumento di 7,6% nel 2021, 4,6% nel 2022 e 3,3% nel 2023**.

Giovanna Mossetti

Domanda sempre in forte crescita, offerta in ritardo=> eccesso di domanda con prezzi e salari in rialzo

Minor crescita, maggiore inflazione, ma non è stagflazione

La Fed accelera sulla svolta

Rischi per lo scenario: possibili errori nel calibrare la rimozione dello stimolo monetario e pandemia

Lo scenario in breve: ancora eccesso di domanda e pressioni su prezzi e salari

Crescita sempre guidata dai consumi, sostenuti ora dal reddito da lavoro

Investimenti in rialzo, offerta permettendo

In questa fase di eccesso di domanda, **salari e prezzi** sono il fulcro dell'aggiustamento. Il **mercato del lavoro** è sotto pressione, con scarsità di manodopera che frena l'attività nei servizi e spinge i salari verso l'alto (Figg. 6-8). **L'evoluzione della forza lavoro è un elemento essenziale per lo scenario**, dato che la stagnazione dell'offerta crea rallentamento della crescita e rialzi salariali. La partecipazione, a 61,8% a novembre e 1,5pp sotto il livello di febbraio 2020, è circa stabile da un anno. Una sorpresa del 2021 è stata la **mancata ripresa della forza lavoro** e il massiccio **aumento delle dimissioni**. La prima è causata principalmente da un aumento dei pensionamenti, potenzialmente duraturo. Anche nelle coorti più giovani la partecipazione stenta a ripartire, sulla scia di una situazione finanziaria solida e di cambiamenti comportamentali legati alla pandemia. Le previsioni per il medio termine sono incerte, ma nel breve la lentezza del recupero dell'offerta di lavoro dovrebbe mantenere pressione sui salari. Il **tasso di disoccupazione è previsto in calo a 4,3% a fine 2021 e a 3,5% a fine 2022**, con il tasso di partecipazione in moderato rialzo, a 62%.

Focus su una possibile spirale salari-prezzi, con il mercato del lavoro sotto pressione

L'inflazione elevata, dopo anni di *undershooting*, ora è nel mirino della Fed. I rialzi dei prezzi si sono estesi e diffusi a tutti i settori, senza segnali di rientro in tempi brevi. L'accelerazione degli **affitti** è collegata alla scarsità di case e al rialzo record dei prezzi; la tensione sul mercato **auto** per mancanza di semiconduttori non dovrebbe recedere ancora per diversi trimestri. Il contributo dell'**energia** potrebbe stabilizzarsi a metà 2022, senza però diventare negativo. I prezzi dei **servizi ricreativi** sono in forte crescita, associata al rialzo dei salari dovuto alla scarsità di manodopera. Con gli **indici core alle soglie del 5% a/a**, le spinte dei prezzi riguardano l'indice generale e non solo più aggiustamenti di prezzi relativi. La previsione è di aumento del **CPI di 4,7% nel 2021, 4% nel 2022 e 2,4% nel 2023, con il CPI core atteso in rialzo di 4% nel 2022**.

L'inflazione non può più essere definita elevata per fattori transitori

La persistenza e l'entità del rialzo dell'inflazione, insieme alla mancata ripresa della forza lavoro, hanno indotto la Fed a riconoscere che **gli aumenti dei prezzi non sono transitori e impongono un aggiornamento della politica monetaria**. Powell ha chiarito che ora il controllo dell'inflazione è una condizione necessaria anche per il raggiungimento della massima occupazione. Per questo, il **tapering** terminerà a marzo, lasciando le mani libere per un rialzo dei tassi già a giugno 2022, o anche, se necessario, a marzo. La nostra previsione, soggetta a enorme incertezza, è di **3 rialzi nel 2022**, con inizio a giugno ma possibile anticipo a marzo, **seguiti da 3 rialzi nel 2023 e 2 nel 2024, con un punto di arrivo per i tassi a 2,25%**. I rischi per tassi e inflazione sono verso l'alto nel 2022. Sul fronte della pandemia, una nuova ondata di contagi sarebbe uno shock negativo all'offerta, con un peggioramento delle strozzature sia per i beni sia per il lavoro e maggiori pressioni su prezzi e salari. **Nel 2022, l'obiettivo è frenare la domanda per controllare l'inflazione**.

La Fed reagisce: la stabilità dei prezzi è ora una condizione necessaria anche per la massima occupazione

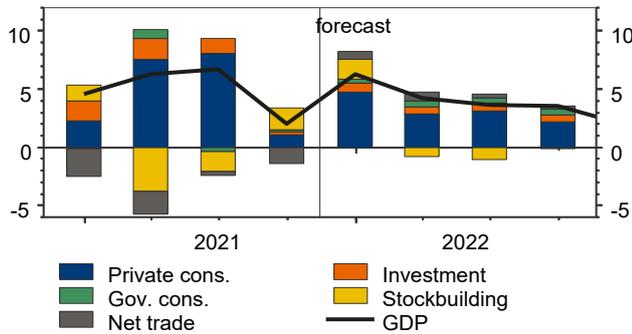
Fine del tapering a marzo, primo rialzo a giugno, con un possibile anticipo se necessario

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021	2022p				2023p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.6	4.2	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.3	4.8	4.1	4.4	3.3	2.9
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.1	6.3	4.2	3.6	3.6	2.0	2.4
Consumi privati	-3.8	8.1	4.6	3.4	11.4	12.0	1.7	6.9	4.1	4.5	3.1	1.8	2.2
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.6	4.6	12.5	12.9	9.2	1.5	5.6	4.5	4.7	4.3	3.6	3.7
IFL - privati residenziali	6.8	9.0	-0.8	34.4	13.3	-11.7	-8.3	0.5	3.2	0.8	0.3	0.3	0.5
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.8	2.0	-0.5	4.2	-2.0	0.9	1.9	2.7	2.3	2.8	2.8	2.7
Esportazioni	-13.6	4.2	8.2	22.5	-2.9	7.6	-3.0	12.0	8.5	11.3	10.1	6.5	5.7
Importazioni	-8.9	13.2	4.0	31.3	9.3	7.1	5.8	3.8	1.0	5.1	4.9	5.1	4.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.2	0.0	1.4	-3.8	-1.7	2.0	1.7	-0.8	-1.0	-0.1	-0.3	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.4	-3.2										
Deficit Federale (% PIL)	-15.6	-12.0	-5.7										
Debito pubblico (% PIL)	161.6	153.2	147.2										
CPI (a/a)	1.2	4.7	4.0	1.2	1.9	4.8	5.3	6.5	6.0	4.4	3.4	2.3	2.4
Produzione Industriale (a/a)	-7.2	5.5	3.2	2.0	1.0	1.6	1.0	0.8	0.3	1.0	0.9	0.6	0.6

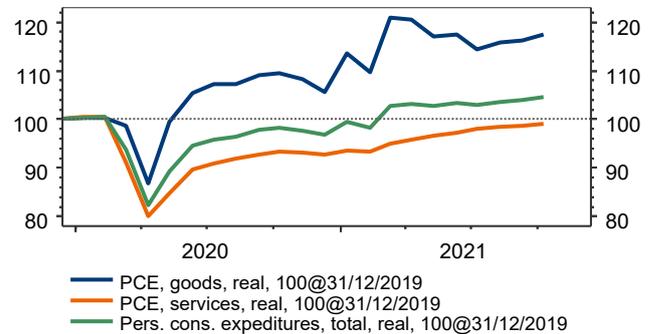
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL: crescita solida, frenata dalle strozzature all'offerta



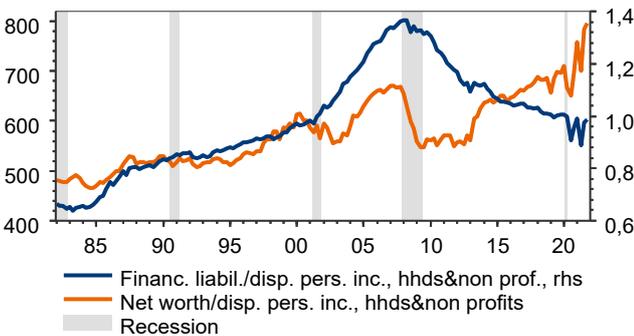
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Consumi oltre i livelli pre-pandemia, grazie ai beni, che hanno più che compensato la lenta ripresa dei servizi



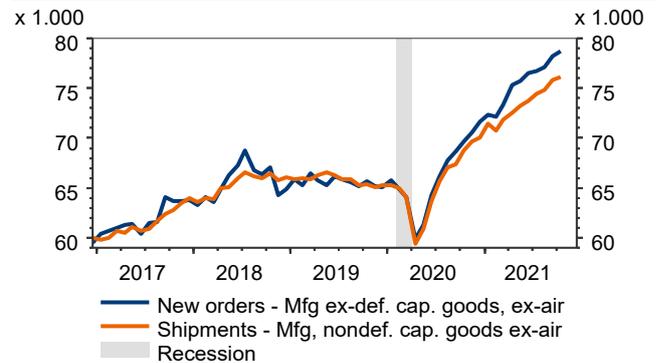
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Ricchezza netta/reddito disponibile su massimi storici, con passività finanziarie/reddito disponibile sui minimi da 20 anni



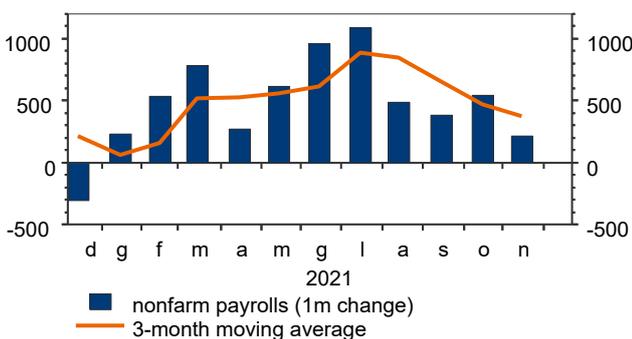
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Ordini e consegne: la domanda continua a crescere, l'offerta non tiene il passo



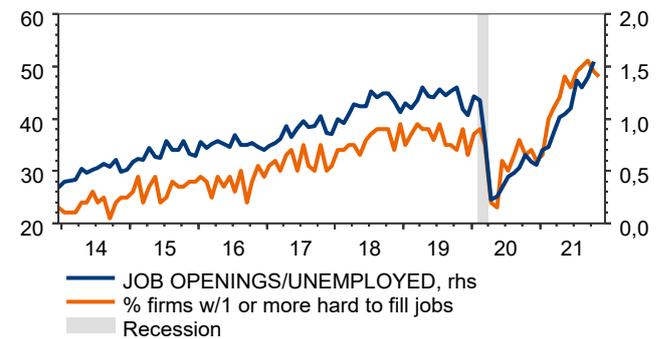
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Occupazione in rialzo...



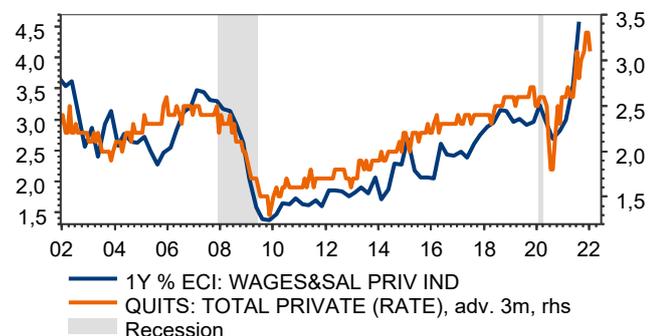
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – ... ma meno di quanto vorrebbero le imprese: più posizioni aperte che disoccupati



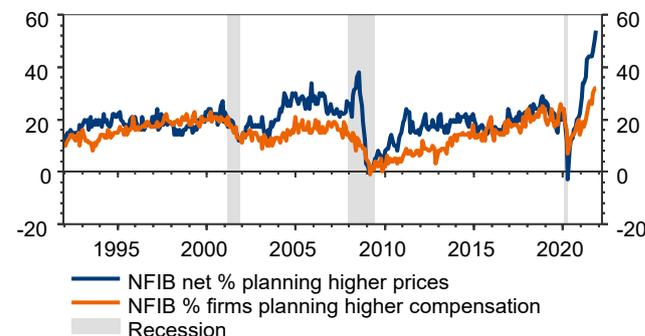
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – I livelli record di dimissioni segnalano crescente eccesso di domanda di lavoro, e i salari rispondono con una netta accelerazione



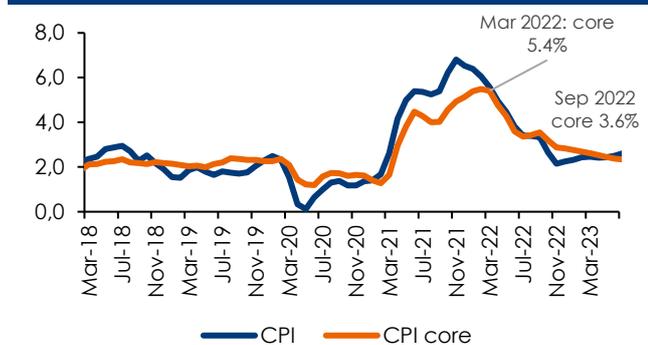
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – Le decisioni su salari e prezzi vanno in tandem



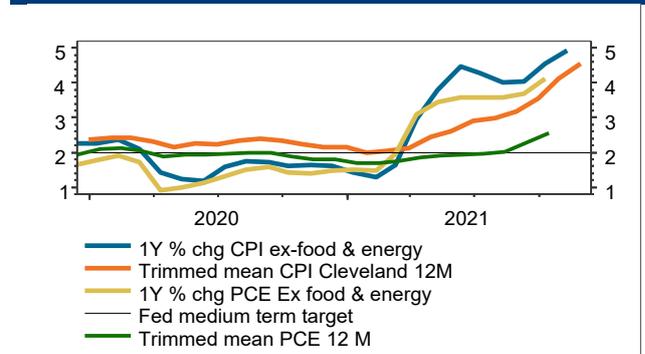
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 – L'aumento dell'inflazione core persisterà nel 2022



Fonte: CPI e CPI core: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Tutte le misure di inflazione sottostante puntano ancora verso l'alto



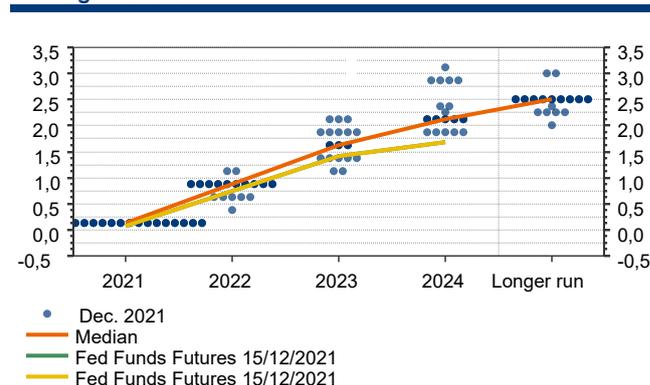
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 11 – Proiezioni economiche dei presidenti delle Fed regionali e di membri del Board – dicembre 2021

Variable	Median				Longer run
	2021	2022	2023	2024	
Real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
Sept. projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
Sept. projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
Sept. projection	3.4	2.1	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation	4.4	2.7	2.3	2.1	
Sept. projection	4.2	2.2	2.2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
Sept. projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 12 – Il mondo è cambiato: la nuova Fed assomiglia molto alla Fed degli anni '80



Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro: ripresa in pausa e inflazione elevata aumentano i dilemmi per la BCE

Ciclo economico: la recrudescenza dei contagi, lo shock energetico e le strozzature all'offerta potrebbero frenare la ripresa nei trimestri autunnale e invernale. La tendenza di fondo rimarrà comunque espansiva, e la crescita dovrebbe riaccelerare nei trimestri centrali del prossimo anno. Dopo il 5,1% atteso per il 2021, il PIL continuerà a crescere su ritmi robusti, intorno al 3,9%, anche nel 2022, sostenuto dalla domanda interna. **Inflazione:** la tendenza dei prezzi seguirà un trend discendente nel corso del 2022, ma è attesa tornare stabilmente sotto il 2% solo da marzo 2023; la media annua è stimata al 2,6% nel 2021 e al 3,1% nel 2022. **Politica monetaria:** con il ridursi degli effetti economici della pandemia e l'aumento di livello e incertezza delle proiezioni di inflazione, anche la BCE annuncia un graduale ridimensionamento dei programmi di acquisto.

Ripresa economica in pausa tra l'autunno e l'inverno

La bilancia dei rischi per lo scenario nell'Eurozona è tornata a pendere verso il basso, soprattutto nel breve termine. Sospettiamo che tra l'autunno e l'inverno la nuova ondata di contagi, il forte rincaro dei prezzi energetici e un'attività manifatturiera ancora frenata dai vincoli all'offerta possano rallentare l'espansione in misura superiore alle nostre precedenti stime e alle previsioni di consenso. **Riteniamo comunque che la tendenza di fondo possa restare espansiva, e che la ripresa non sia destinata ad esaurirsi.** Manteniamo pertanto uno scenario favorevole per il medio termine, con previsioni di riaccelerazione nei trimestri centrali del 2022 (Fig. 1). **Dopo il 5,1% atteso per il 2021, stimiamo una crescita del PIL al 3,9% nel 2022.**

Durante l'estate la diffusione della variante Delta ha avuto un impatto trascurabile sulla crescita, ma la recrudescenza dei contagi durante la stagione fredda (Fig. 2) e la risposta dei Governi, soprattutto nei Paesi dell'Europa nordorientale, lasciano supporre che la nuova ondata possa sottrarre almeno qualche decimo alla crescita a cavallo d'anno. **L'economia dovrebbe risultare meno vulnerabile rispetto a precedenti ondate, ma una frenata della ripresa nei servizi più contact-intensive appare probabile**, in un contesto in cui dovrebbero essere proprio i servizi più esposti al rischio sanitario a sostenere la crescita (Figg. 3-4).

Riteniamo infatti che **nei prossimi trimestri difficilmente la manifattura riuscirà ad essere trainante.** Le note strozzature che stanno frenando il settore potrebbero aver toccato un picco ma rimangono severe, e non ci attendiamo un più significativo riassorbimento prima della prossima primavera (Figg. 5-6). L'industria dovrebbe quindi rimanere fiacca a fine 2021, solo parzialmente compensata da una più solida attività edilizia, e la fase di debolezza potrebbe estendersi anche ad inizio 2022. Condizioni di domanda ancora solide, l'elevato stock di ordinativi inevasi e la necessità di ricostituire le scorte forniscono però dei **solidi presupposti per il settore nel 2° semestre del 2022.**

Permangono alcuni non trascurabili **fattori di rischio legati ai potenziali effetti sia della variante Omicron sia dello shock energetico.** È prematuro valutare l'impatto economico della probabile diffusione su scala globale della variante Omicron, che, oltre a limitare la domanda, potrebbe contribuire ad irrigidire ulteriormente i colli di bottiglia all'offerta. Inoltre, il forte rincaro degli input non potrà non avere un impatto diretto sull'attività economica oltre che sull'inflazione.

Dal lato dell'offerta, la forte crescita dei prezzi energetici, soprattutto nel caso del gas naturale, potrebbe risultare insostenibile in alcuni comparti industriali, come quelli particolarmente energivori e che per ragioni tecniche non possono diversificare le fonti energetiche o non sono in grado di trasferire i maggiori costi a valle della catena produttiva (Fig. 7). Gli stessi settori risulterebbero particolarmente penalizzati anche in una situazione in cui la scarsità di gas naturale fosse tale da rendere necessaria un'interruzione dell'attività produttiva. Tale ipotesi non rientra al momento nel nostro scenario, ma rappresenta un indubbio fattore di rischio tra l'autunno e l'inverno.

Andrea Volpi

Il contesto sanitario resta una fonte di incertezza ma l'economia è meno vulnerabile rispetto alle precedenti ondate

Manifattura ancora frenata dalle strozzature all'offerta

Lo shock energetico colpirà sia i consumatori che, soprattutto, le imprese

Dal lato della domanda **lo shock energetico**, nonostante le misure di sostegno varate dai Governi nazionali, **dovrebbe colpire in misura significativa sia i consumi che gli investimenti**, per via della relazione tra profitti aziendali e spese in conto capitale. **L'effetto sarebbe relativamente più ampio dal lato delle imprese, mentre per le famiglie potrebbe risultare almeno in parte spazzato dall'utilizzo dei risparmi**. Riteniamo comunque che la protezione offerta dai risparmi possa risultare non piena in quanto la spesa energetica occupa un peso più rilevante per i nuclei familiari meno abbienti – gli stessi che, oltre ad avere una più elevata propensione al consumo, durante la pandemia non sono riusciti ad accumulare extra-risparmi (Figg. 8-9).

Nonostante gli effetti dello shock energetico e di una situazione sanitaria ancora incerta, **la ripresa dovrebbe comunque continuare ad essere sostenuta da una solida domanda interna** anche nel 2022, a fronte di un contributo in media nullo da parte della componente estera netta. Dopo il crollo subito nel 2020 e il rapido rimbalzo registrato nel 2021, **consumi privati e investimenti** fissi non hanno ancora completamente recuperato i livelli pre-crisi, e stimiamo possano mettere a segno **robusti ritmi di crescita, intorno al 5% in media annua, anche nel 2022**.

In particolare, **la crescita dei consumi privati sarà sostenuta sia dal miglioramento del mercato del lavoro che dall'utilizzo dei risparmi in eccesso**. Per via della diversa distribuzione dei risparmi lungo la curva dei redditi e di un grado di incertezza ancora elevato, riteniamo che il tasso di risparmio possa rimanere su livelli superiori alla media pre-COVID anche nel corso del 2022; tuttavia, pur nell'ipotesi di un utilizzo solo parziale, il sostegno alle spese private sarebbe significativo. Anche le prospettive occupazionali restano favorevoli: nel 2021 il calo del tasso di disoccupazione è stato più rapido del previsto, e le indagini congiunturali sono coerenti con una domanda di lavoro da parte delle imprese ancora solida (Fig. 10). È possibile che nei prossimi mesi la recrudescenza dei contagi possa frenare temporaneamente la ripresa dell'occupazione nei settori più esposti al rischio sanitario; in ogni caso crediamo che la tendenza di fondo rimanga favorevole.

Infine, nel prossimo biennio **la ripresa potrà beneficiare di una politica fiscale progressivamente meno espansiva ma ancora accomodante** (Figg. 11-12). Il calo atteso per il rapporto deficit/PIL nel complesso dell'Eurozona nel 2021 è spiegato prevalentemente dal robusto rimbalzo del PIL, a fronte di un contributo negativo ancora ampio da parte delle spese discrezionali. A partire dal 2022 invece, oltre al consolidarsi della ripresa, la riduzione dei disavanzi fiscali dovrebbe dipendere soprattutto dalla rimozione delle misure straordinarie varate durante l'emergenza sanitaria. La spesa corrente e gli investimenti pubblici in rapporto al PIL dovrebbero invece rimanere su livelli più elevati rispetto al quinquennio pre-COVID e beneficiare anche dell'impulso proveniente dai fondi NGEU, atteso toccare un picco nel biennio 2022-23.

La domanda interna resterà comunque solida

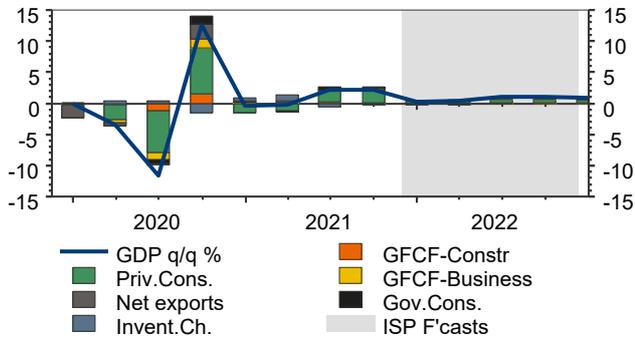
Politica fiscale ancora espansiva nel biennio 2022-23

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021	2022p				2023p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	3.9	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.5	5.2	4.0	2.9	3.6	3.6
- t/t				-0.4	-0.2	2.2	2.2	0.3	0.4	1.1	1.1	0.9	0.5
Consumi privati	-8.0	3.5	5.3	-3.0	-2.3	3.9	4.1	0.5	0.5	1.0	1.0	0.8	0.5
Investimenti fissi	-7.3	3.7	5.0	2.7	0.0	1.3	-0.9	1.5	1.6	1.7	1.3	1.3	0.8
Consumi pubblici	1.3	3.7	1.0	0.8	-0.6	2.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2
Esportazioni	-9.4	9.6	4.8	4.3	1.2	2.4	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Importazioni	-9.3	7.1	5.4	4.8	1.0	2.9	0.7	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	0.5	1.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.4	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.7	-4.0										
Debito pubblico (% PIL)	97.3	98.6	96.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	2.6	3.1	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.5	3.5	3.6	3.1	2.1	2.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.7	2.8	-1.5	3.5	22.4	5.9	1.5	0.6	1.9	3.6	4.9	5.2
Disoccupazione (ILO, %)	7.9	7.7	7.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.4	7.7	7.7	7.5	7.2	7.0
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.52	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52	-0.51	-0.50
EUR/USD	1.14	1.18	1.16	1.19	1.21	1.20	1.18	1.14	1.11	1.15	1.18	1.19	1.21

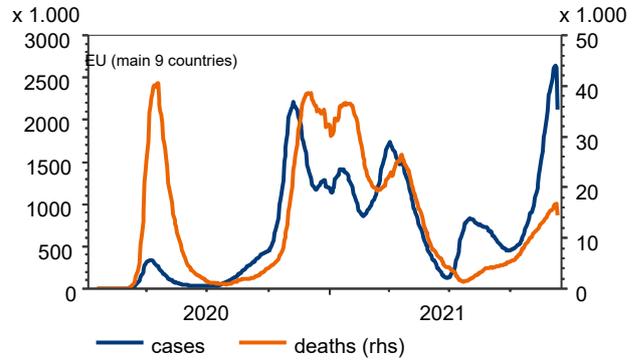
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Ripresa in pausa tra l'autunno e l'inverno, ma la tendenza resterà espansiva



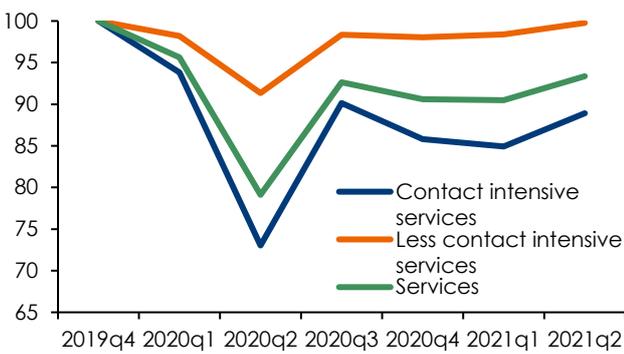
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Tornano a salire i contagi, l'economia appare meno vulnerabile rispetto a precedenti ondate...



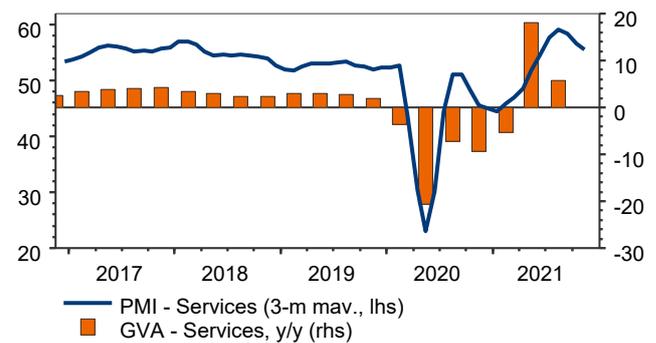
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – ... ma i servizi più esposti al rischio sanitario potrebbero comunque essere penalizzati dalla nuova ondata



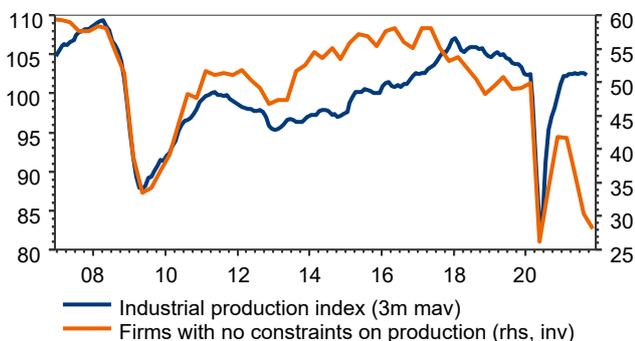
Nota: valore aggiunto (2019q4=100); i settori *contact intensive* sono ricreazione, ricezione, trasporti, commercio, arti e intrattenimento. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Il terziario resterà trainante ma la dinamica espansiva sta perdendo slancio



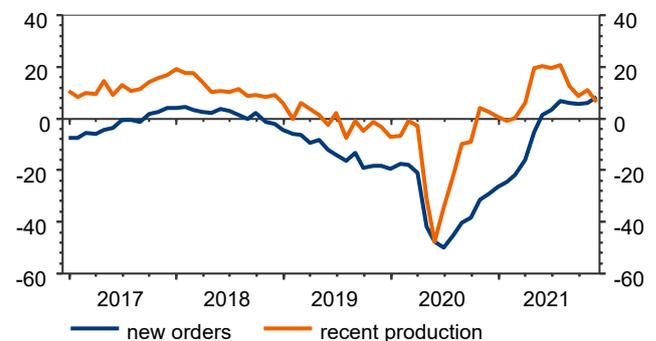
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – L'attività manifatturiera continua ad essere frenata dalle strozzature all'offerta...



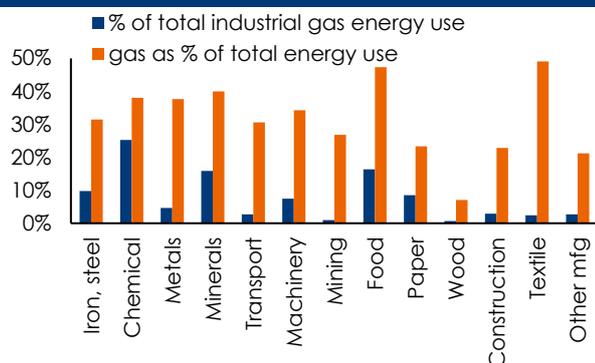
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

Fig. 6 – ...ma le indicazioni sugli ordinativi segnalano che la domanda sottostante è ancora solida



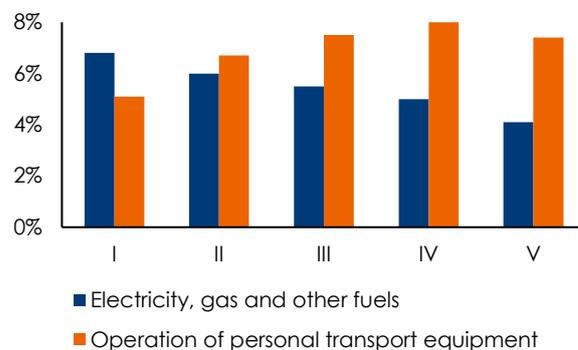
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

Fig. 7 – Consumo di gas naturale a scopo energetico nei principali settori industriali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 – Peso dell'energia nei consumi (% del totale) per quintile di reddito



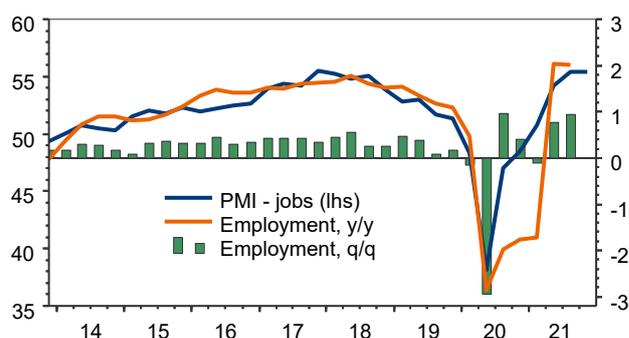
Nota: "operation of personal transport equipment" è la categoria di spesa che include anche l'acquisto di carburanti per i mezzi di trasporto privati.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 9 – Distribuzione dei risparmi netti (in % del reddito mensile) per quintile di reddito



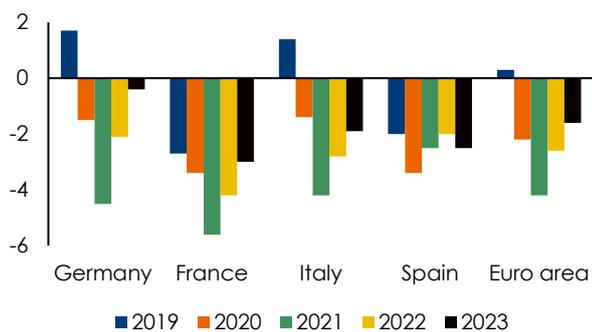
Nota: dati relativi al periodo gennaio 2020-maggio 2021. Fonte: BCE

Fig. 10 – La domanda di lavoro da parte delle imprese è solida



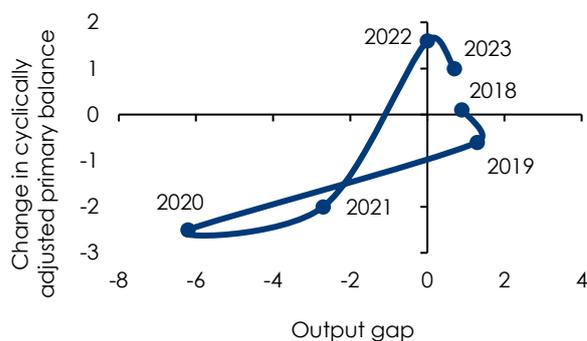
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 11 – Saldo primario corretto per il ciclo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Fig. 12 – Variazione saldo primario corretto per il ciclo e output gap



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Inflazione: il trend nel 2022 sarà discendente, ma aumenta l'incertezza

L'inflazione nell'area euro ha visto una rapida accelerazione negli ultimi mesi, sino a toccare il **4,9% a/a a novembre** (massimo da quando esiste una serie comparabile ovvero almeno dal 1998). I continui rialzi sono spiegati da fattori *una tantum* (il ripristino delle aliquote IVA in Germania, il rimbalzo dei prezzi dell'energia e l'aumento dei prezzi degli input per via dei problemi della catena di approvvigionamento nell'industria) e, in misura minore, dall'effetto-riaperture (rincari dei prezzi dovuti al ritorno di domanda nei settori dei servizi in precedenza soggetti a restrizioni); in generale, **le pressioni inflattive appaiono oggi più diffuse rispetto anche solo a qualche mese fa**. In prospettiva, rimane probabile che il rialzo dell'inflazione sia transitorio, ma riteniamo che non scomparirà rapidamente.

Aniello Dell'Anno

Lo scenario previsionale include dinamiche pronunciate del prezzo dell'energia. L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre anche nel 1° semestre 2022; la discesa che seguirà dal trimestre primaverile manterrà comunque i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. In ogni caso, il nostro scenario principale vede una crescita media annua del CPI energia intorno al 13% nel 2022, circa come nel 2021 (12,8%). I rischi su questo scenario previsivo potrebbero essere ora verso il basso. Tuttavia, **un nuovo significativo shock nel 4° trimestre 2022** (ad esempio, un aumento del prezzo del gas naturale a 80 EUR/MWh) **sposterebbe verso l'alto il profilo dell'inflazione a cavallo fra 2022 e 2023**, con impatto massimo nel marzo 2023 (circa mezzo punto in più rispetto allo scenario base) e **ritorno sotto la soglia del 2% solamente da gennaio 2024**.

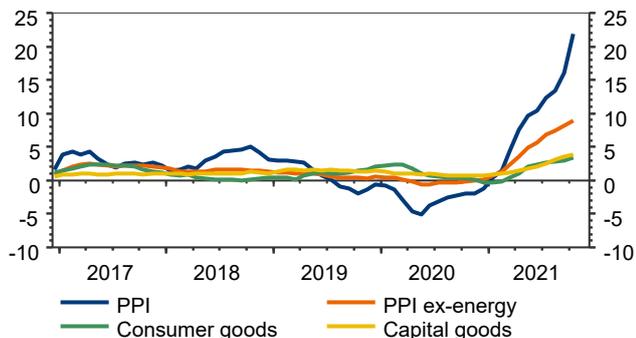
I dati sulla crescita dei prezzi alla produzione e le indicazioni sui prezzi di vendita che emergono dalle indagini di fiducia segnalano che **aumenta la tentazione per le imprese di trasferire a valle i rincari dei costi degli input**. I salari però sono ancora poco reattivi alle dinamiche occupazionali, e il costo del lavoro per unità di prodotto rimane ampiamente sotto controllo. In altre parole, **non vi sono segnali di attivazione di un circolo vizioso tra minor slack nel mercato del lavoro, salari e prezzi** (v. Fig. 15). Tuttavia, se l'inflazione *headline* restasse a lungo su ritmi elevati, i rischi di effetti di "seconda battuta", in un contesto di maggiore scarsità del fattore lavoro, potrebbero aumentare. Inoltre, un impatto verrà dall'aumento del 25% del salario minimo annunciato dal nuovo Governo tedesco. In ogni caso, la moderazione del costo del lavoro segnala che almeno per ora il rischio di pressioni inflattive diffuse e persistenti resta tutto sommato contenuto.

Sul fronte degli effetti delle "strozzature all'offerta", ci sono segnali di lieve attenuazione, ma una nuova recrudescenza potrebbe essere innescata dalla diffusione della variante Omicron, nel caso in cui essa causasse nuove interruzioni delle catene produttive internazionali. Al momento, riteniamo che i colli di bottiglia all'offerta possano avere un impatto ritardato sui prezzi dei beni manifatturati, che toccherà il punto di massimo nei primi mesi del 2022 e che contribuirà per lo 0,3% alla crescita dell'inflazione media annua.

Secondo le nostre previsioni, nel 2022 in media d'anno l'indice generale dei prezzi dovrebbe crescere di 3,1%, in accelerazione dal 2,6% stimato nel 2021. Anche l'inflazione core potrebbe vedere un'accelerazione, a 1,9% nel 2022 da 1,5% atteso nel 2021. Tuttavia, diversi fattori ci fanno pensare che l'indice sottostante possa avere una dinamica più pronunciata, in particolare nei mesi iniziali del nuovo anno. Infatti, lo scarto positivo tra stima flash e previsione di consenso registrato negli ultimi mesi potrebbe sì essere dovuto a fattori temporanei, ma la sua persistenza potrebbe anticipare cambiamenti più strutturali. Se pensiamo, inoltre, che l'inflazione core risulta essere fortemente autocorrelata, un ritorno sui valori pre-COVID nel medio periodo appare poco probabile. Ad ogni modo, l'incertezza sull'evoluzione della componente meno volatile dell'indice nella prima metà del prossimo anno risulta alta (v. Fig. 17). La dinamica dell'inflazione generale dipenderà molto anche dalla forza e dalla persistenza degli shock energetici attesi nei mesi invernali (v. Fig. 16). Per concludere, **il contributo principale arriverà dall'indice sottostante**

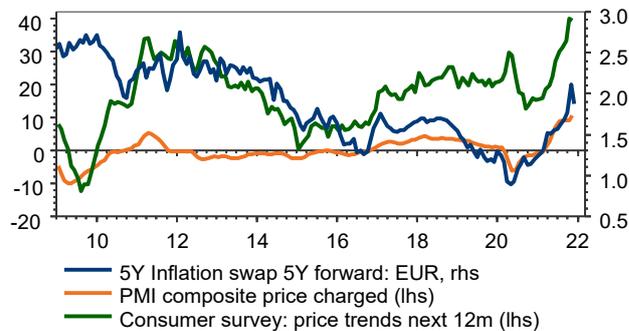
(circa il 50%), mentre l'energia spiegherà circa il 40% della crescita dei prezzi. Il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a marzo ed aprile (al 3,6%) e un minimo a novembre (all'1,9%). Riteniamo che i rischi sul nostro scenario previsivo siano al momento bilanciati, in un contesto di ampia incertezza.

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



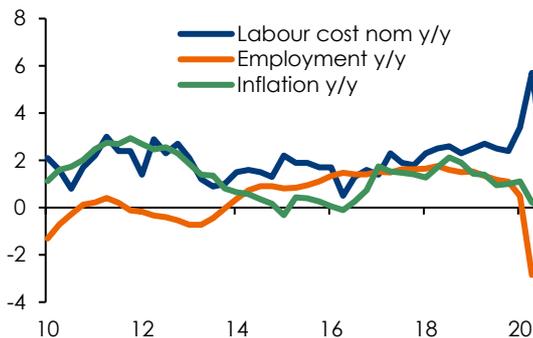
Fonte: Eurostat

Fig. 14 – Aspettative di inflazione in forte rialzo



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

Fig. 15 – La relazione tra minor slack nel mercato del lavoro, salari e prezzi risulta al momento compromessa



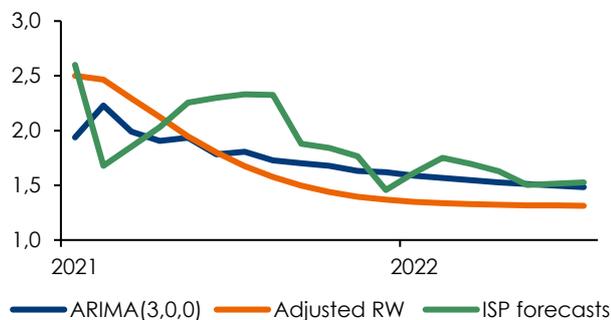
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE

Fig. 16 – Un nuovo shock sul prezzo del gas nel 4° trimestre 2022 sposterebbe in avanti il ritorno dell'inflazione sotto il target BCE



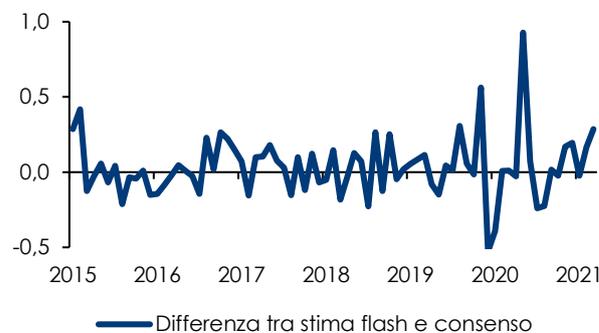
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 17 – Le stime di inflazione core ottenute da diversi modelli previsionali evidenziano elevata incertezza nel breve periodo



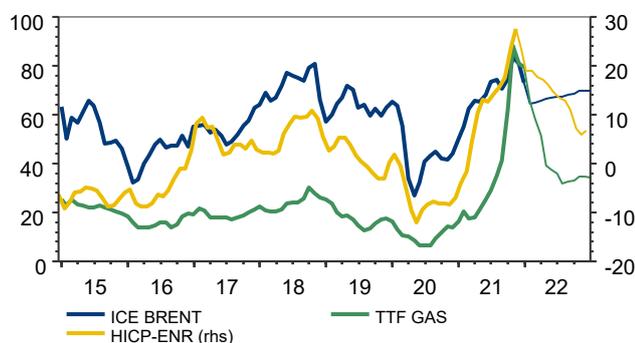
Nota: le nostre previsioni sono ottenute utilizzando un modello FA-AR.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 18 – Negli ultimi mesi l'indice sottostante ha sorpreso al rialzo



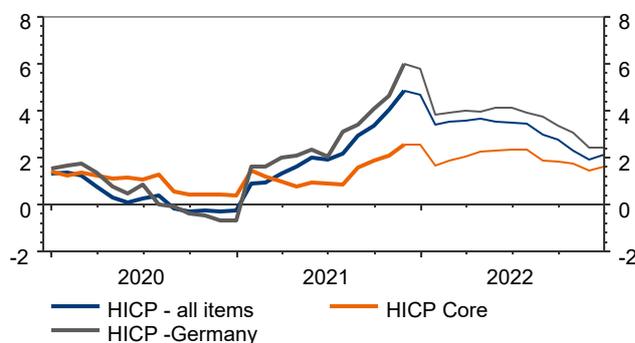
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 19 – TTF gas naturale, ICE Brent ed inflazione energia



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

Fig. 20 – Il “gradino al ribasso” atteso per gennaio 2022 è spiegato dal rientro dell’effetto-IVA in Germania



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

BCE: nel 2022, graduale riduzione degli acquisti netti di titoli obbligazionari

Luca Mezzomo

Anche la Banca Centrale Europea ha dovuto fare i conti con un andamento dell’inflazione sistematicamente superiore alle previsioni, e con una progressiva estensione delle pressioni inflazionistiche al di fuori dell’ambito connesso ai rincari delle materie prime energetiche e degli effetti base. Come detto sopra, le pressioni inflazionistiche sono meno diffuse e meno intense che negli Stati Uniti, e gran parte dell’eccesso di inflazione rispetto a prima della pandemia è ancora spiegato dai soli beni e servizi energetici. Tuttavia, l’aumento delle proiezioni a medio termine e il rischio più concreto di effetti secondari sui salari e sui prezzi di altri beni e servizi hanno modificato le priorità della politica monetaria. Il balzo della proiezione 2023 a livelli superiori a quelli precedenti la pandemia giustifica la chiusura del PEPP. Inoltre, le previsioni di crescita, disoccupazione e inflazione 2023-24 suggeriscono l’opportunità di rendere la politica monetaria meno accomodante. Il 16 dicembre la BCE ha così annunciato un piano di riduzione degli acquisti netti di obbligazioni:

- **PEPP:** come atteso, **gli acquisti netti saranno ridotti nel primo trimestre e poi sospesi dal 1° aprile 2022**. Tuttavia, la BCE annuncia che “se necessario per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia, potrebbero essere ripresi anche gli acquisti netti”. Inoltre, “in caso di rinnovata frammentazione del mercato legata alla pandemia, i reinvestimenti PEPP possono essere adeguati in modo flessibile nel tempo, nelle classi di attività e nelle giurisdizioni”. La condizione per la ripresa degli acquisti netti è più severa (ci devono essere shock negativi legati alla pandemia, presumibilmente con impatto sullo scenario di inflazione), mentre la flessibilità dei reinvestimenti può essere attivata a seguito di frammentazione del mercato (ma legata alla pandemia). Infine, malgrado l’aumento dell’incertezza sullo scenario, la BCE si sbilancia fin da ora ad annunciare che il reinvestimento delle scadenze di capitale si estenderà fino alla fine del 2024 invece che del 2023.
- **APP:** anche in questo caso, l’incertezza dello scenario non ha impedito di annunciare un piano che si estende fino alla fine del 2022. Gli acquisti netti, oggi pari a 20 miliardi mensili, sono fissati in 40 miliardi mensili fra aprile e giugno, 30 miliardi fra luglio e settembre, 20 miliardi da ottobre. Non viene aumentata la flessibilità nella distribuzione temporale degli acquisti, e le condizioni per la chiusura del programma sono invariate: gli acquisti netti termineranno poco prima del primo rialzo dei tassi.

In pratica, **gli acquisti netti totali (PEPP+APP) saranno circa dimezzati da aprile, e si ridurranno a un quarto di quelli attuali da ottobre**. Il piano annunciato non è compatibile con un rialzo dei tassi entro fine 2022 (ipotesi peraltro già definita “molto improbabile” dalla presidente Lagarde in precedenza), mentre non esclude affatto la possibilità di un rialzo dei tassi ufficiali nel 2023. La nostra ipotesi è attualmente che il primo rialzo abbia luogo nel settembre 2023 e che gli acquisti netti APP vengano sospesi da luglio. Tuttavia, l’incertezza è tale che un anticipo di qualche mese

va ritenuto come una possibilità. I mercati scontano 50pb di rialzo dei tassi monetari entro fine 2023. Fra 2022 e 2023 ci sarà anche un'ulteriore riduzione dell'eccesso di liquidità a causa dei rimborsi dei fondi TLTRO III, che probabilmente accelereranno con la fine delle condizioni speciali, a giugno 2022. In teoria, la restrizione delle condizioni finanziarie potrebbe passare anche attraverso l'adozione di misure macro- e micro-prudenziali per frenare il credito ove vi siano segnali locali di eccesso (per esempio, il surriscaldamento dei mercati immobiliari), ma queste sono misure che ricadono sotto la responsabilità delle autorità nazionali, che più volte si sono dimostrate lente e riluttanti a intervenire.

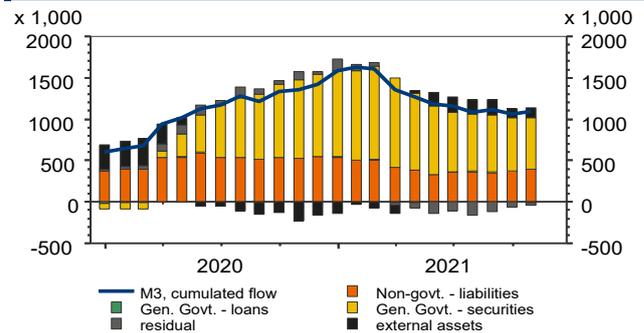
Le nuove parole d'ordine sono "flessibilità" e "discrezionalità" ("optionality"), che implicano la possibilità di cambi di passo in base ai dati futuri, come è già avvenuto negli Stati Uniti nel 2021.

Fig. 21 – Flussi netti di prestiti alle famiglie in aumento



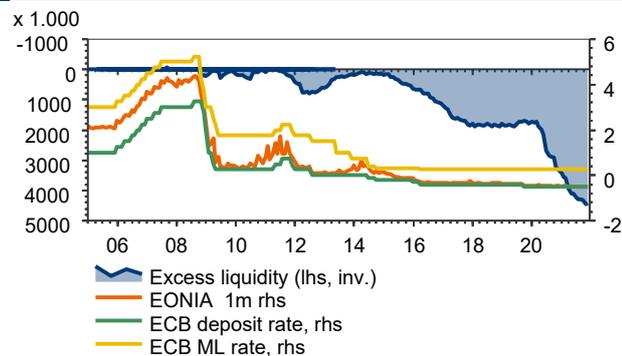
Fonte: elaborazioni su dati BCE

Fig. 22 – I programmi di acquisto alimentano la crescita di M3



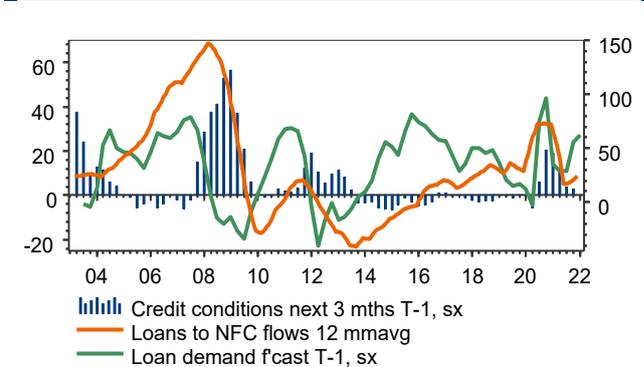
Fonte: elaborazioni su dati BCE

Fig. 23 – Eccesso di liquidità record, tassi monetari



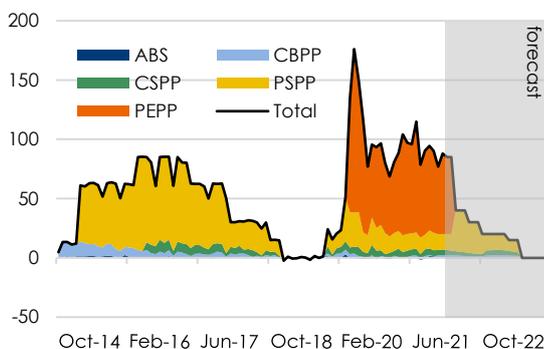
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv-Datastream

Fig. 24 – Condizioni del credito, domanda di credito e nuovi prestiti



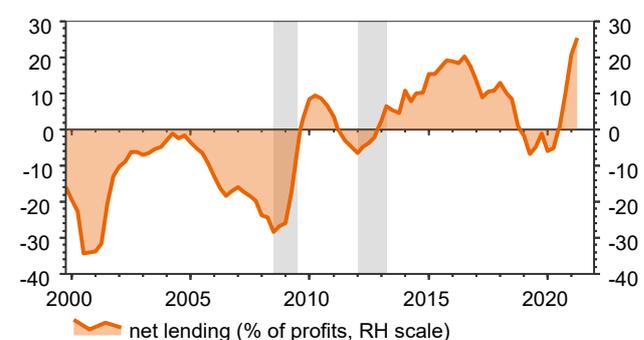
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni. Fonte: BCE

Fig. 25 – Acquisti netti di titoli da parte dell'Eurosistema



Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo da marzo 2021

Fig. 26 – Risparmio netto delle imprese non finanziarie



Fonte: BCE

Germania: sarà una ripresa più lenta del previsto

Il Governo tedesco appena insediato dovrà fare i conti con un'economia in difficoltà, stretta nella morsa tra risalita dei contagi, aumento dell'inflazione e persistenti strozzature all'offerta nell'industria. Abbiamo rivisto al ribasso la stima di crescita per il 2022, al 4,1% dopo il 2,7% atteso per quest'anno. L'incertezza sullo scenario appare elevata.

Aniello Dell'Anno

Dopo solo due mesi di contrattazioni, Scholz è riuscito in quella che inizialmente sembrava un'impresa complessa, formare una coalizione di governo tra SPD, Verdi e Liberaldemocratici.

L'accordo tra i partiti, formalizzato con un documento di 177 pagine, è stato approvato in via definitiva lo scorso 24 novembre. La *Ampel-Koalition* (coalizione semaforo) avrà in Parlamento una maggioranza non proprio plebiscitaria (v. Fig. 1) ed eterogenea (alcuni analisti temono che il nuovo Governo non arrivi al termine della legislatura). Sono 17 i ministri (Cancelliere compreso): 8 per i Socialdemocratici, 5 per i Verdi, 4 per i Liberali. L'accordo di coalizione prevede maggiori investimenti pubblici per circa 175 miliardi di euro tra il 2022 e il 2025 (oltre il 5% del PIL). Ma il passaggio del Ministero delle Finanze a Lindner, leader di FDP, non comporta un'inversione di rotta nella gestione dei conti pubblici: la regola dello "schwartz nulle" impone il mantenimento di un saldo strutturale in pareggio.

Habemus Ampel-Koalition, ma la maggioranza di Governo è più eterogenea che in passato

Le differenze in campo economico tra i partiti di maggioranza aggiungono maggiore incertezza al quadro di finanza pubblica nel medio termine. La nostra stima è per un rapporto deficit/PIL al 7% nel 2021 (2020: 4,2%), più basso del 9% previsto in primavera dal Governo: la stima sconta un utilizzo del 70%¹ del tetto di spesa approvato dal Parlamento. Le risorse non utilizzate potranno finanziare la politica fiscale nel 2022 (deficit/PIL: 2%) ed oltre.

La "quarta" ondata pandemica ha iniziato a interessare la Germania da ottobre, ma soltanto da novembre l'andamento di casi e decessi ha cominciato a crescere con decisione. Le misure di contenimento si sono fatte più pesanti in dicembre², ma restano meno restrittive rispetto a quelle messe in campo un anno fa. Il 3° trimestre ha visto una crescita del PIL dell'1,7% t/t, trainata principalmente dai servizi, che hanno potuto beneficiare dell'effetto-riapertura. La presenza di colli di bottiglia dal lato dell'offerta, il forte aumento dei prezzi energetici e l'attuale risalita dei contagi da COVID-19 rendono probabile **una stagnazione nel trimestre autunnale** (i rischi su questa stima sono al ribasso). La ripresa sarà fiacca nei mesi invernali (0,6% t/t) e riprenderà forza solamente a partire dai mesi primaverili. Questo profilo si rifletterebbe in **un'espansione del PIL su base annua del 2,7% nel 2021 e in accelerazione al 4,1% il prossimo anno** (stima rivista al ribasso da 4,9% precedente). Il recupero dei livelli pre-COVID, inizialmente previsto per il trimestre corrente, è rimandato di 3-6 mesi.

Rivista al ribasso la crescita 2022

Dal lato dell'offerta, i maggiori rischi per la crescita nei prossimi mesi arriveranno dai servizi, visto l'aumento del numero dei contagi e delle ospedalizzazioni da un lato, e la lentezza della campagna vaccinale dall'altro. **L'incertezza rimane alta nell'industria**: se da un lato il livello di entrata nel 4° trimestre dell'output (+2,8% m/m a ottobre) lascia intravedere una ripresa, dall'altro la dinamica degli ordinativi e i livelli delle indagini di fiducia non chiariscono se il picco delle strozzature sia stato già superato.

Forte incertezza dal lato dell'offerta

Il principale motore di crescita sarà ancora la domanda interna, il cui contributo al PIL (al netto delle scorte) supererà, a nostro avviso, il 5% nel 2022. Il reddito delle famiglie staziona su livelli superiori rispetto a un anno fa, e il tasso di risparmio prosegue nel suo trend di calo; ci aspettiamo pertanto una **netta accelerazione della spesa delle famiglie nel 2022**, al 7,9% dopo la sostanziale stagnazione del 2021, anche se negli ultimi giorni sono aumentati i rischi al ribasso su questa stima.

Capex e consumi i principali motori di crescita

¹ Dal [report mensile](#) di finanza pubblica si evince che nel periodo gennaio-ottobre è stato speso circa il 60% dei 240 miliardi previsti per l'intero 2021.

² In particolare, l'accesso a ristoranti, luoghi di intrattenimento e negozi non essenziali è possibile solo nel rispetto della regola "2G"; ai non vaccinati, è concesso solamente di incontrarsi con non più di due persone esterne al nucleo familiare. Sono previste ulteriori limitazioni per gli eventi sportivi e culturali e la chiusura di club e discoteche nelle zone dove si superano i 350 contagi su 100 mila abitanti in sette giorni.

Gli investimenti dovrebbero tornare a spingere la domanda interna da inizio 2022, alla luce anche di condizioni finanziarie assai accomodanti; ci attendiamo una accelerazione a 4,2% nel 2022 (al 7,7% per la sola componente in macchinari e attrezzature). Ci aspettiamo che continui il trend espansivo delle costruzioni, dato che crescono ordini e permessi (v. Fig. 6) e il morale delle imprese rimane ben al di sopra della media storica. La bilancia commerciale, in marginale miglioramento nel 2021, è attesa peggiorare nel 2022, in concomitanza con il rafforzamento della domanda interna.

La crescita degli occupati è attesa accelerare a 1,2% a/a a fine 2022 dallo 0,6% del 3° trimestre 2021, dal momento che il mercato del lavoro è ancora lontano dal pieno impiego e ci si aspetta un aumento della partecipazione nei prossimi mesi. Tuttavia, il **tasso di disoccupazione** difficilmente potrà scostarsi molto dai livelli recenti (5,3%), già al di sotto del NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

L'inflazione ha toccato un picco in novembre al 6% (5,2% sull'indice nazionale), e pensiamo possa seguire un trend discendente nel corso del prossimo anno. La forte crescita dei prezzi riflette i rincari delle materie prime energetiche e agricole, i colli di bottiglia dal lato dell'offerta ed effetti base favorevoli legati al taglio dell'IVA. L'impatto di quest'ultimo fattore verrà meno da gennaio, causando un forte ribasso dell'inflazione, che però stimiamo possa rimanere sopra il 3% per gran parte dell'anno. Una discesa più lenta del previsto potrebbe stimolare rivendicazioni salariali con il rischio di effetti di "seconda battuta". Per queste ragioni, la dinamica salariale (anche alla luce di un aumento programmato del 25% del salario minimo) e l'inflazione core sono attese in accelerazione l'anno prossimo. In sintesi, l'inflazione è vista al 3,1% (3,2% sull'indice armonizzato) nel 2021, e in accelerazione al 3,4% (3,6% armonizzato) il prossimo anno.

È indubbio che i rischi verso il basso per la crescita stiano aumentando. In primo luogo, la diffusione della variante Omicron potrebbe intensificare ulteriormente i colli di bottiglia all'offerta e allungare i tempi della "normalizzazione" della produzione. In aggiunta, non possiamo escludere nuovi rialzi del prezzo del gas nel 4° trimestre 2022: lo shock energetico cumulato potrebbe sottrarre circa mezzo punto alla crescita nel biennio 2022-23. Questa pressione ribassista potrebbe essere spazzata dagli effetti espansivi degli investimenti pubblici³ contenuti nel programma di Governo. Ad ogni modo, questo mix di fattori rischierebbe di esacerbare l'andamento pro-ciclico dell'inflazione e innescare cambiamenti più strutturali nella dinamica dei prezzi.

Migliorano le condizioni del mercato del lavoro

Riviste al rialzo le previsioni di inflazione 2022

Crescono i rischi verso il basso dallo scenario internazionale

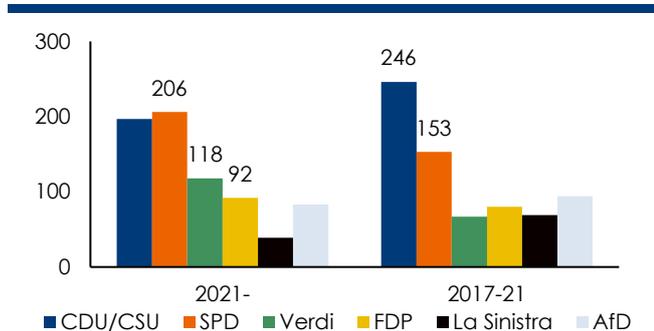
Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020				2021				2022p				2023p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL* (prezzi costanti, a/a)	-4.9	2.7	4.1	-2.9	-3.0	10.0	2.6	1.8	4.4	3.8	3.6	4.6	4.3				
- i/t				0.7	-1.9	2.0	1.7	0.0	0.6	1.4	1.4	1.0	0.4				
Consumi privati	-5.6	0.3	7.9	-2.7	-5.3	3.8	6.2	0.7	1.1	1.5	1.5	1.3	0.9				
Investimenti fissi	-3.3	1.9	2.6	2.3	-0.6	1.2	-2.2	1.7	1.0	0.8	0.8	0.7	0.4				
Consumi pubblici	3.5	3.1	0.4	0.8	-1.0	4.6	-2.2	0.4	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.3				
Esportazioni	-10.1	7.1	2.2	4.6	1.3	0.6	-1.0	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9				
Importazioni	-9.2	7.6	3.7	2.7	4.1	2.2	-0.6	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.0	1.3	-0.4	0.5	2.2	-0.4	-0.2	-0.6	-0.3	0.3	0.4	0.3	-0.3				
Partite correnti (% PIL)	6.9	4.8	2.6														
Deficit pubblico (% PIL)	-4.3	-7.0	-2.0														
Debito pubblico (% PIL)	68.7	73.0	71.2														
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	0.4	3.2	3.6	-0.6	1.7	2.2	3.5	5.5	3.9	4.1	3.7	2.6	2.5				
Produzione industriale (a/a)	-8.2	3.3	5.8	-1.5	-2.0	16.1	2.6	-1.7	0.4	3.6	9.0	10.1	10.4				
Disoccupazione (ILO, %)	5.9	5.7	5.3	6.2	6.0	5.9	5.5	5.5	5.5	5.3	5.1	5.2	5.0				
Tasso a 10 anni (%)	-0.49	-0.30	0.08	-0.57	-0.44	-0.22	-0.40	-0.15	-0.06	0.03	0.12	0.21	0.28				

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

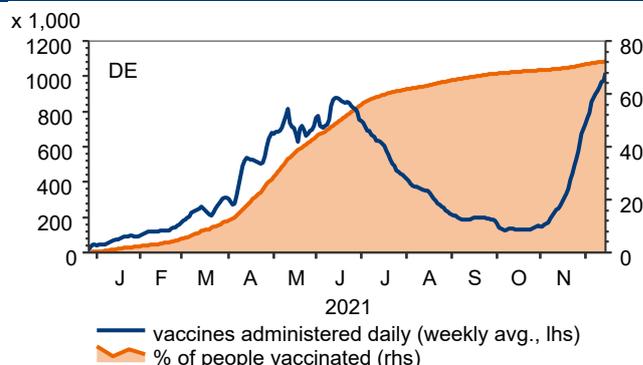
³ "Gauging the effects of the German COVID-19 fiscal stimulus package", Deutsche Bundesbank.

Fig. 1 – I numeri del nuovo Governo tedesco



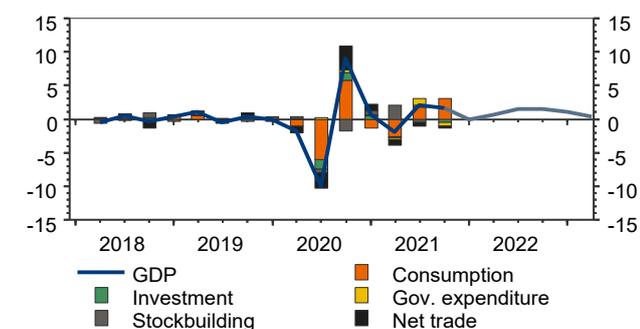
Fonte: Parlamento tedesco

Fig. 2 – Poco più del 70% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino



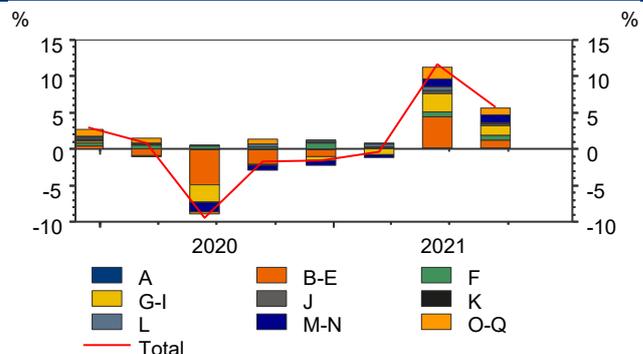
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Fig. 3 – PIL e contributi dal lato della domanda



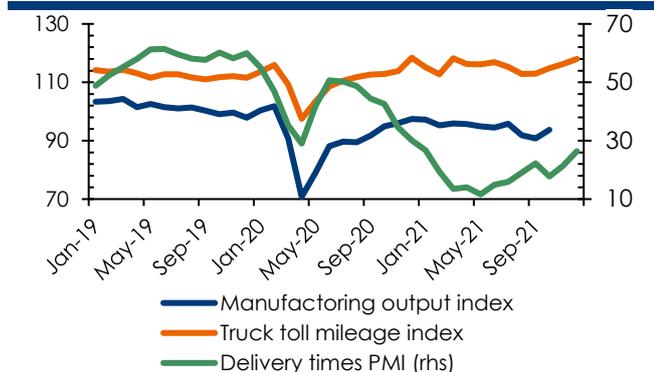
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

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



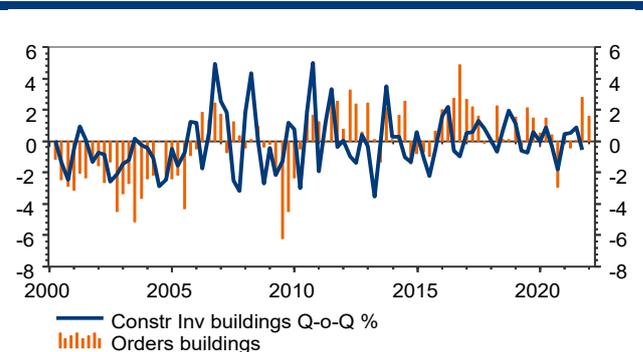
Nota: A=primario, B-E: industria, F: costruzioni, G-I: commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J: informazione e comunicazione; K: servizi finanziari; L: servizi immobiliari; M-N: servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q: servizi pubblici, istruzione, sanità. Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Emergono i primi segnali di una possibile ripresa per l'industria



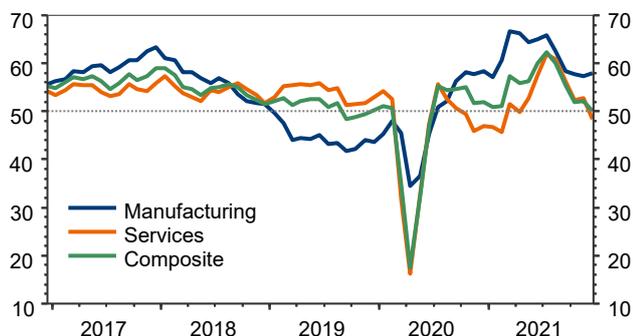
Fonte: Destatis, IHS Markit via Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Gli ordini nelle costruzioni sono coerenti con una ulteriore espansione del comparto



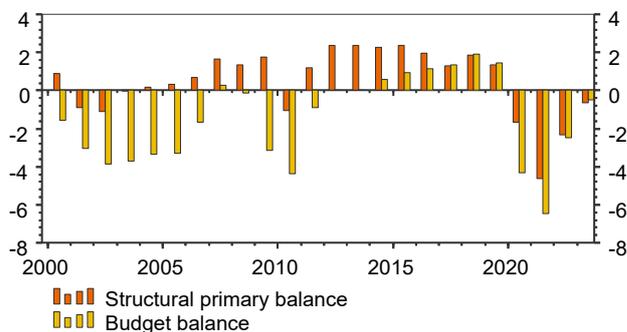
Fonte: FSO via Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – PMI composito, manifatturiero e servizi



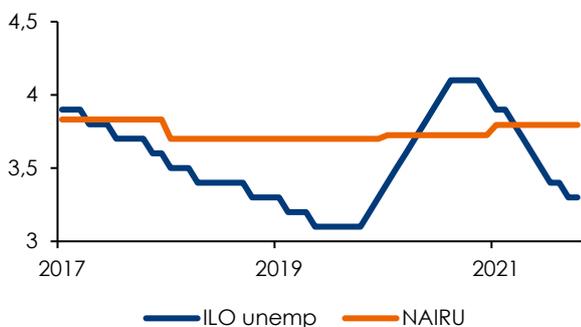
Fonte: IHS Markit via Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – Deficit (in % del PIL)



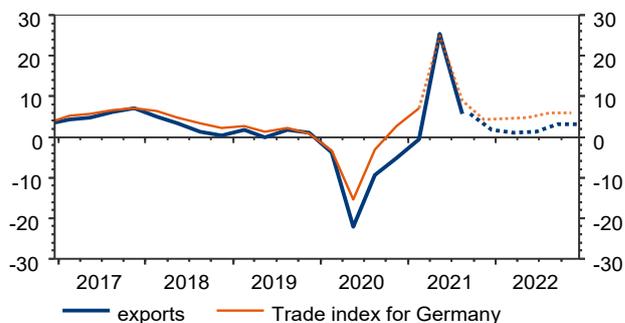
Fonte: Ameco via Refinitiv-Datastream

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



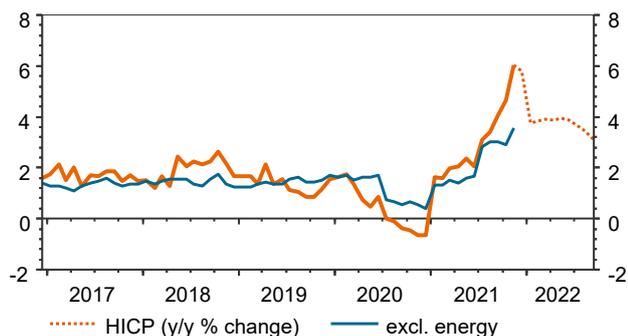
Fonte: NAIRU (OCSE), Eurostat (ILO) via Refinitiv-Datastream

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



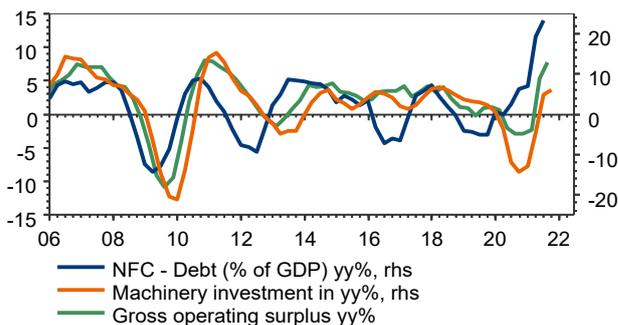
Fonte: DeStatis, proiezioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Inflazione, prezzi al consumo



Fonte: Refinitiv-Datastream, DeStatis, Bundesbank e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Investimenti, profitti e debito delle imprese



Fonte: DeStatis

Francia: rimbalzo completato nel 2021, il 2022 sarà l'anno dell'espansione

La Francia ha sostanzialmente recuperato i livelli di PIL pre-crisi già nel terzo trimestre 2021 (-0,1% rispetto a fine 2019), in anticipo rispetto alle previsioni iniziali. Rivediamo verso il basso la stima di crescita 2022, a 3,5%, a fronte di una revisione verso l'alto per l'anno corrente (a 6,6%). La prima parte dell'anno potrebbe risultare frenata da fattori più persistenti del previsto quali i colli di bottiglia all'offerta, un'inflazione relativamente elevata e il rischio di dover introdurre nuove misure restrittive anti-COVID. L'esito delle prossime elezioni presidenziali di aprile appare meno scontato rispetto a qualche settimana fa; tutti i principali candidati hanno presentato un programma economico espansivo.

Lorenzo Biagioli

La Francia è tra i Paesi europei che stanno soffrendo maggiormente della diffusione della nuova ondata di COVID-19. Il numero delle ospedalizzazioni è in rapida crescita e il livello di stress dei reparti di terapia intensiva sta raggiungendo soglie definite "preoccupanti" dalle autorità sanitarie nazionali. Lo scorso 6 dicembre, **il Governo ha annunciato nuove misure di contenimento della diffusione del virus**⁴ che resteranno in vigore almeno sino al 6 gennaio; inoltre, è stata introdotta la richiesta di una vaccinazione completa per entrare nei ristoranti e nei trasporti pubblici a lunga distanza, con richiesta ai sindaci di annullare concerti e spettacoli di Capodanno, e dal 18 dicembre è scattato lo stop ai viaggi non essenziali da e per il Regno Unito; secondo il Primo Ministro, la variante Omicron è attesa diventare predominante entro inizio 2022. Peraltro, gli indici di mobilità non mostrano, per ora, sostanziali divergenze rispetto agli altri Paesi UE.

L'allentamento delle misure di contenimento ha favorito una rapida diffusione di nuovi contagi da COVID-19

La Francia ha sostanzialmente recuperato i livelli di PIL pre-crisi già nel terzo trimestre 2021 (-0,1% rispetto a fine 2019), in anticipo rispetto alle previsioni iniziali. **Rivediamo verso il basso la stima di crescita nel 2022, a 3,5%, a fronte di una revisione verso l'alto per l'anno corrente (a 6,6%)**. Anche l'anno prossimo, come già nel 2021, **la crescita del PIL dovrebbe essere trainata dai consumi privati**. La Francia è tra i Paesi europei con il più elevato tasso di risparmio, che si posiziona ancora ben al di sopra dei livelli pre-pandemici (di circa il 5%); il trend di discesa della propensione al risparmio delle famiglie potrebbe interrompersi a cavallo d'anno, in conseguenza dello shock sui prezzi dell'energia, per riprendere nella seconda metà del 2022, alimentando gli acquisti di servizi e beni durevoli. **Gli investimenti, pur frenando dopo la crescita a due cifre del 2021, sono attesi mantenere un ritmo di espansione robusto**, grazie all'ulteriore implementazione del PNRR e a condizioni di finanziamento per le imprese ancora molto favorevoli. L'**industria** beneficerà ancora di una domanda sostenuta, ma potrebbe essere frenata dal protrarsi di condizioni di scarsità di materie prime e componentistica, in particolare nella produzione di mezzi di trasporto⁵ (la Francia è il terzo costruttore di auto in Europa dopo Germania e Spagna). Per quanto attiene alle difficoltà nel settore della logistica e delle consegne, i dati ad alta frequenza indicano che il trasporto su gomma, dopo il periodo estivo, si è confermato circa stabile, a fronte di una contrazione più severa del traffico marittimo. Sul fronte del **commercio estero**, ci attendiamo un contributo via via più positivo delle esportazioni nette, sulla scia di un recupero del settore auto e di un miglioramento dei flussi turistici⁶ internazionali.

L'apporto maggiore alla crescita è atteso dai consumi privati. I rischi verso il basso sono concentrati nell'industria

Nel corso del 2022, la Francia dovrebbe avviare un percorso di **progressiva normalizzazione dei conti pubblici**, grazie agli effetti della ripresa economica e al venir meno di gran parte delle misure di sostegno richieste dall'emergenza sanitaria. Nelle intenzioni del Governo, il debito nazionale dovrebbe confermarsi sostanzialmente stabile attorno al 114% del PIL nel 2022-23, per

La politica fiscale dovrebbe poter coniugare sostegno all'economia e miglioramento dei conti pubblici

⁴ Le discoteche sono chiuse per quattro settimane a partire dall'11 dicembre; nelle scuole è stato reintrodotta un più severo obbligo di distanziamento sociale ed esteso l'obbligo di utilizzo di DPI. Attualmente non sono state introdotte specifiche misure per i soggetti non vaccinati.

⁵ Sulla base dell'indagine periodica condotta da Banque de France, la percentuale di imprese che, in ottobre, lamentava difficoltà di approvvigionamento è risultata dell'86% nel settore auto, dell'80% nella produzione di materiale elettrico e del 72% tra i produttori di macchinari

⁶ Il turismo contribuisce per circa l'8% del PIL della Francia e – prima della crisi – rappresentava fonte di occupazione diretta, o indiretta, per 2 milioni di persone

poi moderare progressivamente negli anni successivi; l'indebitamento netto, dopo il -8,1% del 2021, è atteso al -5% del PIL nel 2022: rispetto alla bozza di settembre della PLF 2022, il deficit 2021 è stato rivisto in senso migliorativo, da -8,4%, grazie alla maggiore crescita economica, mentre il deficit 2022 è stato rivisto a -5% da un precedente -4,8%, nonostante il miglioramento del ciclo, in quanto il Governo ha approvato un **pacchetto aggiuntivo di sostegno al potere d'acquisto delle famiglie** da 10,2 mld, che sposta verso il basso di due decimi il disavanzo atteso per il 2022. La manovra prevede un ulteriore calo della pressione fiscale, da 43,7% nel 2021 al 43,5% nel 2022 (ai minimi da dieci anni). L'Assemblea nazionale ha adottato il 15 dicembre, in seconda lettura, il progetto di legge finanziaria 2022, con nuovi emendamenti governativi introdotti per «affinare» le misure necessarie ad affrontare l'emergenza COVID-19 e l'aumento dei prezzi. Tra le novità di questo secondo esame e in linea con le misure previste dallo "scudo tariffario", il Governo ha proposto un nuovo emendamento, che consentirebbe il blocco unilaterale dell'aumento delle tariffe (regolamentate) di vendita (IRV) dell'elettricità.

Il mercato del lavoro ha mostrato una ripresa più veloce del previsto: **il numero degli occupati a metà 2021 aveva già recuperato i livelli registrati prima della pandemia** (dall'inizio dell'anno sono stati creati più di 350 mila posti di lavoro). Anche il gap con le medie pre-crisi per quanto concerne il numero di ore medie settimanali lavorate è prossimo a chiudersi (30,9 ore nel 3° trimestre 2021 rispetto a 31,3 ore nel 4° trimestre 2019). In corso d'anno, si è registrato anche un balzo nel **tasso di attività** delle persone in età tra i 15 e i 64 anni, che nel 3° trimestre 2021 è aumentato di sei decimi al 73,5%, nuovo massimo storico. Ci aspettiamo un tasso di disoccupazione stabile all'8% nel 2022 e in lieve calo solo nel 2023; le assunzioni saranno frenate dalle difficoltà di reperire manodopera (il più recente *Point de conjoncture* della Banque de France evidenzia come il numero di imprese che segnala difficoltà di assunzione sia tornato a salire a novembre, al 51%, dal 49% di ottobre e dal 54% a settembre). In ogni caso, la necessità di operare una riforma strutturale del mercato del lavoro - caldeggiata dalla stessa Banque de France - in presenza di un **costo del lavoro tra i più alti in Europa**, potrebbe favorire un taglio al cuneo fiscale o politiche attive di sostegno all'occupazione soprattutto giovanile (tali misure potrebbero avere un impatto al ribasso sul tasso di disoccupazione atteso per il prossimo biennio).

L'inflazione nel 2022 è vista in ulteriore crescita rispetto al 2021, al 2,6% in media d'anno dopo il 2,1% stimato nel 2021; è atteso poi un rallentamento all'1,8% nel 2023. Seppure meno esposta agli aumenti di prezzo di gas naturale e petrolio rispetto ad altri Paesi, anche la Francia vede un rialzo dell'inflazione dovuto per lo più ai rincari dei listini energetici. Gli interventi operati dal Governo,⁷ mirati a calmierare i prezzi delle bollette, dovrebbero tuttavia **proteggere il potere d'acquisto delle famiglie**. A latere, la Francia (assieme a una dozzina di Stati più piccoli) sta spingendo affinché nella futura tassonomia delle "risorse verdi" sia incluso il nucleare, principale risorsa energetica transalpina. Se, il prossimo aprile, dall'urna delle Presidenziali dovesse uscire vincitore non già Macron ma uno tra **Le Pen, Pécresse, Barnier o Zemmour**, è ipotizzabile che l'investimento nel nucleare possa ricevere una spinta ulteriore verso l'ampliamento, rendendo la Francia meno vincolata alle forniture estere di gas e petrolio.

Rispetto allo scenario delineato, **l'esito del voto di aprile non dovrebbe apportare deviazioni significative alla crescita nel 2022**. Cionondimeno, le prossime Presidenziali appaiono cruciali per il futuro del Paese e forse della stessa Unione Europea. L'esito oggi sembra molto meno scontato rispetto a qualche mese fa. Marine Le Pen, che prima del voto delle regionali del 27 giugno - secondo la maggior parte dei sondaggi - era data in vantaggio sul Presidente, Macron, ha visto calare i propri consensi (dal 27% al 17%) a favore dell'altra candidata di destra, Valerie Pécresse, adesso al 15% e con un trend in crescita dopo l'ultima tornata di confronti televisivi. La candidata

L'occupazione ha già recuperato i livelli pre-crisi. Il tasso di partecipazione è sui massimi di sempre

La Francia resta meno esposta ai rincari energetici e guarda a un ampliamento del nucleare

⁷ Per il 2022, sono previsti 5,9 mld di euro da destinare al contenimento delle bollette energetiche (dopo 1,2 mld stanziati nella seconda parte del 2021)

repubblicana, secondo Elabe Opinion, sarebbe ora accreditata di vittoria, nei confronti di Macron, al secondo turno. Nei sondaggi, l'attuale Presidente resta invece stabile al 24%. Il programma di **Macron** si focalizza su importanti investimenti nel settore industriale attraverso il programma France 2030, che si snoda su 10 macro-obiettivi di medio termine⁸. Nel breve, gli interventi attesi più rilevanti riguardano il contenimento dei prezzi dell'energia (cui sono destinati 5,9 mld, per il 2022) e l'attuazione di misure volte a proteggere il potere d'acquisto delle famiglie (costo complessivo, 3,8 mld). **Valerie Pécresse** nel suo Programma ha messo **al primo posto il lavoro**, annunciando:

- rivalutazione del 10% di tutti i salari al di sotto dei 3 mila euro;
- riduzione di 200 mila unità del numero di funzionari pubblici a vantaggio della creazione di 50 mila posti per "proteggere, educare, curare", con particolare attenzione agli organici delle strutture sanitarie;
- attuazione entro il 2022 di una riforma del sistema pensionistico (in base alla quale l'età pensionabile andrebbe progressivamente aumentando fino a 65 anni, entro il 2030);
- fine della settimana lavorativa da 35 ore⁹, sostituita da specifici accordi settoriali o aziendali;
- altre misure tra cui una riforma delle tariffe energetiche, un "premio alla natalità" per tutti i genitori che hanno un primo figlio e facilitazioni per la trasmissione del patrimonio attraverso defiscalizzazione delle donazioni in linea retta fino a 100 mila euro.

Anche il programma di **Marine Le Pen** appare concentrato su interventi di sostegno al potere d'acquisto delle famiglie, tra i quali:

- abolizione per 5 anni dell'imposta sul reddito per le persone di età inferiore ai 30 anni;
- decontribuzione per cinque anni degli aumenti salariali per i dipendenti che guadagnano fino a tre volte lo Smic¹⁰;
- gratuità dei mezzi pubblici nelle ore di punta per i giovani di età compresa tra i 18 e i 25 anni.

In sintesi, i programmi economici dei principali candidati alternativi a Macron appaiono sensibilmente espansivi, e sembrano poter avere effetti importanti sui principali aggregati di finanza pubblica nei prossimi anni.

In **conclusione**, la Francia appare ben posizionata per proseguire anche nel 2022 il percorso di ripresa iniziato quest'anno (con ritmi di crescita superiori alla media dell'Eurozona). Il Paese risulta meno vulnerabile di altre economie dell'area all'impatto dello shock su petrolio e gas naturale, ma resta ancora esposto agli effetti delle strozzature all'offerta, in particolare nel settore auto. L'extra-risparmio accumulato dallo scoppio della pandemia appare, forse più che altrove, uno dei principali motori di crescita per il prossimo anno. Persiste un'ampia incertezza sullo scenario, anche derivante dagli sviluppi pandemici, che è amplificata dall'esito (oggi maggiormente incerto rispetto a qualche mese fa) delle elezioni Presidenziali di aprile.

⁸ Saranno complessivamente investiti 30 miliardi di euro, di cui 2,5 miliardi destinati alla formazione professionale; 8 miliardi per l'energia e la decarbonizzazione; 4 miliardi per i trasporti e la mobilità; 2 miliardi per l'agricoltura e l'alimentazione; 3 miliardi per la salute; 2 miliardi per i fondali marini, 1 miliardo per garantire l'accesso alle materie prime; 6 miliardi per componenti nell'elettronica e nella robotica; 5 miliardi per i software, con l'IA, la cyber, il cloud, il quantistico, per favorire la creazione di innovazioni e potenziare le start-up

⁹ La durata massima della prestazione a tempo pieno, nell'ordinamento legale francese, è pari a 35 ore settimanali

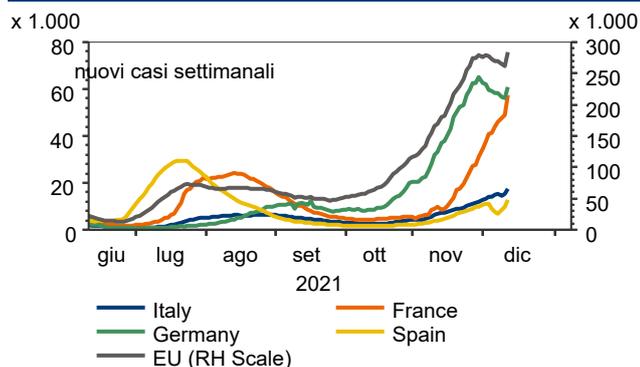
¹⁰ Il salario minimo di crescita garantito (Smic) è il salario orario minimo legale nella Francia metropolitana, nei dipartimenti d'oltremare e nell'autorità territoriale di Saint-Pierre e Miquelon. È stato istituito per legge il 2 gennaio 1970 e ha sostituito lo Smig (salario minimo garantito inter-professionale) creato nel 1950. Fonte: INSEE

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021				2022p				2023p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-8.0	6.6	3.5	-4.3	1.5	18.8	3.3	4.6	4.9	4.1	2.2	2.8	3.0
- t/t				-1.1	0.1	1.3	3.0	0.2	0.3	0.6	1.1	0.8	0.5
Consumi privati	-7.2	4.3	4.7	-5.3	-0.1	1.4	5.0	-0.6	0.7	1.0	1.5	0.5	0.3
Investimenti fissi	-8.9	11.4	3.8	2.5	0.2	2.4	0.1	-0.1	0.8	2.0	1.5	0.8	0.4
Consumi pubblici	-3.2	6.1	1.3	-0.7	-0.4	0.7	2.9	-0.6	0.0	0.2	0.1	0.0	0.5
Esportazioni	-16.1	8.3	8.5	4.6	0.4	1.2	2.5	1.4	1.7	3.0	2.5	1.7	1.0
Importazioni	-12.2	7.0	6.5	1.6	1.5	1.6	0.1	2.8	2.0	1.5	1.0	0.9	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.0	-0.7	0.7	0.5	-0.1	-1.1	1.2	-0.1	-0.9	-0.5	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.0	-0.5	-0.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-9.1	-7.9	-5.1										
Debito pubblico (% PIL)	115.0	115.3	114.0										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	0.5	2.1	2.6	0.1	1.0	1.8	2.2	3.4	2.9	2.8	2.8	1.8	1.6
Produzione industriale (a/a)	-10.7	5.9	3.0	-4.0	2.8	23.7	2.8	-0.2	0.6	3.0	4.1	4.6	3.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1	8.0	7.9	8.0	8.0	8.1	8.0	8.0	7.9

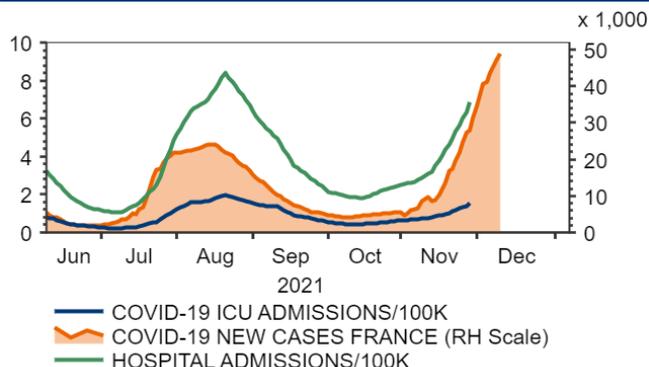
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Tra novembre e dicembre si è registrata una nuova impennata di casi di COVID-19...



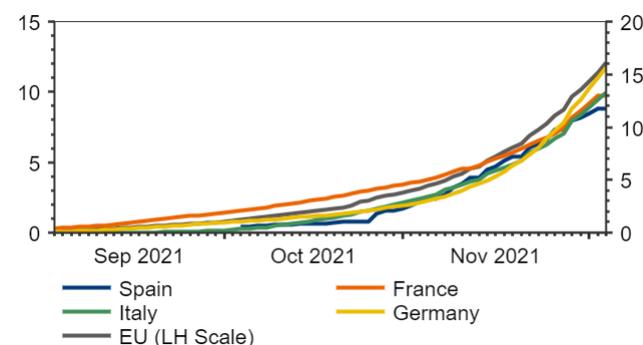
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ... che si è tradotta in una crescita negli accessi alle strutture sanitarie e ai reparti di terapia intensiva



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datastream

Fig. 3 - La campagna di somministrazione della dose "Booster" è partita in anticipo rispetto a molti Paesi UE



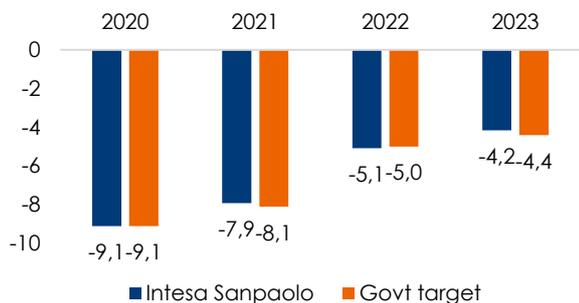
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datastream

Fig. 4 - La mobilità, tuttavia, non sembra riflettere l'aumento dei contagi



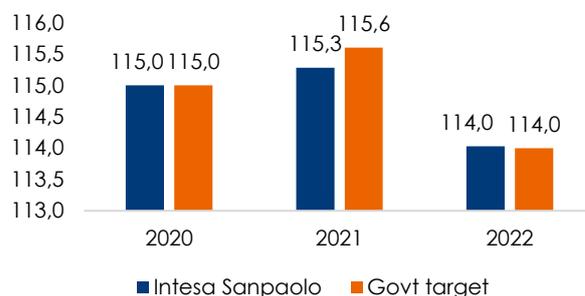
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datastream

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



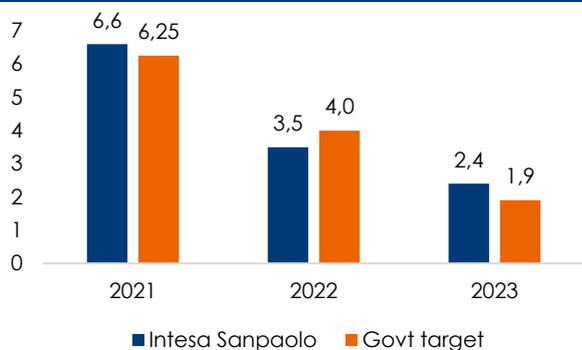
Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Debito/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



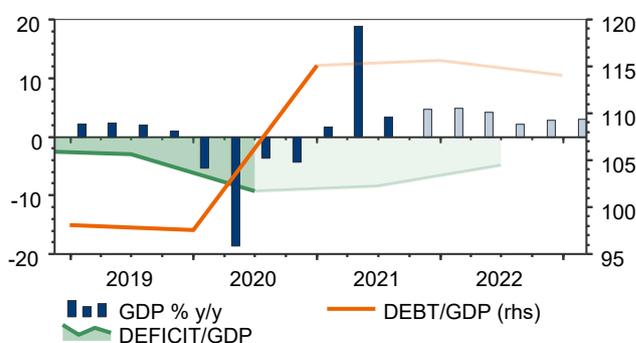
Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

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



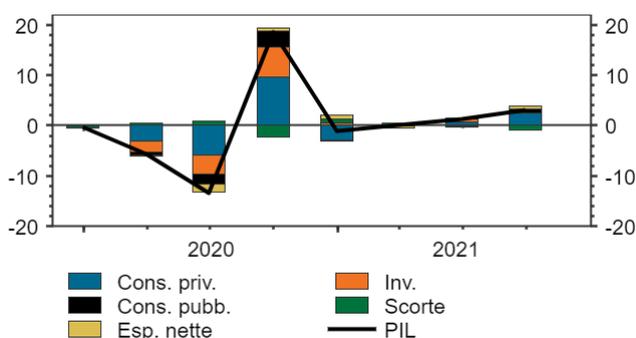
Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Avvio della "normalizzazione" dei conti pubblici



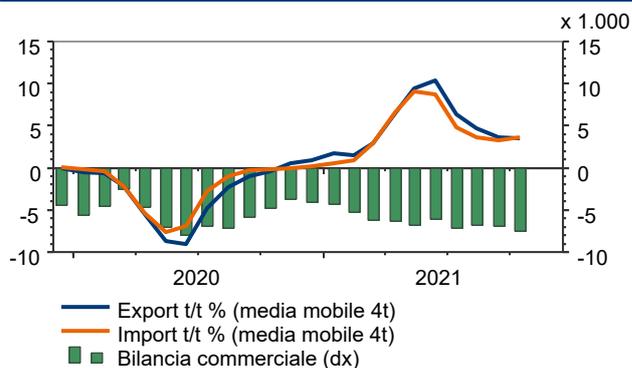
Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – I consumi sono al momento il principale motore di crescita



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – La bilancia commerciale resta in territorio negativo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Refinitiv-Datastream

Tab. 1 - Tasso di risparmio lordo AE e Big 4 a confronto

	2019	2020	2020	2020	2020	2021	2021
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Euro area - 19	12.6	17.0	25.2	17.1	18.9	21.5	18.9
Germany	18.3	20.6	27.4	21.9	23.6	26.1	24.2
Spain	7.5	11.3	22.3	13.9	13.1	14.0	8.8
France	15.0	18.5	27.6	16.1	21.8	21.2	21.0
Italy	9.8	15.0	21.7	16.3	16.6	18.7	14.6

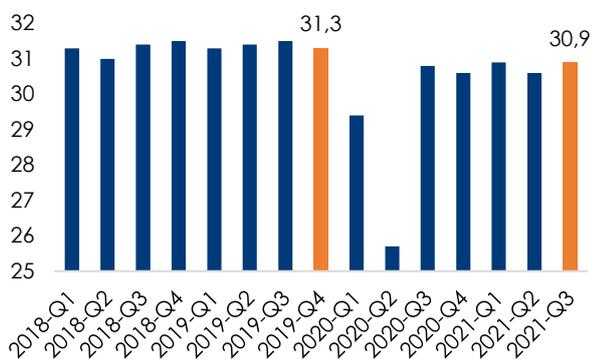
Nota: il tasso di risparmio lordo delle famiglie è definito come risparmio lordo, diviso per il reddito disponibile lordo. L'indicatore descritto è calcolato sulla base dei dati trimestrali per settore istituzionale. Il settore delle famiglie comprende tutte le famiglie, le imprese domestiche e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Fonte: Eurostat – dati corretti per tenere conto di effetti stagionali e di calendario

Tab. 2 – Costo del lavoro AE e Big 4 a confronto

	2016	2017	2018	2019	2020
Euro area - 19	29.4	30.0	30.7	31.4	32.3
Germany	32.8	33.8	34.6	35.6	36.6
Spain	21.2	21.2	21.3	21.9	22.8
France	34.6	35.1	35.9	36.5	37.5
Italy	27.6	27.8	28.3	28.7	29.8

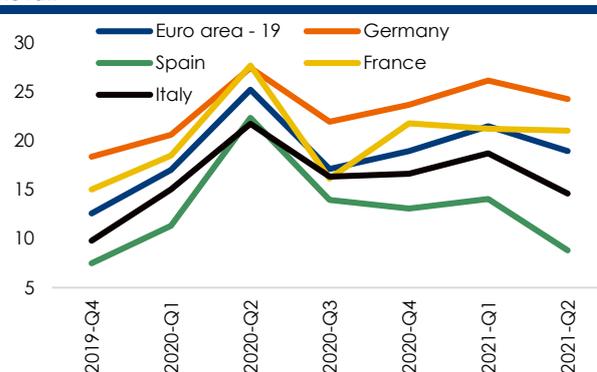
Fonte: Eurostat (valori espressi in Euro, per costo medio di un'ora di lavoro)

Fig. 13 – Ore medie settimanali lavorate, quasi chiuso il gap con la fase pre-pandemica



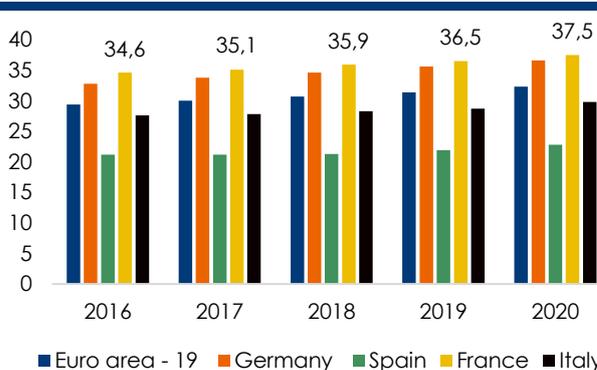
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Fig. 11 - In Francia il tasso di risparmio delle famiglie resta su livelli elevati



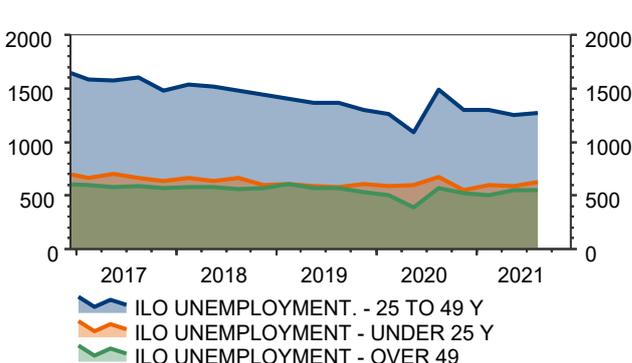
Fonte: Eurostat- dati corretti per tenere conto di effetti stagionali e di calendario

Fig. 12 – Tra le principali economie, la Francia è il Paese con il più elevato costo del lavoro



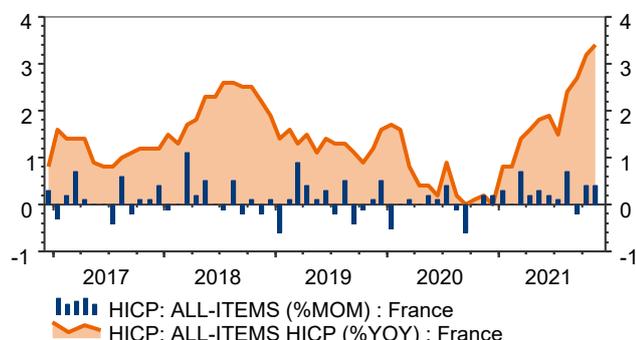
Fonte: Eurostat (valori espressi in Euro, per costo medio di un'ora di lavoro)

Fig. 14 – Numero di disoccupati per classi di età



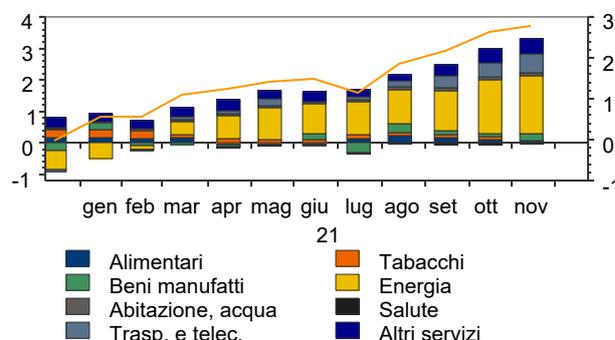
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Refinitiv-Datastream

Fig. 15 – A novembre, l'indice dei prezzi armonizzato aggiorna i massimi storici, a 3,4% a/a



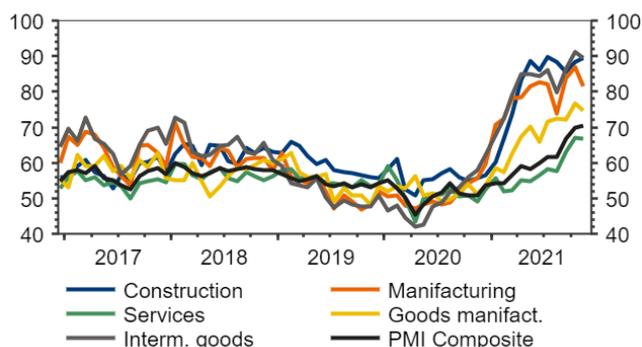
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Refinitiv-Datastream

Fig. 16 - L'indice nazionale riflette l'apporto giunto dai prezzi energetici



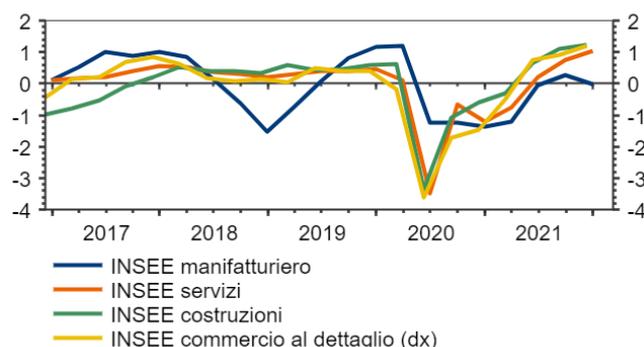
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Refinitiv-Datastream

Fig. 17 – Indici PMI relativi ai prezzi degli input



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 18 – Gli indicatori di fiducia INSEE per settore sono sui massimi di periodo, con eccezione del manifatturiero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE-Refinitiv-Datastream

Italia: le nubi sull'orizzonte della ripresa appaiono meno minacciose che altrove

Rivediamo al rialzo le stime di crescita per il PIL italiano, al 6,2% nel 2021 e al 4,3% nel 2022. L'economia è ora vista recuperare i livelli pre-COVID già entro la metà del prossimo anno. I rischi sono legati agli effetti delle strozzature all'offerta e dello shock energetico, nonché agli sviluppi della quarta ondata pandemica. L'elezione del Presidente della Repubblica a inizio 2022 rappresenterà inoltre un importante snodo politico.

Rivediamo al rialzo le stime di crescita per il PIL italiano, al 6,2% nel 2021 e al 4,3% nel 2022. La revisione è dovuta soprattutto al balzo dell'attività economica, di molto superiore alle attese, registrato nei trimestri centrali dell'anno (+2,7% t/t nei mesi primaverili e +2,6% t/t in estate). Il recupero post-pandemico è stato più veloce di quanto atteso (e di quanto registrato dopo le precedenti recessioni: Fig. 1): **l'economia è ora attesa recuperare i livelli di fine 2019 già entro la metà del 2022**, anche se l'output gap si chiuderà verosimilmente solo nel 2023, e il recupero dei ritmi di crescita pre-pandemici è rimandato, nel nostro scenario, al 2024 (Fig. 2).

Nei trimestri centrali dell'anno, la ripresa è stata trainata dai servizi, sia dal lato della domanda che dell'offerta, grazie all'effetto delle riaperture, in un contesto in cui industria e costruzioni hanno mantenuto un trend espansivo, sia pur meno vivace rispetto alla fase precedente. Al 3° trimestre 2021 (Fig. 3), tra i principali settori solo le costruzioni e i servizi di informazione e comunicazione si attestano su livelli di valore aggiunto significativamente superiori rispetto a

Paolo Mameli

Il rimbalzo post-pandemico è stato più veloce del previsto...

...ed è atteso continuare il prossimo anno, ancora trainato dai servizi dal lato dell'offerta...

quelli di fine 2019 (rispettivamente: +12,3% e +5,2%); resta ampia la contrazione registrata dal settore agricolo (-6,4%), e, all'interno dei servizi, dalle attività professionali e di supporto (-4,5%) e dalle altre attività dei servizi (-13,3%); viceversa, si è ridotto più velocemente del previsto il gap per commercio trasporto e alloggio (-1,2%). **Nei prossimi mesi, si potrebbe assistere a una nuova ricomposizione della crescita:** la recrudescenza pandemica potrebbe tornare a pesare sui servizi, sia pure in misura decisamente minore rispetto anche solo allo scorso inverno, mentre l'industria e soprattutto le costruzioni potrebbero mantenere un trend espansivo. In ogni caso, il venir meno dell'effetto-riaperture nei servizi, e la maggior cautela dei consumatori, appaiono coerenti con una **crescita del PIL che potrebbe riavvicinarsi a zero su base congiunturale a fine 2021, per riaccelerare solo moderatamente a inizio 2022 e in misura più consistente nei trimestri centrali del prossimo anno.**

Dal lato della domanda, la crescita 2022 sarà trainata ancora dai consumi, che vediamo espandersi di oltre il 5% anche l'anno prossimo, in linea con il ritmo di quest'anno; ciò in un quadro di minor vigore per i consumi di beni e di decisa accelerazione per la spesa nei servizi (Fig. 4); il rimbalzo post-pandemico nei servizi, e gli effetti degli extra-risparmi accumulati dal 2020 (Fig. 5-6), dovrebbero continuare a sostenere la spesa delle famiglie, pur al netto degli effetti dello shock energetico sul reddito reale (vedi *infra*). **Gli investimenti rallenteranno dopo i ritmi a due cifre di quest'anno, mantenendo però un tono molto robusto** (stimiamo un 6,3% nel 2022 dal 15,8% del 2021), grazie anche agli effetti degli incentivi fiscali e dei programmi infrastrutturali inclusi nel PNRR. Stimiamo inoltre un lieve contributo positivo del commercio estero (pur in un quadro di incremento percentuale lievemente superiore per l'import che non per l'export, dato il minore peso delle importazioni sul PIL), controbilanciato da un apporto marginalmente negativo dalle scorte (Fig. 7). I consumi pubblici si manterranno anch'essi in crescita, sia pure a un ritmo meno vivace rispetto al biennio precedente.

L'inflazione, dopo il balzo degli ultimi mesi del 2021 (al 3,7% sul NIC e 3,9% sull'IPCA a novembre), **dovrebbe rimanere superiore al 2% per la maggior parte del 2022.** Stimiamo in media d'anno un IPCA al 2,7% nel 2022 (dall'1,9% del 2021) e poi in moderazione all'1,8% nel 2023. Al momento le pressioni inflazionistiche restano trainate dall'energia, anche se negli ultimi mesi si notano segnali di maggiore diffusione, specie nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi pandemica (soprattutto nella ristorazione). In ogni caso, **le pressioni molto limitate sul costo del lavoro dovrebbero mantenere bassa l'inflazione di fondo,** attesa restare poco sopra l'1% in media d'anno nel 2022 (1,2%), per salire all'1,9% (in sostanza chiudendo il gap con l'indice *headline*) nel 2023. In ogni caso, **i rischi inflattivi appaiono al momento meno marcati in Italia rispetto al resto dell'Eurozona,** visto il più ampio margine di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro: a tal proposito, **vediamo un calo solo molto graduale del tasso di disoccupazione, al 9,3% nel 2022** dal 9,6% del 2021.

In ogni caso, l'incertezza sullo scenario di crescita resta elevata, e **non mancano rischi al ribasso,** che sembrano anzi in media essere aumentati di recente:

- innanzitutto, le preoccupazioni legate alla cosiddetta **"quarta ondata pandemica"**: anche in Italia si registra una chiara tendenza al rialzo dei nuovi casi di COVID-19 (Fig. 8), con il tasso di positività che è tornato ai massimi dallo scorso aprile; **la situazione però, almeno per il momento, appare meno preoccupante, specie sul fronte della pressione ospedaliera, rispetto a quanto si riscontra nella maggior parte degli altri Paesi europei** (al netto di tensioni più marcate in alcune specifiche regioni e province); allo stato dell'arte, sembra ragionevole non assumere, nello scenario di base, un peggioramento della situazione sanitaria tale da indurre le autorità a nuove restrizioni generalizzate paragonabili a quelle della scorsa stagione invernale; tuttavia, la maggiore cautela nei comportamenti dei consumatori indurrà un **nuovo rallentamento dell'attività economica nei servizi,** che era risultata trainante nei trimestri centrali dell'anno;

...e dai consumi dal lato della domanda

Permangono rischi al rialzo sull'inflazione

Restano diversi fattori di incertezza

- gli effetti, principalmente sul settore industriale, dei ben noti **“colli di bottiglia” presenti nelle catene produttive internazionali**, che ormai da mesi causano difficoltà di reperimento di materie prime e componenti, nonché decisi rincari nei costi degli input produttivi (Fig. 9): **anche da questo punto di vista, tuttavia, il rischio appare di portata inferiore in Italia che negli altri principali Paesi dell'Eurozona**, come si evince dalla minore quota di aziende che segnala questo fattore come limite alla produzione (Fig. 10); le possibili spiegazioni risiedono nel minor peso del comparto automobilistico sul totale del settore manifatturiero, e nella minore quota della catena produttiva che è delocalizzata, in particolare in Asia (il continente verso cui si riscontrano le maggiori strozzature nei trasporti); ciò aiuta a spiegare come mai l'Italia sia l'unico tra i 4 principali Paesi dell'Eurozona ad aver pienamente recuperato i livelli di produzione industriale pre-pandemici (+0,7% a ottobre 2021 rispetto a febbraio 2020, contro il -7,6% della Germania: Fig. 11); inoltre, mentre il fattore di rischio elencato in precedenza ha assunto importanza crescente nelle ultime settimane, nel periodo più recente si nota **qualche incipiente segnale di attenuazione dei problemi dal lato dell'offerta**, che, pur restando severi, sembrano se non altro non accentuarsi ulteriormente (tuttavia, non è da escludere che la recrudescenza pandemica possa causare un riacutizzarsi delle interruzioni delle filiere produttive a livello globale);
- più in generale, gli **effetti dello shock energetico** (in parte legati al fattore di rischio di cui sopra): da questo punto di vista, l'Italia appare viceversa più vulnerabile rispetto alla media dei Paesi dell'Eurozona, vista la maggiore dipendenza dall'energia importata e il più ampio ricorso all'uso del gas naturale; stimiamo (Tab. 1) che l'attuale profilo previsivo delle principali materie prime energetiche, se raffrontato a quello di sei mesi fa, possa **soffrarre circa 8 miliardi al reddito disponibile reale delle famiglie** tra fine 2021 e 2022 (mezzo punto percentuale di crescita in meno nel 2022); l'effetto sulla spesa delle famiglie sarà solo in parte compensato da un taglio della propensione al risparmio: **la crescita dei consumi reali sarebbe più bassa dello 0,4%; lo shock sarebbe anche maggiore (superiore al punto percentuale) sugli investimenti** (attraverso i minori margini di profitto delle imprese), determinando una **possibile riduzione del PIL dell'ordine di mezzo punto percentuale sulla crescita media annua 2022**.

Anche il quadro di finanza pubblica è migliorato decisamente rispetto a qualche mese fa, non soltanto per via della crescita del PIL superiore alle attese (il Governo ha rivisto al rialzo i target sul deficit 2021 non solo in termini nominali, ma anche considerando l'aggregato al netto delle oscillazioni del ciclo economico). **Siamo più ottimisti rispetto agli ultimi target ufficiali sul disavanzo 2021** (pensiamo che, in base all'evoluzione del fabbisogno del settore statale nei primi 11 mesi dell'anno, il deficit possa attestarsi significativamente sotto il 9%). **Viceversa, siamo più cauti in merito all'evoluzione del debito nei prossimi anni**, che vediamo in calo più graduale rispetto a quanto stimato dal Governo (principalmente per via di previsioni più moderate sulla crescita del PIL). In ogni caso, anche il prossimo anno **vari fattori dovrebbero contribuire a contenere la rischiosità percepita dai mercati finanziari del debito italiano**: 1) l'evoluzione recente dei dati sul fabbisogno del settore statale è molto migliore del previsto (Fig. 12), e la posizione di liquidità del Tesoro è su livelli record da quando esistono serie comparabili ovvero almeno dal 2012 (Fig. 13); 2) l'Eurosistema ha sinora assorbito virtualmente l'intero aumento del debito pubblico causato dalla pandemia (oltre 277 miliardi nelle nostre stime, contro i quasi 245 mld di aumento del debito in titoli registrato tra fine 2019 e settembre 2021); 3) l'anno prossimo, la BCE dovrebbe coprire ancora pressoché interamente l'offerta netta di titoli governativi italiani (le emissioni nette al netto degli acquisti dell'Eurosistema ammonterebbero nelle nostre stime a +2 miliardi dopo i -15 del 2021).

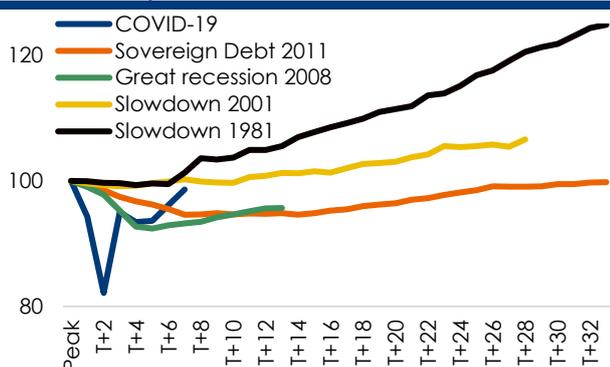
In deciso miglioramento il quadro di finanza pubblica

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021	2022p				2023p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-9.0	6.2	4.3	-6.6	-0.6	17.1	3.9	5.9	6.4	4.6	2.8	3.3	3.1
- t/t				-1.6	0.3	2.7	2.6	0.3	0.7	0.9	0.9	0.7	0.5
Consumi privati	-10.8	5.1	5.1	-2.7	-1.1	5.0	3.0	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6
Investimenti fissi	-9.4	15.8	6.3	0.0	4.2	2.4	1.6	1.2	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3
Consumi pubblici	1.9	1.0	0.3	2.4	-0.5	-0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-14.7	12.8	5.7	1.5	0.5	3.4	3.4	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
Importazioni	-13.4	13.2	5.8	6.3	3.3	2.5	2.1	0.6	1.8	1.4	1.0	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.0	-0.1	0.7	1.0	-0.8	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.7	2.9	1.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-9.6	-8.6	-5.4										
Debito pubblico (% PIL)	155.6	153.3	149.3										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	-0.1	1.9	2.7	-0.4	0.7	1.2	2.1	3.6	3.4	3.0	2.6	1.9	1.7
Produzione industriale (a/a)	-11.0	10.8	2.0	-2.3	8.9	32.6	3.7	2.9	2.1	1.7	1.5	2.6	2.4
Disoccupazione (ILO, %)	9.3	9.6	9.3	9.8	10.1	9.8	9.2	9.4	9.4	9.3	9.3	9.2	9.1
Tasso a 10 anni (%)	1.11	0.76	1.42	0.61	0.59	0.80	0.67	0.99	1.12	1.28	1.52	1.77	1.95

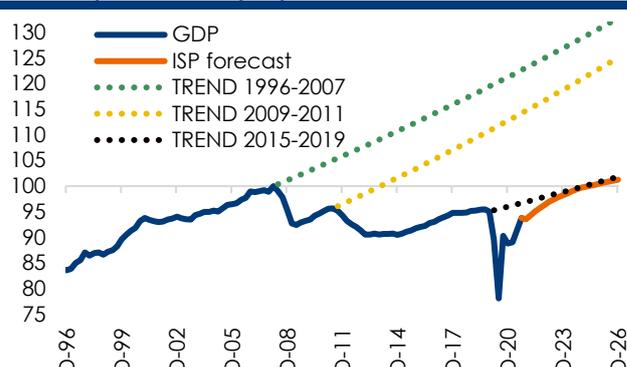
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Il rimbalzo post-pandemico è più rapido di quello successivo alle precedenti recessioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – L'economia recupererà i livelli pre-COVID entro metà 2022, ma il recupero del trend pre-pandemico è rimandato al 2024



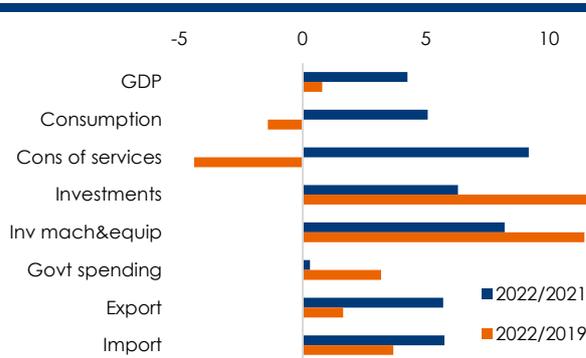
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Dei principali settori, solo le costruzioni e i servizi di informazione e comunicazione hanno più che recuperato i livelli pre-pandemici di valore aggiunto (3° trimestre 2021 vs fine 2019)



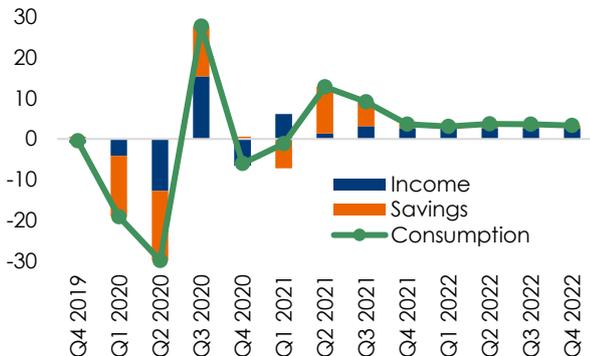
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Tra le componenti di domanda, gli investimenti nel 2022 potrebbero risultare in crescita a doppia cifra rispetto al 2019



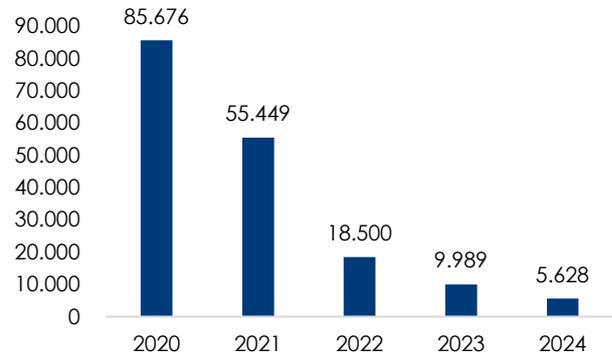
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – I consumi saranno trainati sia dal recupero del reddito, sia dai risparmi accumulati durante la pandemia



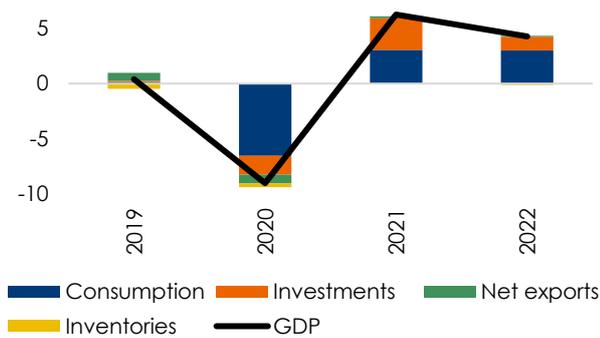
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Gli extra risparmi si assottiglieranno gradualmente nei prossimi anni (dati in milioni di euro)



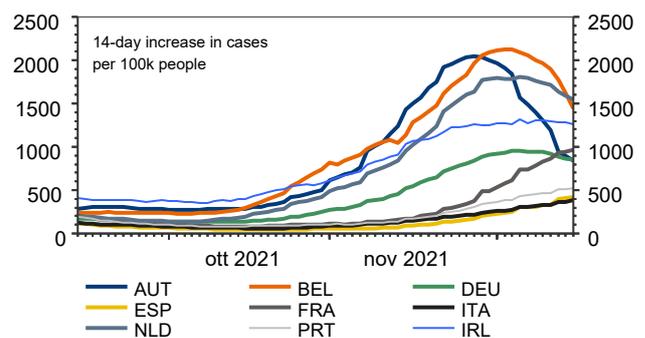
Nota: stime ottenute ipotizzando un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019.
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Anche nel 2022, la spesa per consumi sarà trainante per il PIL, in presenza di un apporto ancora robusto dagli investimenti



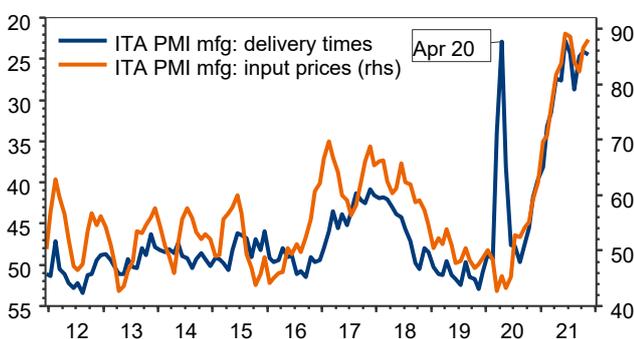
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – L'Italia è tra i Paesi dell'Eurozona con il minor incremento di nuovi casi di COVID-19



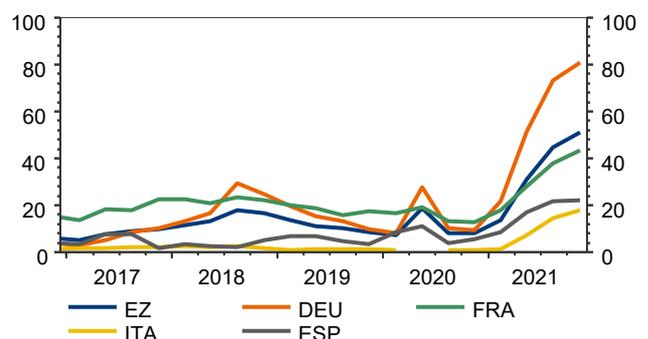
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldInData

Fig. 9 – Anche in Italia permangono severe strozzature dell'offerta che stanno causando un allungamento dei tempi di consegna e pesanti rincari degli input nell'industria...



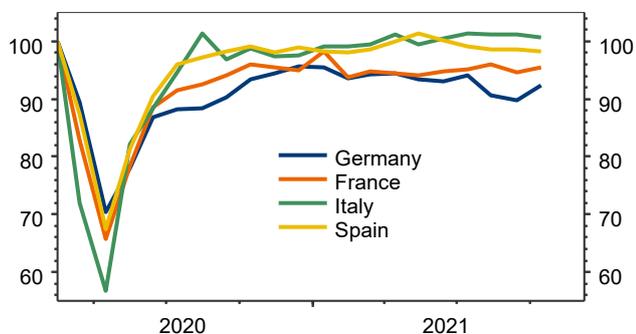
Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...tuttavia il peso della carenza di impianti e/o materiali come limite all'attività produttiva pare meno rilevante in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona



Nota: indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere, % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione.
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Ciò aiuta a spiegare la migliore performance dell'industria italiana rispetto alle altre principali economie dell'Eurozona nella fase post-pandemica



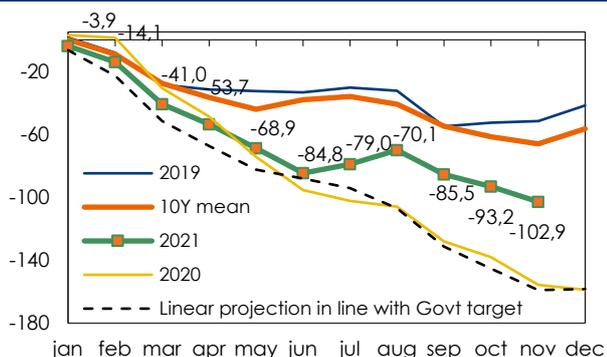
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020. Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Deviazioni tra scenario attuale e scenario alternativo con profilo previsivo di 6 mesi fa sui prezzi di petrolio e gas naturale

	2021	2022
Inflazione (%)	0.2	0.8
Bilancia commerciale (mld)	-8.8	-10.8
Bilancia commerciale (% PIL)	-0.5	-0.6
Reddito disponibile reale (mld)	-2.0	-6.0
Reddito disponibile reale (%)	-0.2	-0.5
Risparmi (mld)	-1.3	-0.9
Tasso di risparmio (%)	-0.1	-0.1
Consumi reali (mld)	-0.5	-3.9
Consumi reali (%)	0.0	-0.4
Investimenti reali (mld)	-0.3	-4.8
Investimenti reali (%)	-0.1	-1.3
PIL reale (mld)	-1.0	-9.7
PIL reale (%)	-0.1	-0.5

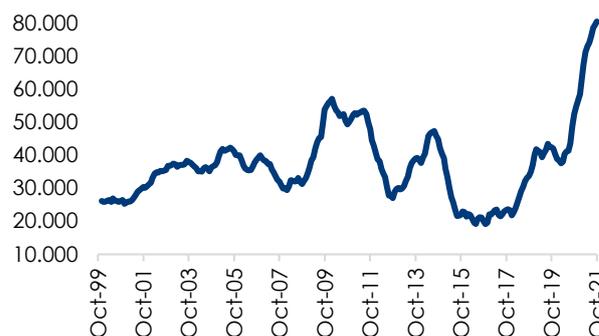
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

Fig. 12 – I dati sul fabbisogno del settore statale nei primi 11 mesi dell'anno sono stati molto migliori delle attese



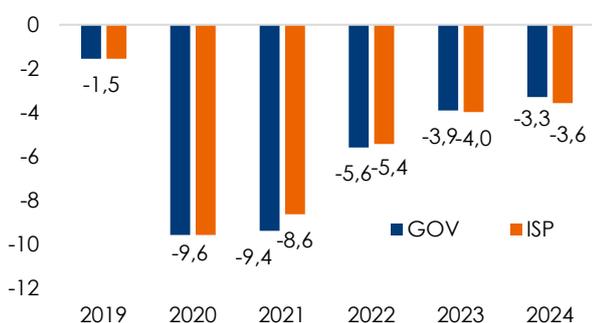
Fonte: MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Le disponibilità liquide del Tesoro italiano sono ai massimi storici



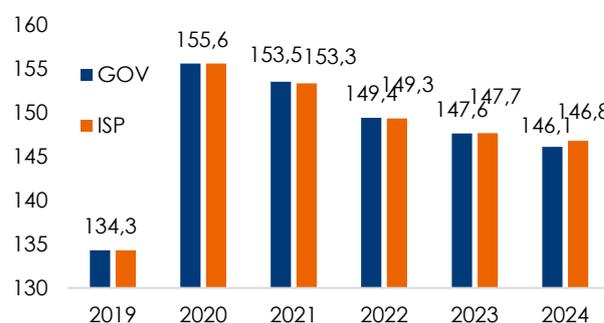
Nota: depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia (media mobile a 12 mesi). Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Siamo più ottimisti rispetto agli ultimi target ufficiali governativi sul rapporto deficit/PIL nel breve termine



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

Fig. 15 – Viceversa, siamo più cauti nel medio termine, specie in merito al ritmo di discesa del rapporto debito/PIL



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

Spagna: crescita in accelerazione nel 2022

La Spagna, tra le principali economie europee, è quella che ha deluso maggiormente nel 2021: a fine anno, il gap con i livelli di fine 2019 dovrebbe attestarsi attorno al 5%. Nel 2022 la crescita è attesa in accelerazione: stimiamo un 5,4% dopo il 4,5% di quest'anno; il PIL recupererebbe i livelli pre-crisi più tardi rispetto agli altri grandi Paesi dell'area, non prima di fine 2022. La Spagna manifesta una più alta vulnerabilità rispetto all'andamento dei prezzi dell'energia e una elevata esposizione al problema delle strozzature all'offerta; viceversa, allo stato attuale, minori che altrove appaiono i rischi legati alla "quarta" ondata pandemica.

Lorenzo Biagioli

Dopo un 2021 piuttosto deludente (a fine anno, il gap con i livelli di fine 2019 dovrebbe attestarsi attorno al 5%, più ampio che per gli altri grandi Paesi dell'area), **la crescita del PIL è attesa in accelerazione nel 2022**, sia pure al di sotto del target governativo (7%): **stimiamo un 5,4% dopo il 4,5% di quest'anno; il PIL recupererebbe i livelli pre-crisi più tardi rispetto agli altri grandi Paesi dell'area, non prima di fine 2022**. Nel nostro scenario, la prima parte del 2022 potrebbe ancora essere caratterizzata da un'inflazione che resta su livelli elevati, da un'attività produttiva nell'industria ancora compressa da colli di bottiglia all'offerta (il settore auto, maggiormente interessato da *shortage*, pesa per circa il 9% del totale della produzione industriale spagnola) e da residui timori circa la diffusione dei contagi. Successivamente, a partire dai mesi primaverili ed estivi, **l'attività economica dovrebbe tornare ad accelerare sensibilmente, spinta dai servizi e in particolare dal turismo**, che dopo aver recuperato circa il 50% dei flussi pre-crisi nel 2021, dovrebbe colmare quasi completamente il gap nel 2022 (è atteso un 90% dei flussi registrati nel 2019). Resta maggiormente incerto l'apporto che dovrebbe giungere dall'**industria**, strettamente connesso non solo a dinamiche inflazionistiche e strozzature all'offerta, ma anche ai colli di bottiglia nel reperimento di manodopera. Per il 2022, un contributo positivo è atteso sia dagli **investimenti** delle imprese – che dovrebbero beneficiare di condizioni finanziarie ancora molto accomodanti e di una domanda ancora robusta – sia dall'**export** di servizi, sostenuti dal ritorno alla normalità nei flussi turistici internazionali. Infine, le tempistiche con le quali si farà ricorso all'extra-risparmio accumulato (in graduale calo, ma su livelli ancora superiori alla media storica) determineranno la portata del contributo offerto al PIL dai **consumi privati**. In ogni caso, sia i consumi che gli investimenti sono attesi in accelerazione nel 2022 rispetto al 2021.

La somministrazione della terza dose parte con un certo ritardo, ma la situazione pandemica, per ora, è sotto controllo

Al netto di fattori esogeni, **la crescita dell'economia spagnola nel 2022 riteniamo sarà legata essenzialmente a tre fattori principali: i) la capacità di tenere sotto controllo la curva pandemica anche attraverso una conferma dell'efficacia della campagna vaccinale; ii) un'attuazione maggiormente puntuale del PNRR** (che consenta di continuare ad accedere ai relativi fondi anche nei prossimi anni); **iii) la ripresa della propensione al consumo delle famiglie che hanno accumulato extra-risparmi dallo scoppio della pandemia.**

I tre fattori chiave

Anche la Spagna, come molti Paesi europei, nel 2022 darà avvio ad un progressivo **percorso di normalizzazione dei conti pubblici**. Nelle previsioni del Governo, nel 2022, il deficit dovrebbe più che dimezzarsi rispetto al -11% del 2020, portandosi a -5% nel 2022 (-4% nel 2023 e -3,2% nel 2024); il debito è atteso ridursi il prossimo anno al 115,1% del PIL, dal 119,5% del 2021 (113,3% nel 2023 e 112,1% nel 2024). Il *Plan Presupuestario de 2022*, approvato da Bruxelles, prevede maggiori entrate fiscali (522.264 mln), per un ammontare pari al 39,8% del PIL, in crescita, in termini di volumi, di +4,6% rispetto al 2021). La spesa pubblica, al netto dei fondi rivenienti dal programma NextGen, è attesa ridursi sensibilmente in rapporto al PIL, grazie al venir meno delle misure necessarie a fronteggiare l'emergenza sanitaria: il budget 2022 prevede che **l'incidenza della spesa sul PIL¹¹ scenda al 44,7% nel 2022, dal 49,6% previsto nel 2021 e dal 52,4% raggiunto nel 2020**. Le **stime di crescita** (rispettivamente 6,5% e 7%) su cui sono basate le traiettorie fiscali per il 2021 e 2022 riportate nella Legge di Bilancio appaiono tuttavia **ottimistiche** e non sembrano tenere conto di una serie di potenziali rischi verso il basso, come persistenza di colli di bottiglia e

Nel 2022, la politica fiscale, al netto degli interventi finanziati attraverso NGEU, sarà moderatamente restrittiva

¹¹ Al netto dei fondi rivenienti dal NGEU per il 2022, pari a 27,6 mld. destinati a progetti che dovrebbero sostenere la crescita soprattutto nel medio termine.

inflazione alta. Per questo motivo, **il nostro scenario** (che non include misure generalizzate di confinamento anti-COVID nei prossimi mesi) **conferma la tendenza al miglioramento dei principali indicatori di finanza pubblica, ma con un sentiero di maggiore gradualità rispetto a quanto indicato dal Governo.** Infine, **sul fronte delle misure previste dal PNRR**, sia la Banca di Spagna sia l'AiREF hanno di recente dimezzato l'impatto stimato dei fondi UE sulla crescita del Paese (allo 0,7% dall'1,5% stimato in precedenza; riteniamo che anche il 2,5% stimato per il 2022 possa essere suscettibile di revisione al ribasso). Inoltre, secondo il direttore generale della politica regionale dell'UE, Marc Lemaître, la gestione congiunta dei fondi NGEU e di quelli strutturali da parte della Spagna, sommata ad una politica di decentralizzazione a favore di istituzioni locali dimensionalmente non sempre adeguate a concludere i progetti affidati, potrebbe determinare un ritardo significativo nel percorso di implementazione dei progetti indicati nel PNRR.

Dopo aver toccato un picco al 16,7% ad agosto 2020, la **disoccupazione** è rapidamente scesa fino al 14% lo scorso agosto, e dovrebbe attestarsi in media d'anno al **15,2% nel 2021, al 14,6% nel 2022 e al 13,8% nel 2023.** Il mercato del lavoro spagnolo sembra essersi adattato velocemente alla ricomposizione settoriale indotta dalla crisi pandemica, riducendo al minimo la disoccupazione frizionale: i comparti dove è stato creato il maggior numero di posti di lavoro sono stati la logistica e i trasporti, la comunicazione e l'assistenza sanitaria. **I livelli di occupazione hanno già superato i record registrati prima della crisi, e il tasso di partecipazione nella fascia d'età 16-64 anni ha saputo aggiornare i massimi di sempre (75,8% nel 3° trimestre 2021).** Il nostro scenario presenta rischi bilanciati per il 2022, dati dalla contrapposizione di effetti negativi che sarebbero prodotti da una nuova ondata pandemica (in particolare sul turismo, e sui servizi più in generale), e un possibile impatto positivo dell'annunciata riforma del lavoro (già oggetto di discussione a Bruxelles), di cui dovrebbe beneficiare, in particolare, l'occupazione giovanile.

Infine, per quanto riguarda l'andamento attuale e futuro dei prezzi, va evidenziato come anche in Spagna l'inflazione sia spiegata quasi interamente dai rincari energetici **(a novembre l'inflazione headline è passata da 5,4% a 5,5%, a fronte di una crescita della componente core da 1,4% a 1,7%).** Per il 2022, ci attendiamo un profilo discendente in corso d'anno, ma la media annua dovrebbe risultare superiore a quella registrata nel 2021 (3,5% da 2,9%). In assenza di trasformazioni strutturali, adiuutate dai progetti di transizione ecologica connessi al NextGen, la Spagna resta (dopo l'Italia) il Paese che attinge maggiormente a fonti non rinnovabili, come petrolio e gas naturale, risultando dunque alquanto esposta ai rischi verso il basso per la crescita derivanti dai rincari di queste materie prime energetiche.

In conclusione, per il 2022, ci attendiamo una accelerazione nel trend di recupero avviato quest'anno. A trainare la crescita riteniamo saranno consumi privati ed investimenti (anche grazie ai progetti finanziati da Next-Gen). Al netto di ulteriori complicazioni del quadro attuale, il PIL dovrebbe tornare sui livelli pre-crisi tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, grazie a un'accelerazione nella seconda parte dell'anno.

Tabella previsioni

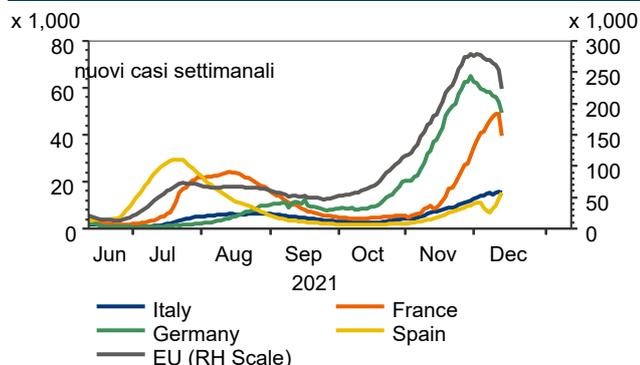
	2020	2021p	2022p	2020	2021	2022p				2023p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-10.8	4.5	5.4	-8.8	-4.2	17.5	2.7	4.1	5.8	5.4	5.3	5.3	5.1
- t/t				0.2	-0.6	1.1	2.0	1.6	1.0	0.7	1.9	1.6	0.8
Consumi privati	-12.0	4.3	5.4	-0.8	-2.1	4.6	-0.4	0.9	1.1	1.5	2.2	1.7	0.8
Investimenti fissi	-9.5	3.6	7.0	0.6	0.1	-2.2	1.3	2.4	2.2	2.0	1.8	1.4	0.7
Consumi pubblici	3.3	3.2	1.7	1.4	0.4	0.9	0.1	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Esportazioni	-20.1	11.8	11.0	5.6	0.3	0.9	6.4	3.1	2.0	2.1	2.0	1.6	1.5
Importazioni	-15.2	11.5	9.3	4.5	0.4	4.2	0.7	3.0	2.5	2.0	1.9	1.5	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	0.2	-0.2	0.4	-0.1	0.2	0.4	0.1	-0.6	0.2	0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	0.9	0.3	1.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-11.0	-9.0	-5.9										
Debito pubblico (% PIL)	120.0	120.6	117.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	2.9	3.5	-0.8	0.5	2.3	3.4	5.4	4.4	4.3	3.5	1.9	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	15.5	15.2	14.6	16.1	16.0	15.3	14.6	15.0	15.0	14.7	14.6	14.0	14.0

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

La disoccupazione dovrebbe continuare a scendere nel biennio 2022-23

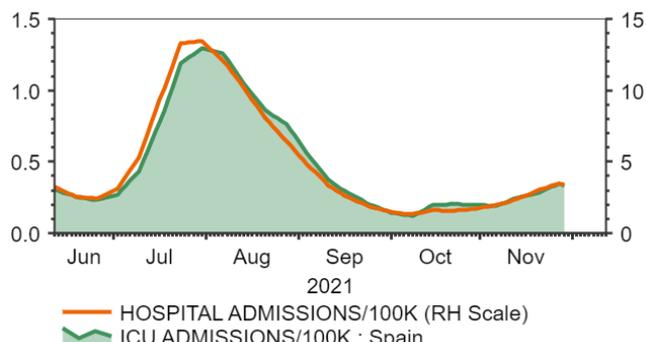
L'inflazione resterà su livelli elevati anche nel 2022

Fig. 1 – Il numero di nuovi casi di COVID-19 è ancora tra i più bassi in Europa, anche se si nota una accelerazione negli ultimi giorni...



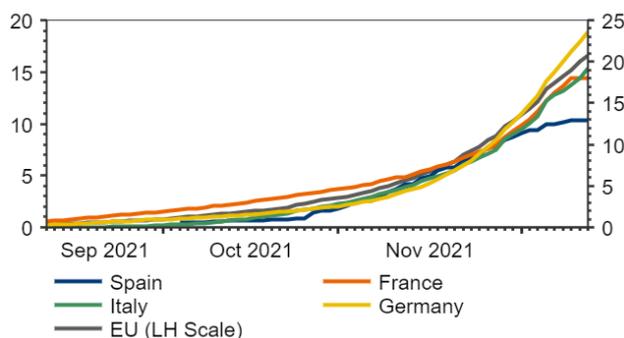
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datatream

Fig. 2 - ...che si sta riflettendo in un aumento degli accessi nelle strutture sanitarie e nei reparti di terapia intensiva



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datatream

Fig. 3 – Il trend di crescita dei contagi riflette il ritardo nella somministrazione delle dosi Booster



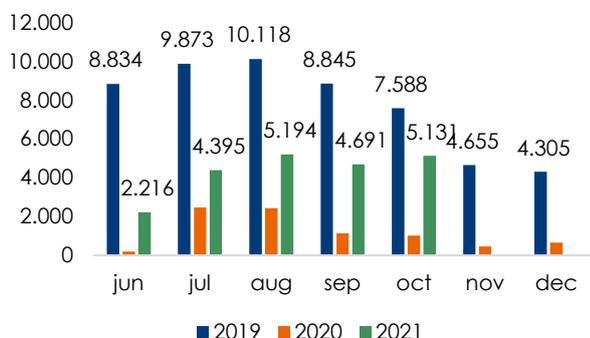
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datatream

Fig. 4 – La mobilità verso gli esercizi commerciali e i luoghi ricreativi ha mostrato un rallentamento solo modesto nel periodo più recente



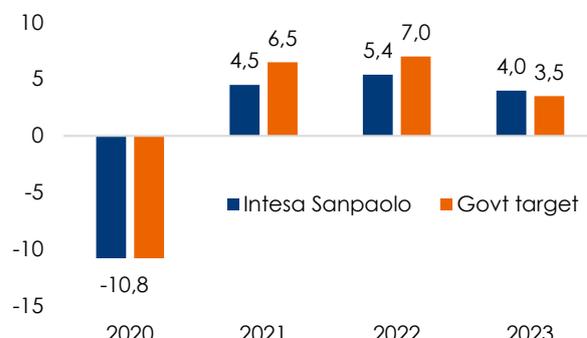
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldinData, Refinitiv Datatream

Fig. 5 - I flussi turistici internazionali nel 3° trimestre hanno recuperato circa il 50% dei livelli pre-crisi (dati in migliaia di visitatori)



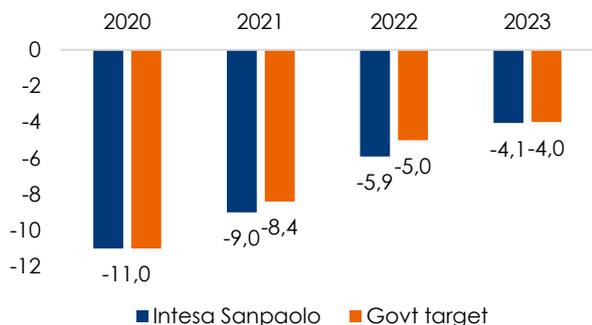
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 6 – PIL: obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



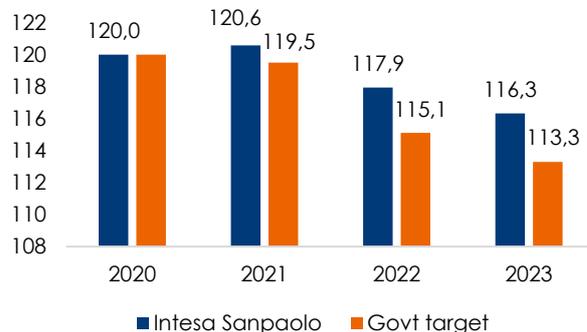
Fonte: Governo spagnolo, previsioni Intesa Sanpaolo

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



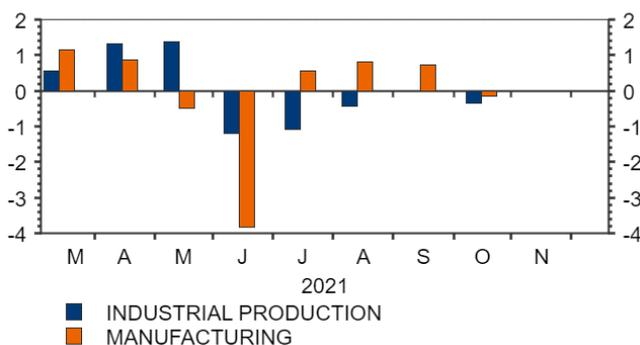
Fonte: Governo spagnolo, previsioni Intesa Sanpaolo

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



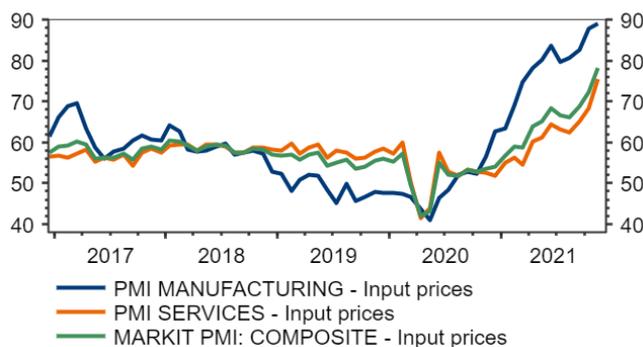
Fonte: Governo spagnolo, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - L'output industriale della Spagna ha risentito più di altri Paesi dei colli di bottiglia all'offerta...



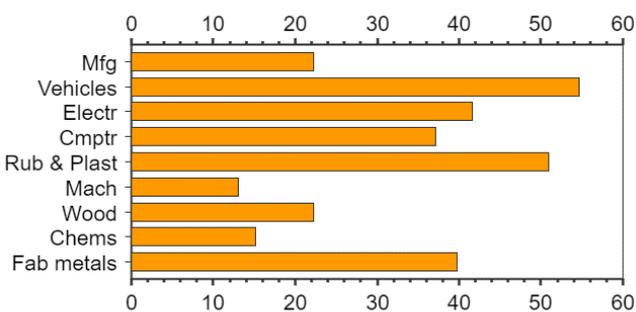
Nota: variazione % m/m della produzione industriale e manifatturiera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 10 - ...mentre le indagini PMI continuano a segnalare rincari dei prezzi degli input, non solo nell'industria



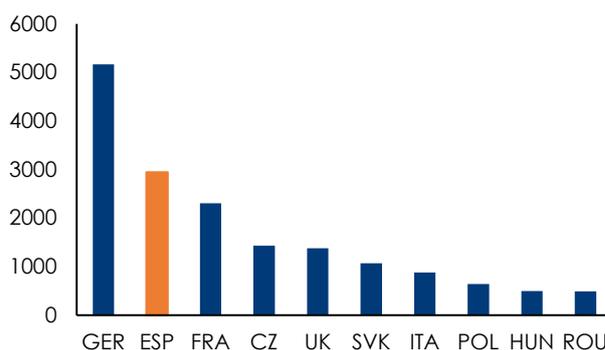
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 11 - L'auto resta tra i settori più colpiti dalla scarsità di componentistica



Nota: percentuale di imprese per settore la cui produzione è limitata dalla scarsità di componenti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 12 - La Spagna è il secondo produttore di veicoli in Europa



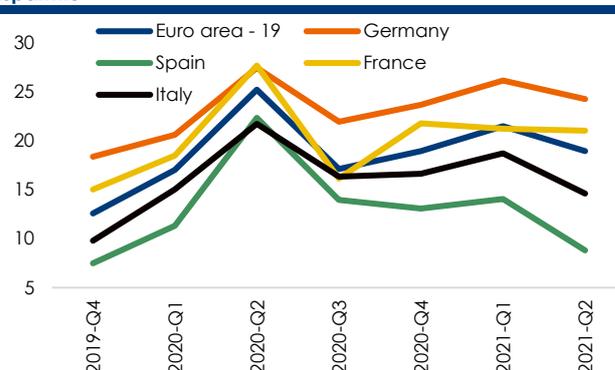
Nota: numero di veicoli (commerciali inclusi) prodotti nel 2019, dati in migliaia di unità. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Statista

Tab. 1 - Tasso di risparmio lordo AE e Big 4 a confronto

	2019	2020	2020	2020	2020	2021	2021
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Euro area - 19	12.6	17.0	25.2	17.1	18.9	21.5	18.9
Germany	18.3	20.6	27.4	21.9	23.6	26.1	24.2
Spain	7.5	11.3	22.3	13.9	13.1	14.0	8.8
France	15.0	18.5	27.6	16.1	21.8	21.2	21.0
Italy	9.8	15.0	21.7	16.3	16.6	18.7	14.6

Nota: il tasso di risparmio lordo delle famiglie è definito come risparmio lordo, diviso per il reddito disponibile lordo. L'indicatore descritto è calcolato sulla base dei dati trimestrali per settore istituzionale. Il settore delle famiglie comprende tutte le famiglie, le imprese domestiche e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Fonte: Eurostat - dati corretti per tenere conto di effetti stagionali e di calendario

Fig. 13 - In Spagna, prosegue il trend discendente del tasso di risparmio



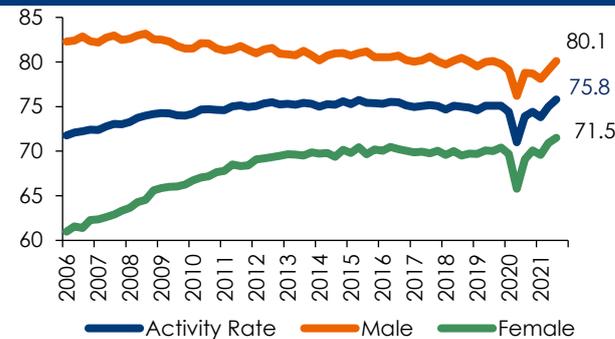
Fonte: Eurostat- dati corretti per tenere conto di effetti stagionali e di calendario

Fig. 14 - Il tasso di disoccupazione è in calo e il numero degli occupati ha già recuperato i livelli pre-pandemici



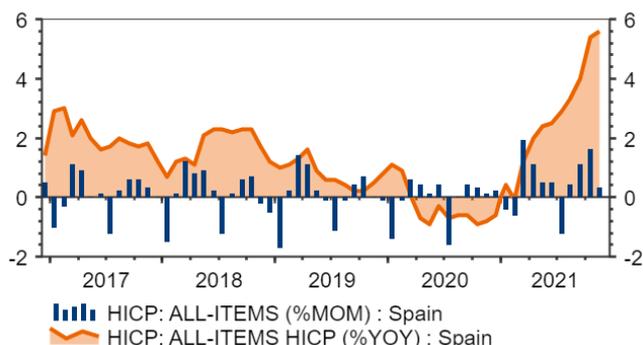
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 15 - Il tasso di partecipazione è in ripresa, ma gli sviluppi nei prossimi mesi dipenderanno dall'evoluzione della pandemia



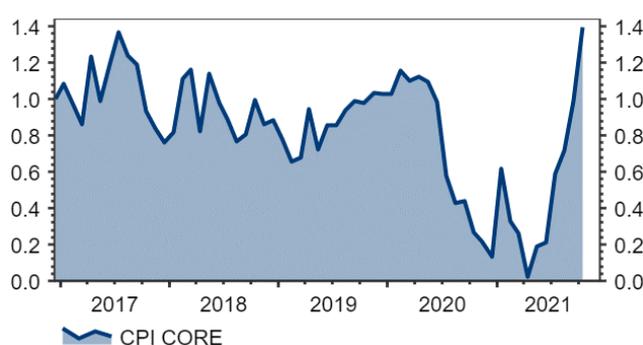
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Fig. 16 - L'inflazione headline ha toccato nuovi massimi al 5,5% a novembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Fig. 17 - L'indice core resta ampiamente al di sotto del 2%, ma mostra anch'esso una netta accelerazione negli ultimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Paesi Bassi: ripresa minacciata da un contesto di maggiore incertezza

Dopo sei mesi di trattative nascerà il nuovo Governo Rutte IV, che dovrà lavorare in un contesto di elevata frammentazione politica. Ci aspettiamo una crescita del PIL di 3,5% nel 2022, dopo il 4,5% stimato quest'anno; i rischi sulla previsione sono verso il basso, a causa dell'elevata incertezza sia domestica che internazionale.

Aniello Dell'Anno

Dopo la più lunga *impasse* politica della storia recente (271 giorni dopo i 225 dell'analoga situazione nel 2017), si è raggiunto un accordo per la formazione di un nuovo Governo nei Paesi Bassi. Il nuovo primo ministro resterà Rutte (Partito popolare per la libertà e la democrazia, VVD) e la coalizione comprenderà i suoi vecchi alleati: il partito filoeuropeo di centrosinistra D66, i conservatori liberali di Appello Cristiano Democratico (CDA) e i conservatori di Unione Cristiana (CU). I principali punti del programma riguardano la transizione ecologica, su cui la futura maggioranza ha intenzione di investire 35 miliardi di risorse extra in 10 anni, la costruzione di oltre 100 mila alloggi per anno, il potenziamento del *welfare* e l'aumento del salario minimo. Il nuovo Governo (Rutte IV) si insedierà agli inizi del 2022; fino a quel momento rimane in carica, per il solo disbrigo degli affari correnti, l'attuale esecutivo (Rutte III). Riteniamo che l'equilibrio politico raggiunto sia alquanto instabile e vulnerabile a possibili shock futuri.

Il nuovo Governo Rutte IV non avrà vita facile

Dopo aver toccato il picco della ripresa nel secondo trimestre (3,8% t/t, 10,7% a/a), il PIL ha rallentato la sua avanzata a 1,9% t/t (5% a/a) nei mesi estivi, portando la crescita acquisita a 4,4%. Nella parte finale dell'anno ci aspettiamo un'espansione marginale (0,2% t/t), per una variazione **annua al 4,5%** (dal -3,8% del 2021). **Per il 2022 la dinamica del PIL dovrebbe moderare a 3,5%**. Ad ogni modo, **le stime a cavallo d'anno potrebbero risentire del peggioramento del quadro sanitario**¹². Il vettore principale della crescita nel biennio 2021-22 rimarrà la domanda interna, trainata dai consumi sia quest'anno (3,2%) sia soprattutto il prossimo (6,3%), mentre il contributo del canale estero dovrebbe essere positivo nel 2021 (1,9%) e circa nullo il prossimo anno. Sulle previsioni pesa l'incertezza derivante sia dalla situazione di politica interna che dallo scenario internazionale; i rischi al ribasso sulla crescita del prossimo anno sono in parte bilanciati dalle misure fiscali fortemente espansive in programma¹³.

Rischi verso il basso per il prossimo anno

In base ai dati ILO destagionalizzati, il numero delle persone in cerca di lavoro è passato da 301 mila in agosto a 277 mila unità in ottobre e, di conseguenza, **il tasso di disoccupazione è sceso al 2,9%, lo stesso valore di febbraio 2020**. Sempre ad ottobre, i sussidi di disoccupazione hanno fatto segnare il minimo da oltre dieci anni (199 mila). Tuttavia, le difficoltà per le aziende a reperire personale qualificato potrebbero frenare la dinamica delle assunzioni nei prossimi mesi. La disoccupazione dovrebbe risultare pari al 3,2% in media d'anno nel 2021, per scendere al 3% nel 2022.

La disoccupazione è tornata ai livelli pre-COVID

I prezzi al consumo dovrebbero rimanere ben oltre il 5% in dicembre, per **un'inflazione** che quest'anno risalirà al 2,8% (misura armonizzata) dall'1,1% del 2020. Per il 2022, pur con una dinamica discendente, l'inflazione dovrebbe toccare il 3,1% in media annua, in gran parte su spinta della **componente core** che dovrebbe accelerare da 1,6% di quest'anno a 2% del prossimo. Un'inflazione ben superiore al 2% nei prossimi mesi ed un crescente stress nel mercato del lavoro potrebbero innescare effetti di seconda battuta. Per tali ragioni, i rischi sul nostro scenario previsivo appaiono al momento verso l'alto.

L'inflazione armonizzata cresce più della media dell'Eurozona

¹² Le misure introdotte dal Governo prevedevano inizialmente, tra i vari punti, la chiusura di bar, ristoranti e negozi non essenziali tra le 17 e le 5, il potenziamento del certificato COVID e maggiori restrizioni per eventi pubblici. Dopo la chiusura delle stime, è stato annunciato un confinamento generalizzato, con chiusura di tutte le attività non essenziali dal 19/12 al 14/1/2022.

¹³ [2022 Budget Memorandum](#)

La politica fiscale potrebbe essere più espansiva di quanto preventivato nei prossimi anni, anche se non ci aspettiamo grossi cambiamenti nei dati di finanza pubblica. Il **deficit dovrebbe aver raggiunto il 5,1% del PIL nel 2021** per poi stabilizzarsi attorno ad un valore decisamente più basso l'anno prossimo (2,3% del PIL). Il debito pubblico, dopo aver toccato un massimo intorno al 59% del PIL nel 2021, è atteso in diminuzione al 57,4% nel 2022. I rischi sul debito sono al rialzo: il peggioramento della situazione pandemica nei mesi a cavallo d'anno potrebbe causare un indebolimento del ciclo superiore al previsto e di conseguenza un peggioramento dei saldi fiscali.

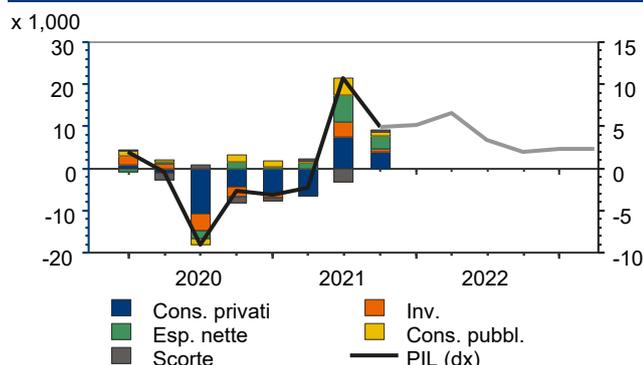
Deficit e debito pubblico sono attesi in diminuzione dal 2022

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021				2022p				2023p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.8	4.5	3.5	-3.1	-2.3	10.7	5.0	5.2	6.6	3.4	2.0	2.4	2.3
- t/t				0.0	-0.8	3.8	1.9	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Consumi privati	-6.6	3.2	6.3	-1.4	-3.5	6.4	3.8	0.3	1.0	1.1	1.0	1.0	0.5
Investimenti fissi	-4.2	2.8	2.3	3.4	3.0	-1.6	-2.7	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1	0.4
Consumi pubblici	1.0	3.6	1.2	-0.3	-2.0	3.9	0.7	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.3
Esportazioni	-4.8	6.8	3.5	0.5	1.1	4.2	1.3	0.8	0.5	0.4	0.4	0.7	0.4
Importazioni	-5.5	5.2	4.0	0.9	0.8	2.7	1.6	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.3	0.1	0.1	0.2	-1.0	0.8	0.2	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	7.0	10.4	10.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-4.2	-5.1	-2.3										
Debito pubblico (% PIL)	54.3	59.0	57.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	2.8	3.1	0.9	1.8	1.8	2.4	5.1	4.4	3.8	3.2	1.1	1.3

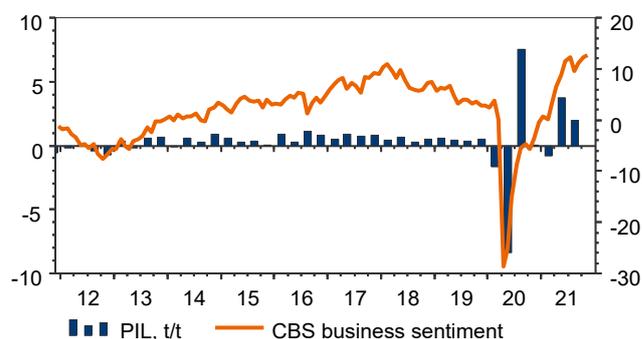
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contributi alla formazione del PIL



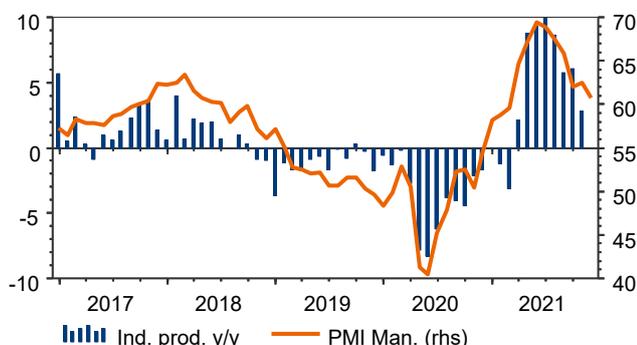
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream e CBS

Fig. 2 – Fiducia economica e andamento del PIL



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

Fig. 3 – Andamento della produzione industriale e della fiducia dei direttori degli acquisti nel settore manifatturiero



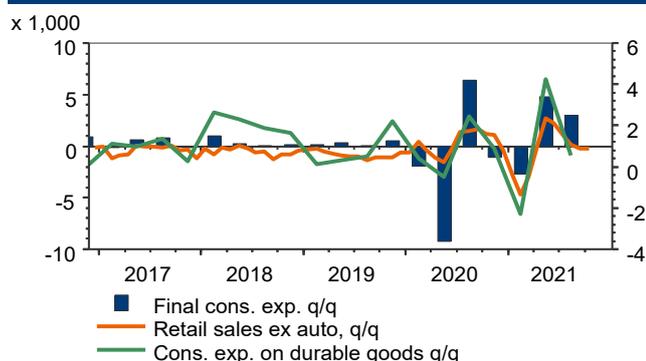
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, CBS e IHS Markit

Fig. 4 – Mercati rischi al ribasso per i consumi delle famiglie



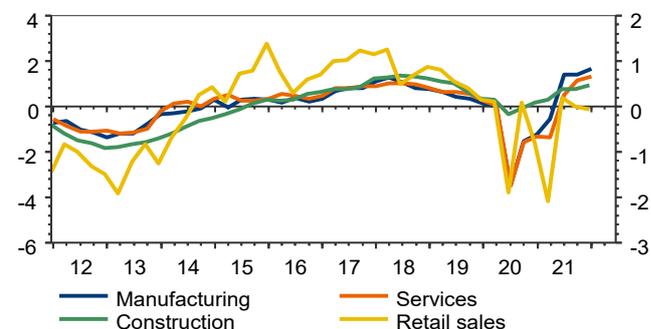
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, CBS e Commissione Europea

Fig. 5 – Vendite al dettaglio e acquisto di beni durevoli



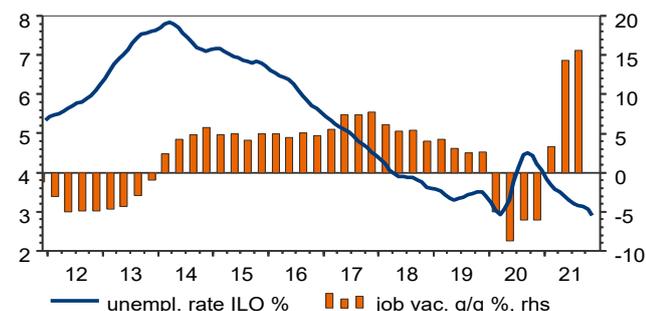
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream e CBS

Fig. 6 – Indici di attività calcolati dalla Commissione Europea per i vari settori produttivi



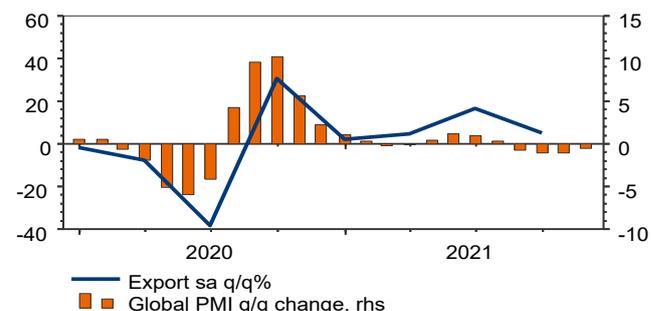
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream e Commissione Europea

Fig. 7 – Disoccupazione e posti vacanti: le imprese stanno manifestando difficoltà a trovare lavoratori qualificati



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

Fig. 8 – Esportazioni olandesi e ordini all'export PMI globale



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, CBS e JP Morgan

Asia

Giappone: dopo un 2021 difficile, un 2022 positivo (virus permettendo)

L'economia giapponese nel 2021 ha seguito un sentiero determinato dalle ondate pandemiche, con un alternarsi di espansioni e contrazioni. La crescita prevista per il 2022 è più "lineare", con un'accelerazione a 3,3% dopo l'1,7% atteso per il 2021, sostenuta anche da un pacchetto fiscale, incentrato sul sostegno diretto al reddito delle famiglie. L'inflazione è in modesto rialzo sulla scia della componente energetica, ma il 2% rimane un miraggio, e congela l'azione della BoJ.

Il 2021 è stato un altro anno straordinariamente volatile per l'economia giapponese, con variazioni meno estreme rispetto al 2020, ma con un persistente alternarsi di espansione e contrazione, dettato dall'andamento della pandemia e dalle restrizioni imposte per contrastarla (Fig. 1). Un fattore determinante è stata la tempistica della campagna vaccinale, iniziata con grande ritardo e scarsa convinzione, ma poi decollata in modo efficiente, portando la percentuale di individui completamente vaccinati dal 3,5% di giugno al 77,9% di metà dicembre.

Le previsioni per il 2022 sono positive, grazie al miglioramento del quadro pandemico domestico e all'ulteriore supporto fiscale previsto dal budget supplementare presentato dal nuovo governo. Dopo il -4,5% del 2020, **la previsione è di crescita di 1,7% nel 2021 e di 3,3% nel 2022**, spinta dalla domanda domestica, mentre il canale estero potrebbe rimanere frenato dagli effetti delle strozzature all'offerta sulle esportazioni. L'**inflazione** è in rialzo da metà 2021, in gran parte per via del trend verso l'alto della componente energetica e dovrebbe avvicinarsi all'1% a/a a metà 2022, per poi stabilizzarsi su quei livelli nei trimestri successivi. La politica monetaria rimane marginale per lo scenario economico, con la previsione di tassi fermi su tutto l'orizzonte previsivo e di stabilizzazione della quota di JGB detenuti dalla BoJ.

La **domanda domestica**, soprattutto per la componente **consumi**, ha seguito l'andamento della pandemia (Figg. 2 e 4). Il ritardo nella partenza della campagna vaccinale ha reso necessario dichiarare ed estendere più volte lo stato di emergenza. L'alternarsi di crescita e contrazione del primo semestre si sta riproducendo nella seconda parte dell'anno. La correzione estiva del PIL, guidata dal calo dei consumi di servizi, dovrebbe essere seguita da una netta ripresa in autunno (Fig. 6) e nei trimestri successivi, sempre che i contagi restino sotto controllo. Dopo il calo di -5,2% nel 2020, **i consumi sono previsti in rialzo di 0,8% e 2,8% nel 2021 e nel 2022**, rispettivamente. Nel 2022, se la pandemia rimarrà in fase di remissione, i consumi di servizi dovrebbero essere spinti dalla riapertura delle attività e dal sostegno fiscale diretto e indiretto introdotto dal budget supplementare (v. sotto), oltre che dall'andamento favorevole del mercato del lavoro. Su questo fronte, la domanda è stata aiutata dalla politica fiscale e l'offerta ha corretto solo modestamente in fase pandemica, pur restando frenata dal trend di invecchiamento della popolazione.

Dal lato degli **investimenti fissi non residenziali**, il Giappone è stato colpito, come il resto dell'economia globale, dalle strozzature all'offerta che hanno frenato l'attività nel manifatturiero, specialmente nel settore auto. Le indagini e le previsioni per l'autunno sono in moderato miglioramento, con indicazioni positive dagli ordini, anche dall'estero. I principali produttori di auto hanno annunciato revisioni verso il basso per i piani produttivi del 4° trimestre, che però implicano ripresa dell'output rispetto ai livelli super-compresi dell'estate. Le aspettative per ordini e produzione industriale sono di miglioramento (Fig. 10). Lo scenario è quindi di riaccelerazione degli investimenti fissi non residenziali, con un rialzo atteso **di 6,3% nel 2022, dopo 0,3% previsto per il 2021** e -6,7% nel 2020.

Le **esportazioni** risultano solide su base annua, con un aumento previsto di 11% dopo -11,9% del 2020, a fronte di un rialzo atteso per quest'anno di 5,6% delle **importazioni** dopo -7,2% l'anno precedente. Per il 2022, l'import è atteso in ripresa del 7% e l'export di 8,9%, con un contributo

Giovanna Mossetti

Volatilità della crescita nel 2021 dettata dalle ondate pandemiche

Accelerazione attesa nel 2022, grazie alla ripresa dei consumi e al supporto fiscale

Previsto un rimbalzo della domanda di servizi, se i contagi resteranno sotto controllo

Investimenti fissi non residenziali frenati dai problemi dell'offerta, ma i colli di bottiglia dovrebbero aver smesso di peggiorare

Scambi commerciali in difficoltà

netto previsto di 0,4 pp. La **dinamica dei flussi commerciali** (Figg. 7-8) evidenzia un indebolimento degli scambi nel 2021 sulla scia di due fattori: le strozzature all'offerta, particolarmente marcate nel settore auto, ma non solo, da un lato, e il rallentamento della crescita cinese, dall'altro. Su entrambi i fronti eventuali miglioramenti richiederanno tempo, anche se si dovrebbe registrare un trend di progresso nel 2022.

L'**inflazione**, su un modesto trend positivo, è tornata sopra lo zero a ottobre (Fig. 12), spinta dall'energia, che ha più che controbilanciato gli effetti della riduzione delle tariffe della telefonia mobile. Al netto di energia e alimentari freschi, l'inflazione è ancora ampiamente negativa a -0,7% a/a. Il sentiero previsto per l'inflazione ex-alimentari freschi è in rialzo verso un massimo poco sopra 1% a/a ad aprile e una successiva stabilizzazione poco sotto l'1% per gran parte del 2° semestre, con contributi positivi dall'energia e negativi dalle tariffe telefoniche e da quelle alberghiere (queste ultime in calo con il rinnovo del programma "GoTo" a supporto del turismo).

Inflazione in rialzo verso l'1% nel 2022, ma il 2% è un miraggio

Con questo scenario di inflazione, **la BoJ dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata nel futuro prevedibile**. La percentuale di JGB detenuti dalla Banca centrale è scesa modestamente a 48,2%, con un rallentamento ulteriore degli acquisti di titoli necessario al mantenimento dei rendimenti a 10 anni all'interno dell'intervallo obiettivo prefissato, centrato sullo zero.

BoJ sempre ferma

La **politica fiscale** dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del 2022. I risultati delle elezioni della Camera Bassa a novembre hanno segnalato stabilità politica per il futuro prevedibile, con una maggioranza solida per il nuovo governo, e aspettative di un esito favorevole per l'attuale maggioranza anche alle elezioni della Camera Alta previste per l'estate 2022. A fine novembre, il Governo ha annunciato nuove misure espansive da finanziare con un budget supplementare di circa 32 tln di yen (5,9% del PIL), incentrate su trasferimenti diretti alle famiglie (5 tln di yen), incentivi per il sostegno del settore dei servizi aggregativi (1 tln), oltre a interventi per la produzione di semiconduttori e lo sviluppo di vaccini. Sulla base dell'esperienza recente, le famiglie dovrebbero spendere circa il 20-30% del maggiore reddito disponibile, con un effetto sul PIL di circa 0,3pp e lo stimolo alla spesa turistica potrebbe essere pari a circa 0,3-0,4pp. Il pacchetto include anche spese per infrastrutture contro eventi climatici per 4,6 tln, con effetti sul PIL stimati di circa 0,5pp. Complessivamente, **lo stimolo fiscale potrebbe aggirarsi intorno a 1,3pp nel 2022**. Lo scenario rimane comunque con rischi verso il basso collegati all'evoluzione della pandemia e dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta.

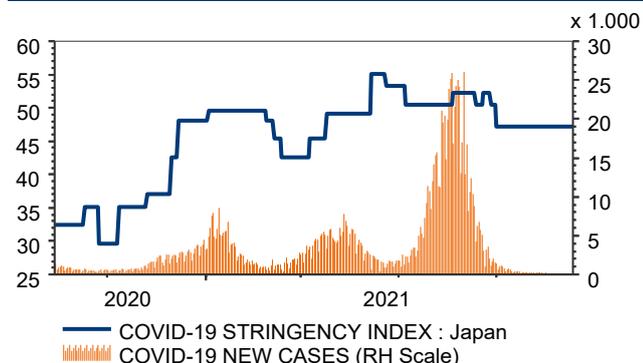
Politica fiscale espansiva nel 2022 con stimolo diretto alle famiglie e nuova spesa per infrastrutture

Tabella previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021	2022p				2023p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4.5	1.7	3.3	-0.8	-1.8	7.3	1.2	0.4	2.2	2.9	4.7	3.5	2.7
- trim/trim annualizzato				9.6	-2.9	2.0	-3.6	6.5	4.3	4.6	3.4	1.7	1.0
Consumi privati	-5.3	0.8	2.8	9.3	-4.3	2.4	-5.1	5.4	4.3	4.4	2.7	0.8	0.8
IFL - priv. non residenziali	-6.7	0.3	6.3	4.9	1.7	8.4	-8.9	10.7	11.7	7.2	4.9	3.6	3.3
IFL - priv. residenziali	-7.8	-1.1	2.3	0.2	3.7	4.1	-6.2	8.8	2.9	1.4	1.5	1.5	1.5
Investim. pubblici	4.0	-1.6	2.7	2.5	-5.9	-10.0	-7.8	9.8	6.2	5.2	1.2	0.4	0.4
Consumi pubblici	2.3	2.2	-0.2	3.4	-2.5	2.9	4.1	1.0	-2.5	-1.5	-1.1	-0.7	-0.5
Esportazioni	-11.9	11.0	8.6	52.6	9.3	10.4	-3.5	0.5	17.3	14.6	9.2	5.2	2.5
Importazioni	-7.2	5.6	7.0	21.7	13.5	16.5	-4.1	2.5	16.3	9.4	2.3	1.3	2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	0.4	-1.2	0.6	0.3	0.3	1.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.9	2.9	3.0										
Deficit (% PIL)	-9.4	-8.5	-6.5										
Debito/PIL (% PIL)	237.5	243.0	241.1										
CPI (a/a)	0.0	-0.1	0.5	-0.9	-0.5	-0.7	-0.2	1.0	0.7	1.0	0.5	-0.3	-0.5
Produzione Industriale	-10.6	6.1	4.5	-4.2	-1.4	19.9	6.0	2.2	2.2	2.4	7.5	6.1	3.5
Disoccupazione (%)	2.8	2.8	2.5	3.0	2.8	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	106.8	109.8	116.8	104.5	106.1	109.4	110.1	113.6	115.5	116.7	117.3	117.8	118.2

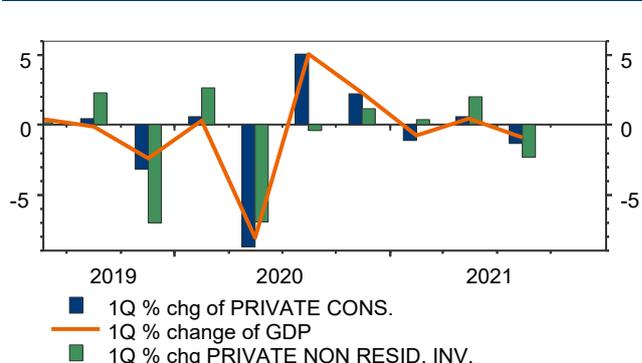
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Contagi finalmente sotto controllo



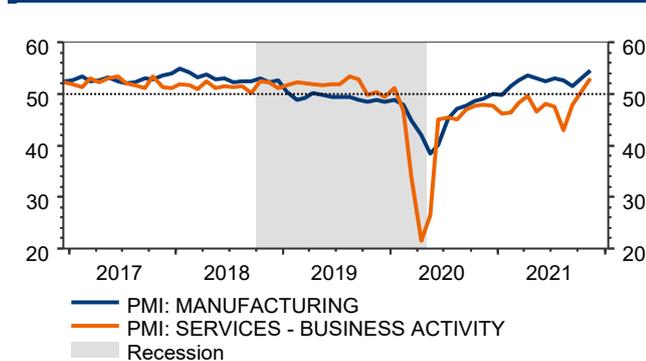
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – PIL e domanda domestica in altaena, sulla scia di COVID-19



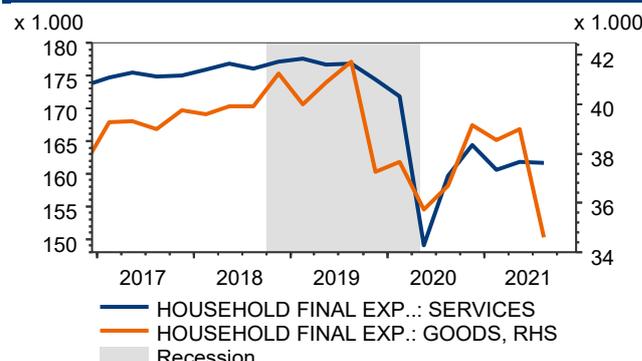
Nota: previsioni Intesa Sanpaolo dopo il 2° trimestre 2021. Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Il manifatturiero fiene, nonostante le strozzature all'offerta e il calo delle auto, i servizi riprendono con il controllo dei contagi



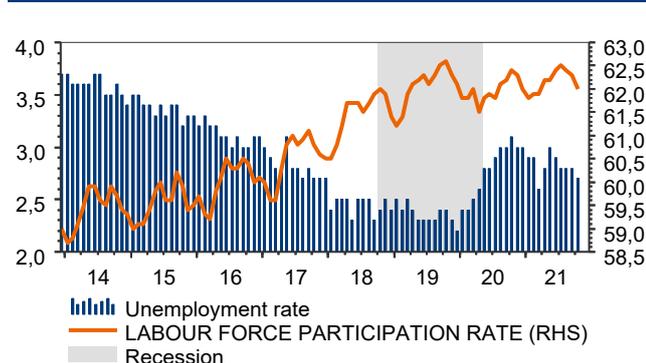
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – La spesa delle famiglie è sempre dipendente dalla pandemia e dallo stimolo fiscale



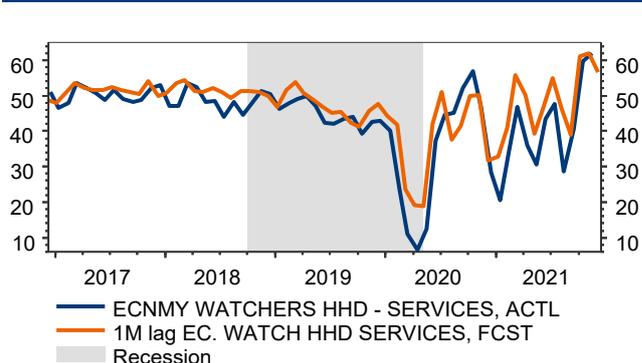
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



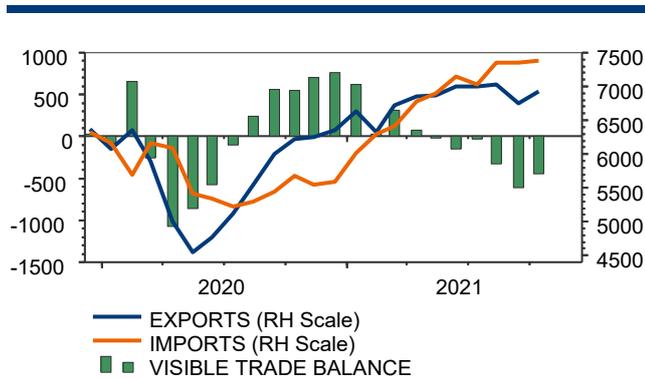
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Indicazioni positive per la domanda di servizi in autunno



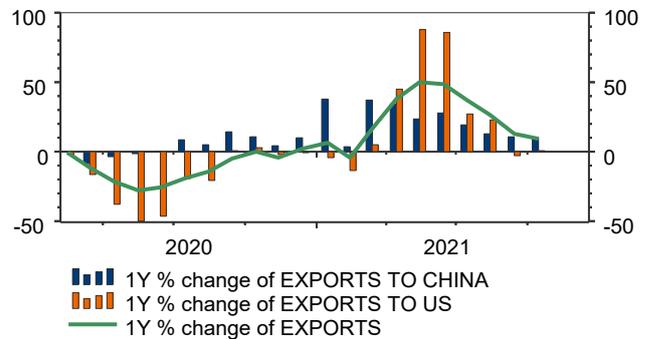
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – Flussi commerciali in miglioramento...



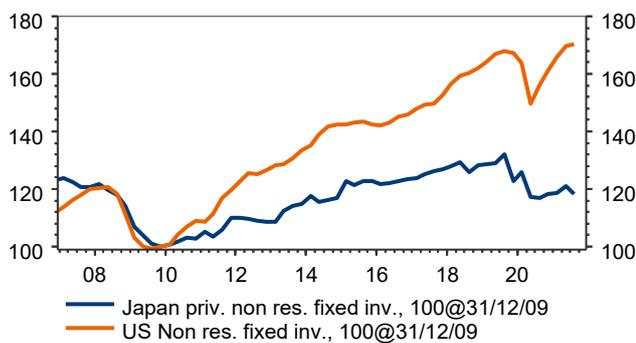
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 - ...con le esportazioni ostacolate dalle strozzature all'offerta e dal rallentamento cinese



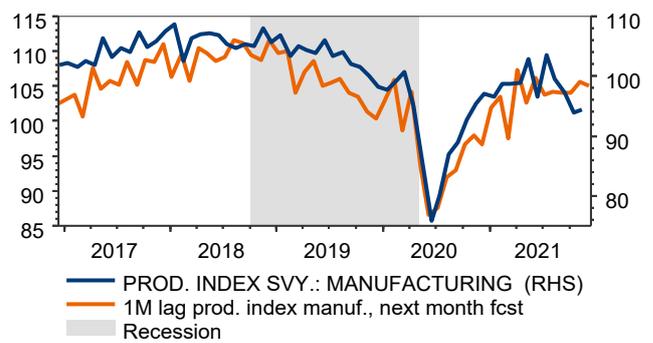
Fonte: FMI "Fiscal Monitor"

Fig. 9 – Gli investimenti fissi delle imprese sono su un trend debole dalla recessione del 2009



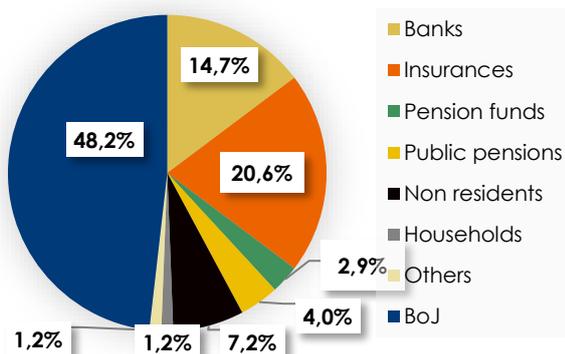
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – La produzione industriale è stata frenata dai colli di bottiglia all'offerta, particolarmente marcati nel settore auto



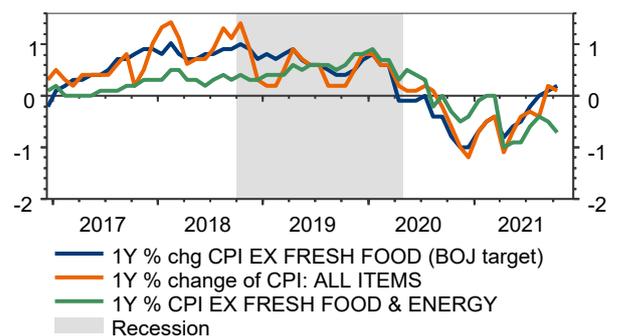
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 11 – La BoJ detiene il 48,2% dei JGB in circolazione



Nota: Per memoria: totale JGB= 1,056,4 tln di Yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,223,9 tln di yen. I non residenti detengono il 51% dei T-bill (totale: 167,5 tln).
Fonte: Ministry of Finance, dati a giugno 2021

Fig. 12 – Inflazione core: il 2% resta un miraggio



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina: la stabilità rimane prioritaria

Il rallentamento del mercato immobiliare continuerà ad influire negativamente sulla dinamica degli investimenti totali almeno nella prima metà del 2022, mentre la strategia di tolleranza zero sul COVID-19 continuerà a limitare la ripresa dei consumi e dei servizi. Rivediamo pertanto al ribasso le previsioni di crescita da 8,2% a 8,0% nel 2021 e da 5,5% a 5,2% a/a nel 2022.

Silvia Guizzo

Dopo l'aumento dei casi di COVID-19 a metà agosto, la Cina ha affrontato altre **due fiammate di contagi** (con picchi a fine settembre e a metà novembre), **a cui ne sta seguendo una terza** che ha riportato i casi attivi, concentrati soprattutto nella Mongolia Interna, oltre le 1400 unità. I numeri restano estremamente bassi rispetto ad altri paesi ma le Autorità rimangono legate alla **strategia di tolleranza zero sul virus**, anche in vista delle Olimpiadi di febbraio 2022 e a maggior ragione per bloccare la diffusione della variante Omicron, di cui sono stati scoperti casi ad Hong Kong, Tianjin e Guangzhou. La campagna vaccinale ha raggiunto il target del Governo con il 74,5% della popolazione immunizzata e il 10,3% parzialmente immunizzata. La somministrazione di una terza dose di rinforzo è stata già avviata a Pechino in vista delle Olimpiadi e prevista nel resto del Paese inizialmente per i lavoratori più a rischio. A fine ottobre è inoltre cominciata la campagna vaccinale per i bambini da 3 a 11 anni e la National Medical Products Administration (NMPA) ha recentemente approvato due cure monoclonali, le prime a brevetto cinese.

La crescita del **PIL** è rallentata **da 7,9% a/a nel 2° trimestre a 4,9% a/a nel 3° trimestre**, meno delle nostre attese (4,7% a/a) ma più del consenso (Bloomberg 5%), parzialmente ancora spinta al ribasso dal confronto sfavorevole con la ripresa dell'anno scorso ma allo stesso tempo **registrando un tasso di crescita trimestrale dello 0,2% t/t destagionalizzato, il più basso dal 2010**. Il NBS ha inoltre rivisto al ribasso il tasso di crescita del PIL del 1° trimestre da 0,4% t/t a 0,2% t/t e quello del 2° trimestre da 1,3% t/t a 1,2% t/t senza modificare i tassi tendenziali. Il rallentamento è stato sensibile sia nel settore dei servizi (da 8,3% a/a nel 1° trimestre a 5,4% a/a nel 2°), frenato dalle misure di contenimento dei contagi tra luglio e agosto, sia in quello dell'industria (da 7,5% a/a a 3,6% a/a), mentre è stato contenuto nel settore agricolo (da 7,6% a/a a 7,1% a/a).

I dati di ottobre e novembre hanno evidenziato un'accelerazione della produzione industriale e delle vendite al dettaglio ma su ritmi contenuti, una crescita ancora sostenuta delle esportazioni e un ulteriore rallentamento degli investimenti fissi, che continuano a risentire della debolezza del mercato immobiliare. Gli indici PMI segnalano una **stabilizzazione dell'attività manifatturiera** in novembre, in seguito alla normalizzazione delle forniture di energia elettrica, un **impatto negativo ma moderato delle misure di contenimento dei contagi sul settore dei servizi** e un incremento di attività nel settore delle costruzioni. Segnalano poi un netto calo dei prezzi di input e output, nonostante rimangano ancora irrisolti i problemi logistici e di scarsità dei materiali, come indicano variazioni di minor entità o di segno opposto delle componenti dei prezzi in molti paesi asiatici.

La situazione sul mercato immobiliare resta delicata a maggior ragione data l'evoluzione della situazione di Evergrande. Il calo tendenziale degli investimenti immobiliari è stato accompagnato da una riduzione dei nuovi cantieri e dei terreni acquistati nonché dal terzo mese di diminuzione in media dei prezzi degli immobili di nuova costruzione concentrata in gran parte nelle città di seconda e terza fascia, diminuzione che, dopo quattro mesi, sembra invece essersi arrestata nel mercato secondario. Bloomberg riporta che, secondo i dati preliminari della China Real Estate Information Corp, le vendite delle maggiori 100 imprese immobiliari sono scese del 38% a/a in novembre da -32% a/a in ottobre. **Evergrande**, dopo aver dichiarato in una **nota** che la propria situazione di liquidità non le permetteva di garantire che avrebbe potuto far fronte ai propri impegni finanziari e intendeva coinvolgere attivamente i creditori in un piano di ristrutturazione del debito offshore, il 6 dicembre ha mancato i pagamenti di alcune cedole oltre il periodo di grazia. È stata quindi dichiarata tecnicamente in **"restricted default"** da Fitch; lo stesso destino ha subito Kaisa Group. Il governatore della **PBOC** ha dichiarato che **la situazione di Evergrande deve essere gestita in un'ottica di mercato** e che i diritti e gli interessi legittimi dei creditori saranno garantiti secondo la legge, confermando le nostre attese di **indisponibilità delle Autorità al**

salvataggio della società e la **preferenza per una ristrutturazione ordinata del debito** come dimostra la partecipazione al comitato per la gestione del rischio (costituito dal fondatore Hui Ka Yan) di società partecipate dal governo del Guandong e di Shenzhen nonché di Cinda Asset Management, la più grande società statale di gestione dei crediti deteriorati.

Il rallentamento del settore immobiliare ha indotto le Autorità ad un rilassamento mirato di alcune misure soprattutto dal lato dei compratori ma non ancora delle "tre linee rosse" per le imprese. La PBoC ha però ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi di 50pb con effetto dal 15 dicembre, portandolo a 11,5% per le grandi banche e a 9,5% per le piccole banche; il 7 dicembre ha inoltre ridotto di 25pb i tassi sulle finestre di rifinanziamento dedicate al supporto dell'agricoltura e delle piccole e medie imprese. Il credito aggregato è marginalmente accelerato in novembre per la prima volta dopo 9 mesi, mentre quello bancario è rallentato (Fig. 11) seppur con un aumento del nuovo credito a lungo termine delle famiglie, per lo più costituito da mutui. **La dinamica del credito potrebbe quindi aver toccato il minimo ma i segnali delle Autorità lasciano poco spazio ad attese di riaccelerazione sostenuta.** Riteniamo infatti che i tagli discussi sopra, insieme alla creazione di una nuova finestra di rifinanziamento a tassi agevolati per finanziare la transizione energetica, continuino a segnalare la preferenza della Banca centrale per un'espansione mirata e condizionata della politica monetaria. **Ribadiamo quindi la nostra previsione che la PBOC privilegerà nel prossimo futuro il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria.** Un **orientamento più espansivo, anche per la politica fiscale,** è emerso dalle ultime riunioni del Consiglio di Stato e del Politburo e, più recentemente, dalla *Central Economic Work Conference*. In quest'ultima si è ribadito che la politica economica sarà una combinazione di elementi "cross-ciclici", ossia specifici e graduali interventi preventivi volti a smussare le fluttuazioni della crescita, senza deviare dagli obiettivi di lungo termine e di controllo del rischio, ma anche "pro-ciclici", con tagli alle imposte per le imprese e misure a sostegno dei consumi privati. **La stabilità economica è apparsa come la prima priorità.**

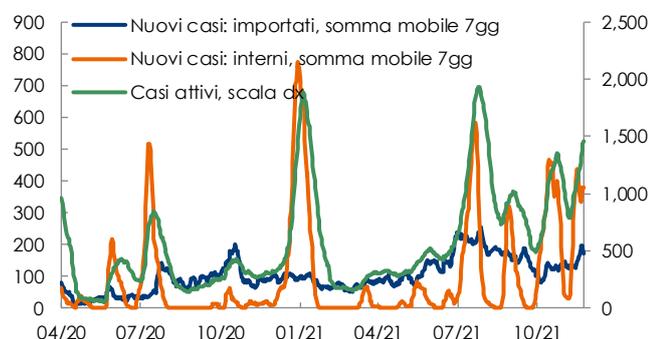
Le **prospettive del settore immobiliare restano deboli** con rischi al ribasso almeno per la prima metà del 2022. Tuttavia, la frammentarietà del mercato, la riduzione dello stock di invenduto rispetto al picco del 2015-2016, nonché la riemersione di domanda repressa, rendono **poco probabile una discesa prolungata dei prezzi delle abitazioni.** Il rallentamento del mercato immobiliare continuerà ad influire negativamente sulla dinamica della produzione e degli investimenti totali nei prossimi mesi, mentre la strategia di tolleranza zero sul COVID-19 continuerà a limitare la ripresa dei consumi e dei servizi. **Rivediamo pertanto al ribasso le previsioni di crescita da 8,2% a 8,0% nel 2021 e da 5,5% a 5,2% a/a nel 2022.**

Tabella previsioni

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.0	2.3	8.0	5.2
Consumi privati	9.4	8.1	6.3	-2.4	12.8	5.9
Consumi pubblici	1.9	7.1	6.6	2.8	1.4	5.4
Investimenti fissi	6.2	7.3	5.1	4.5	1.3	4.9
Esportazioni	6.7	4.4	2.3	2.1	17.3	4.9
Importazioni	7.8	6.5	-0.8	-2	7.8	5.8
Produzione industriale	5.8	5.7	4.9	2.6	8.4	5.6
Inflazione (CPI)	1.5	2.1	2.9	2.5	0.9	2.1
Tasso di disoccupazione (%)	2.8	2.9	3.0	3.3	3.4	3.3
Salari medi	9.8	9.7	9.3	7.5	10.2	7.8
Tasso Shibor 3m (media) (%)	4.37	3.75	2.83	2.39	2.52	2.46
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.57	3.64	3.18	2.95	3.04	2.79
Cambio USD/CNY (media)	6.76	6.61	6.91	6.90	6.45	6.73
Saldo delle partite correnti (md di USD)	189	24	103	274	334	367
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.5	0.2	0.7	1.8	1.9	1.9
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.8	-4.7	-5.6	-8.6	-6.9	-6.7
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	33.7	36.4	38.6	45.8	46.4	48.4

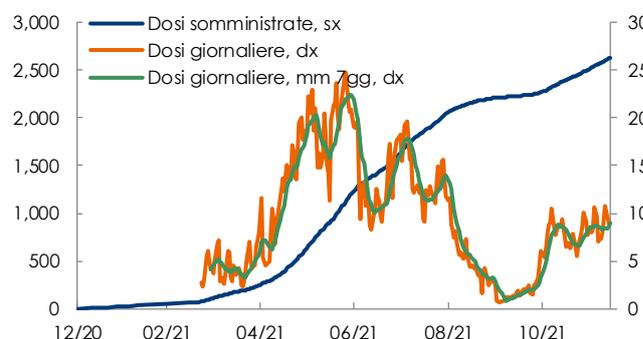
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Cina: COVID-19, nuovi casi e casi attivi



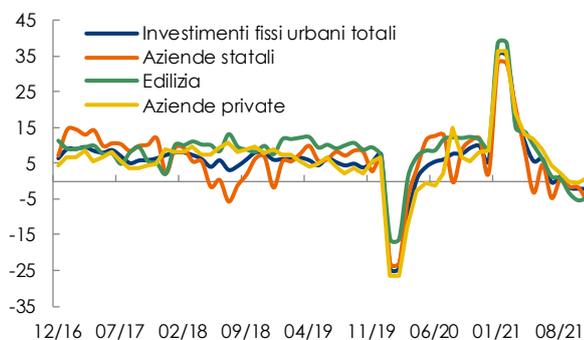
Fonte: CEIC da NHC

Fig. 2 – Cina: COVID-19, vaccinazioni (milioni di dosi)



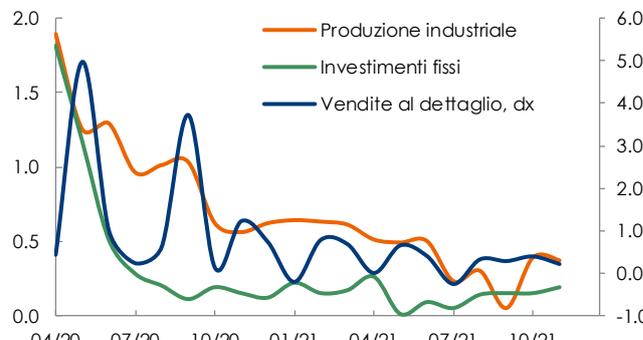
Fonte: CEIC da NBS

Fig. 3 – Investimenti fissi nominali a/a*



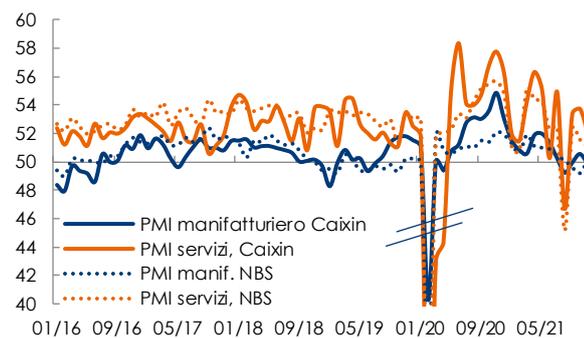
Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



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

Fig. 5 - Indici PMI



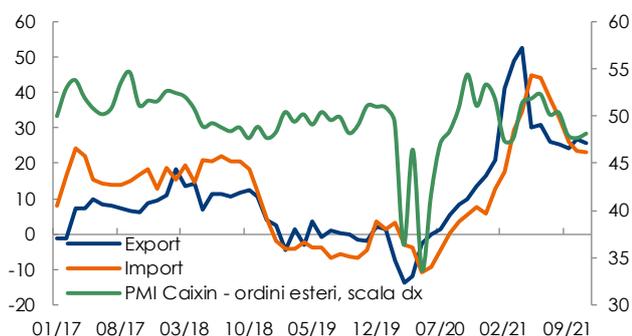
Fonte: Caixin-Markit

Fig. 6 – Impulso del credito*



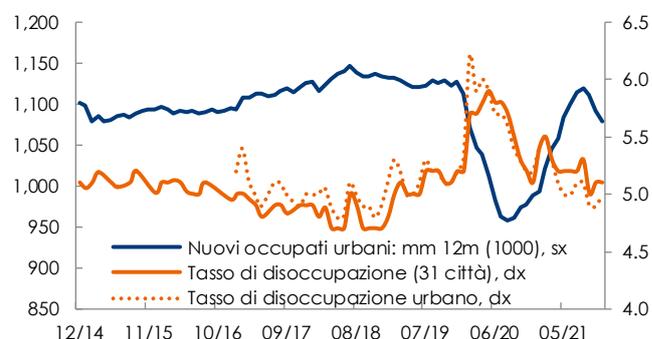
Nota: (*) Variazione del nuovo credito (finanza sociale) rispetto all'anno precedente su PIL. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Commercio estero 3m a/a



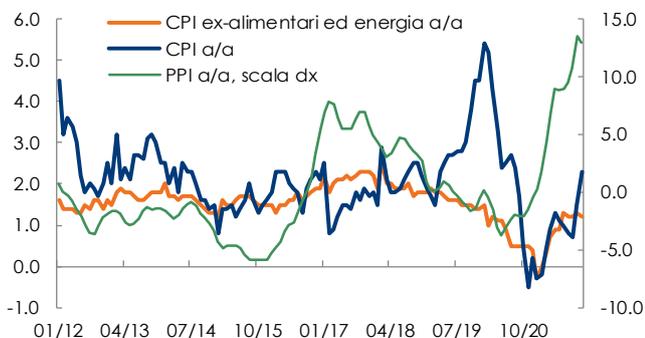
Fonte: Bloomberg, IHS-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Mercato del lavoro



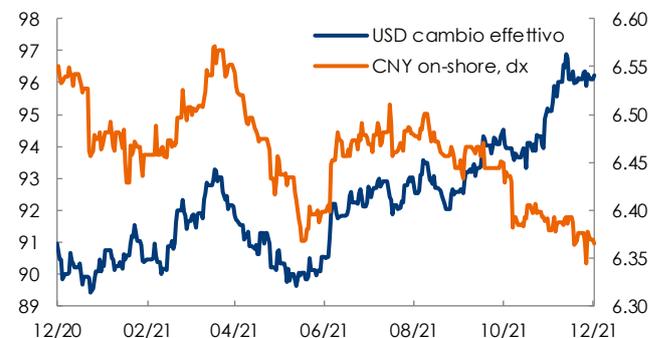
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Inflazione



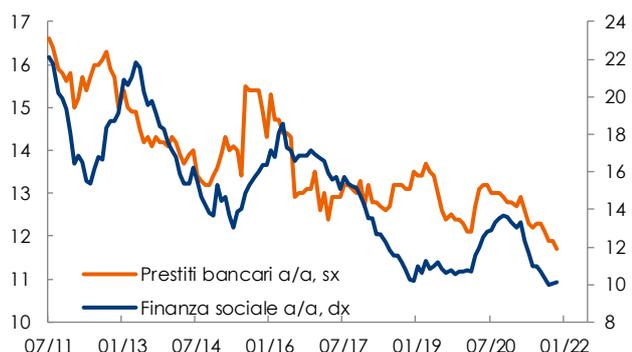
Fonte: CEIC

Fig. 10 - Cambio



Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Credito aggregato



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Prezzi degli immobili residenziali*



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

India: la ripresa prosegue ma restano nubi all'orizzonte

La discesa dei contagi ha permesso un rimbalzo del PIL nel 3° trimestre e la prosecuzione della ripresa nel 4° trimestre ma lo scenario rimane offuscato dall'incertezza sull'evoluzione della pandemia e dalle interruzioni alle filiere produttive globali. Questo ci induce a una valutazione prudentiale che mantiene invariate le previsioni di crescita a 8,2% nel 2021 e a 7,0% nel 2022.

Silvia Guizzo

La situazione sul **fronte pandemico** ha continuato a migliorare (Fig. 1): la media a sette giorni dei contagi giornalieri si è stabilizzata intorno a 8 mila nell'ultima settimana di novembre, da poco sopra 25 mila al 30 settembre. Il temuto aumento generalizzato dei casi, in seguito agli spostamenti legati ad alcune importanti festività tra ottobre e novembre (tra cui Dussehra il 15 ottobre e Diwali il 5 novembre), non si è verificato ma i contagi sono in aumento in alcuni stati e alcune misure di restrizione sono state estese (Bengala, Gujarat). La campagna vaccinale, dopo un rallentamento tra settembre e ottobre, sta nuovamente accelerando (Fig. 2) ma la copertura resta ancora bassa rispetto ad altri paesi: solo il 32% della popolazione è completamente vaccinata, mentre il 24,5% ha ricevuto una sola dose. L'Indian Council of Medical Research rileva però che a metà estate **il 67,6% della popolazione** era stata **esposta al virus** e possedeva già gli anticorpi contro la variante Delta. La probabilità di una terza ondata, che molti epidemiologi si attendevano già in autunno, viene dunque ridotta ma resta non trascurabile alla luce degli aumenti dei contagi anche in paesi con alto tasso di vaccinazione (quali Israele, UK, USA) e della diffusione della variante Omicron. Il sistema sanitario del Paese, poi, resta ancora scarsamente equipaggiato per affrontare la diffusione di malattie ricorrenti, come dimostra anche la recente situazione di stress degli ospedali a Delhi, colpita da diversi casi di dengue.

Il netto miglioramento della situazione pandemica ha permesso un **rimbalzo del PIL nel 3° trimestre**, che stimiamo del 5,5% t/t sui dati destagionalizzati (dopo un calo del -5,3% t/t nel 2°), anche se la dinamica tendenziale, sfavorevolmente influenzata dal confronto con la ripresa della seconda metà del 2020, è rallentata da 20,1% a/a a 8,4% a/a, poco sopra le nostre attese (8,2% a/a). Il **contributo più elevato** alla crescita è venuto **dai consumi privati, seguiti dagli investimenti**, mentre la maggior accelerazione delle importazioni ha reso negativo l'apporto fornito dal canale estero. Dal lato dell'offerta il traino è venuto dai servizi, specie dai trasporti e, tra l'industria, dal settore minerario.

I dati mensili indicano che la **ripresa sta proseguendo anche nel 4° trimestre**. Secondo gli indici PMI il ritmo di espansione dell'attività è rimasto sostenuto in ottobre e novembre sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, trainato soprattutto dalla domanda domestica. Il traffico cargo domestico è salito sopra i livelli pre-pandemia riportandosi in linea con quello internazionale (Fig. 4). La dinamica del commercio estero è rimasta sostenuta, anche al netto del petrolio e dell'oro (Fig. 7) e più elevata per le importazioni. Nell'Indagine della RBI la **fiducia delle imprese, in costante miglioramento** dal 4° trimestre del 2020, si è stabilizzata tra il 2° e il 3° trimestre del 2021 ma le aspettative per il 4° trimestre sono balzate ai livelli più alti da quando esiste la serie (Fig. 5) e risultano ancora più brillanti per il 1° trimestre 2022 e per il successivo. L'aumento della fiducia, delle proposte di investimento delle imprese industriali e delle importazioni di macchinari, unito alla riaccelerazione del credito all'industria (Fig. 9), migliorano le prospettive di ripresa degli investimenti privati, finora modesta e minore rispetto a quella degli investimenti pubblici.

Il traffico passeggeri sia domestico sia internazionale è risalito ulteriormente tornando ai livelli pre-seconda ondata (Fig. 4) anche se il secondo resta molto contenuto e rischia di essere nuovamente frenato dalle misure di contenimento della variante Omicron. Il significativo aumento della mobilità, segnalato anche dagli indici Google (Fig. 3), si è riflesso in un incremento del volume delle fatture elettroniche tra agosto e ottobre, quando ha superato i livelli pre-seconda ondata, seguito però da un moderato rallentamento in novembre. Le strozzature dal lato dell'offerta hanno pesato sull'andamento delle vendite di automobili, ancora al di sotto dei livelli del 2019 rispetto ai quali solo la vendita di trattori è in aumento. I dati del CMIE indicano che

il recupero del mercato del lavoro è quasi completo, con gli occupati che hanno raggiunto livelli molto vicini a quelli di fine 2019 o poco superiori (zone rurali) così come il tasso di disoccupazione, che resta però più elevato e in marginale aumento nelle zone urbane. Secondo l'indagine Manpower le intenzioni di assunzione delle imprese sono salite ai massimi nel 4° trimestre ma gli indici PMI dipingono un quadro misto, di marginale miglioramento nel settore manifatturiero ma di minor espansione nel settore dei servizi. La **fiducia dei consumatori**, nonostante il rimbalzo in settembre e novembre, resta lontana dalla soglia di ottimismo (Fig. 6) limitando le prospettive di ripresa dei consumi che appaiono comunque migliori nelle zone rurali rispetto a quelle urbane.

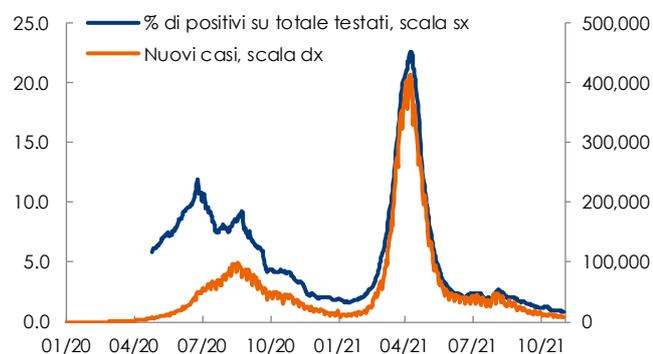
L'**inflazione** dei prezzi al consumo, in moderato rallentamento dal picco di giugno (6,3% a/a), è risalita da 4,3% a/a in settembre a 4,9% a/a in novembre a causa di un aumento dei prezzi dei carburanti e delle verdure. Quest'ultimo, causato dalle forti piogge in ottobre e novembre, è però atteso rientrare con l'arrivo sul mercato di abbondanti raccolti invernali. Anche i prezzi dei carburanti sono previsti in moderazione grazie alla riduzione sia delle accise a livello nazionale in vigore dal 3 novembre sia dell'IVA, varata in 25 stati. Tuttavia, l'inflazione core rimane elevata a 6,1% a/a in ottobre e novembre (ns. stima) sospinta al rialzo dai comparti di abbigliamento, sanità e trasporti e comunicazioni. L'indagine bimestrale della RBI registra inoltre aspettative d'inflazione stabili su livelli alti per i consumatori e, per le imprese, pressioni al rialzo sia sui costi sia sui salari nei prossimi trimestri. Il punto di partenza più alto ci porta a **rivedere la previsione d'inflazione da 4,8% a/a a 5,2% a/a nel 2022**. L'inflazione dovrebbe rimanere vicino al 6,0% a cavallo d'anno a causa di un effetto base sfavorevole che poi si invertirà a partire da febbraio, portandola a 5,2% nel 2° trimestre. La **RBI** ha previsioni poco più basse e ritiene che i rischi sull'inflazione siano bilanciati perché l'output gap negativo limita la trasmissione di costi più elevati ai consumatori, anche se sottolinea la necessità di un monitoraggio attento dell'inflazione core. Mantiene inoltre previsioni di crescita elevate per l'AF 2021-22 a 9,5% a/a (nostra previsione 9,0%) e per il successivo, sulle quali però riconosce esistano elevati rischi al ribasso. Alla riunione dell'8 dicembre ha mantenuto i tassi invariati, confermando l'orientamento accomodante rispetto al quale Jayanth R. Varma ha continuato ad esprimere dissenso. La RBI sta però accentuando la normalizzazione della liquidità in eccesso attraverso l'aumento dell'ammontare delle operazioni di *reverse repo* a tasso variabile a 14gg, dove il tasso medio è salito al di sopra del tasso fisso. Riteniamo che i rischi al ribasso sulla crescita possano far slittare da febbraio ad aprile l'atteso cambio dell'orientamento a neutrale e un aumento del tasso *reverse repo*. **Manteniamo la previsione di tasso repo invariato al 4% fino al 1° trimestre 2022 con l'avvio di una graduale fase di rialzi tra il 2° e il 3° trimestre.**

Tabella previsioni

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
PIL (prezzi costanti)	6.1	7.3	4.8	-7.0	8.2	7.0
Consumi privati	5.6	7.8	6.7	-9.4	8.0	9.4
Consumi pubblici	13.4	6.4	7	-1.1	11.6	16.8
Investimenti fissi	5.6	12.5	6	-13	17.7	8.9
Esportazioni	5	10.7	1.8	-9.0	22.6	9.5
Importazioni	13.4	14.2	0	-17.1	33.5	13.9
Produzione industriale	3.5	5.2	0.7	-11	13.3	7.3
Inflazione (CPI)	3.3	3.9	3.7	6.6	5.2	5.2
Tasso di disoccupazione (%)	6.9	5.9	4.3	9.4	8.2	6.4
Salari medi	9.1	10.9	3.4	-2.8	16.4	10.4
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	6.50	7.30	6.70	4.80	3.80	4.40
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	6.70	7.70	7.00	6.10	6.16	6.44
Cambio USD/INR (media)	65.11	68.40	70.42	74.12	73.96	76.96
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	-39	-66	-30	33	-65	-142
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.5	-2.4	-1.0	1.3	-2.1	-4.3
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.9	-3.6	-4.4	-6.0	-7.0	-6.0
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	45.5	44.7	47.1	56.6	57.0	57.8

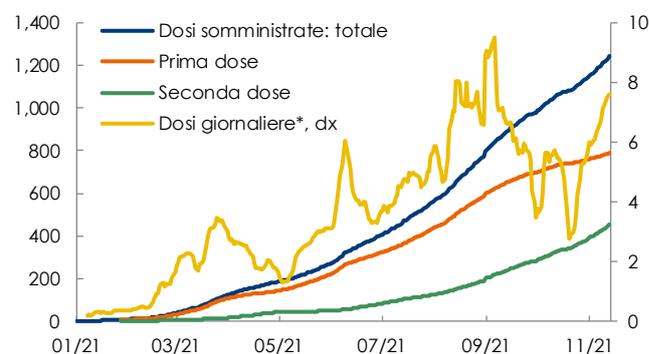
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – COVID-19: andamento dei contagi



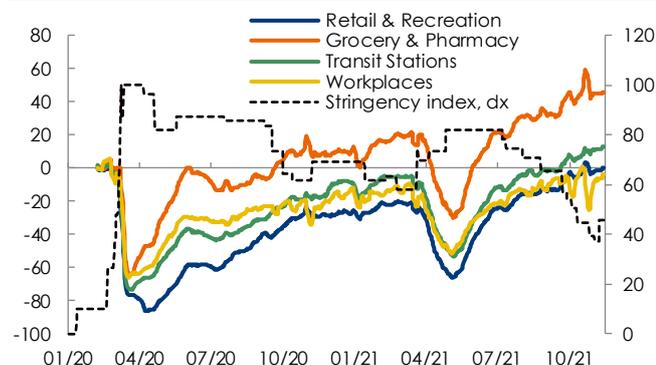
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



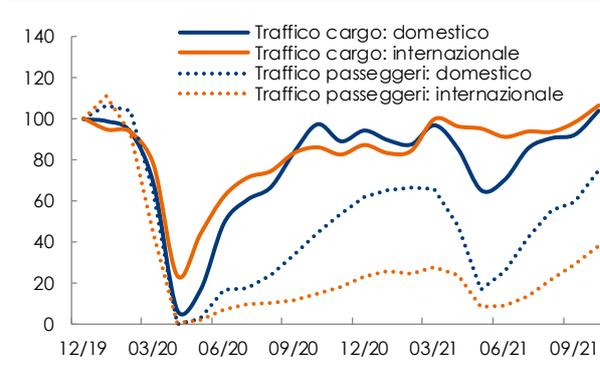
Nota: (*) Media mobile a 7 giorni. Fonte: CEIC

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



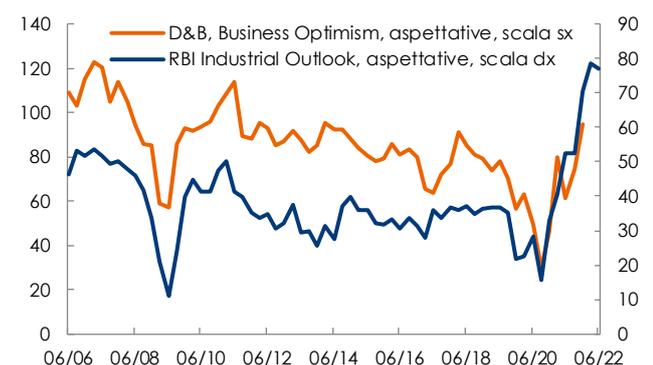
Fonte: CEIC

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



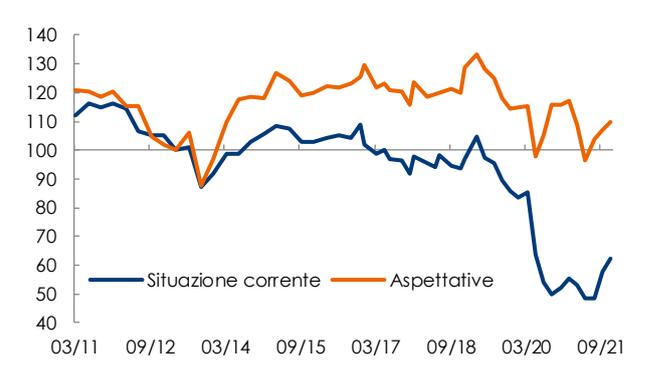
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Fiducia delle imprese



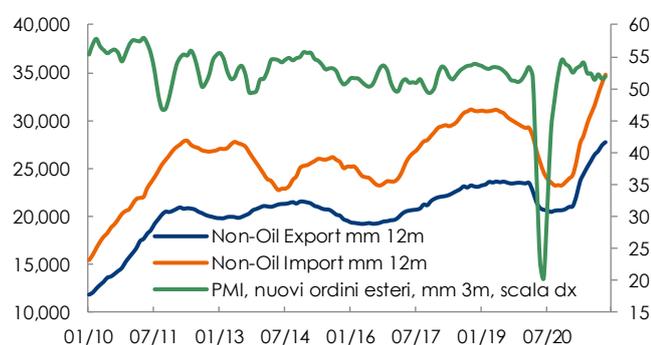
Fonte: CEIC

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



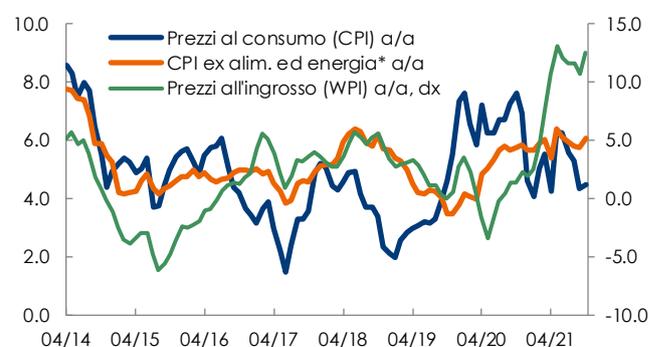
Fonte: IHS-Markit

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



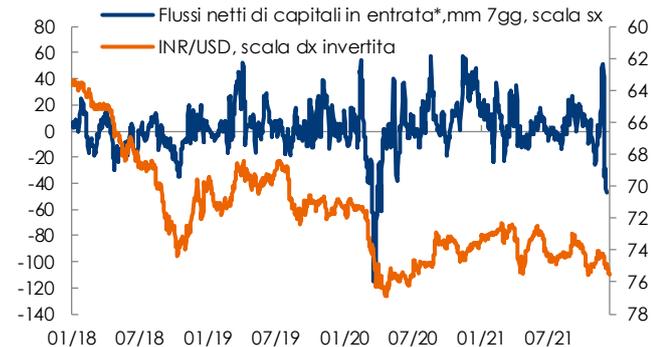
Fonte: CEIC

Fig. 10 - Inflazione



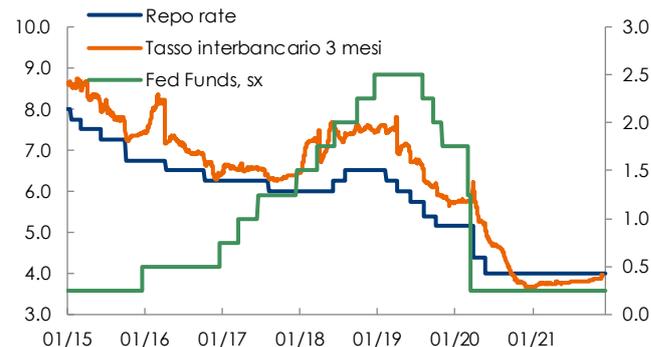
Nota: (*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

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



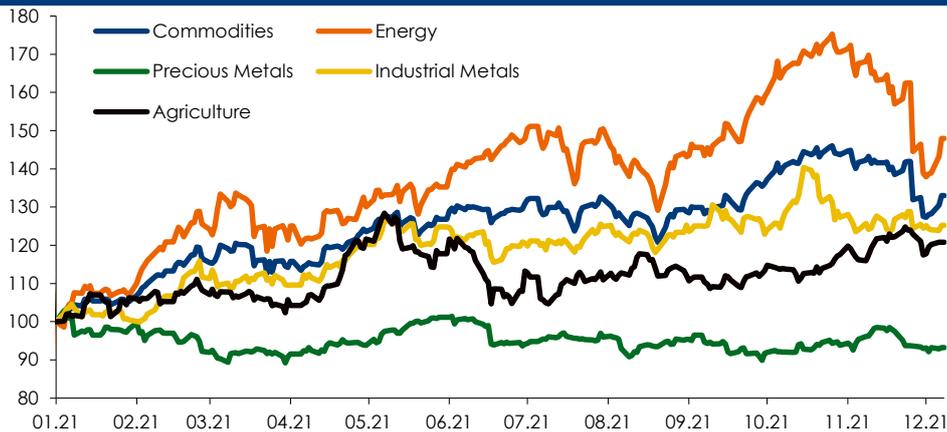
Fonte: CEIC, Bloomberg

Materie prime: pesano la variante Omicron e le politiche monetarie

L'impatto negativo della variante Omicron e la minaccia di politiche monetarie più restrittive rappresentano ora i principali ostacoli per i mercati delle materie prime e potrebbero innescare più ampie correzioni dei prezzi nel breve termine. Tuttavia, un temporaneo indebolimento dei corsi delle materie prime beneficerebbe l'economia mondiale, contribuendo ad accelerare i tassi di crescita, e semplificherebbe il compito delle principali banche centrali.

Daniela Corsini

Rendimenti da inizio anno dei principali comparti delle materie prime (dic. 2020=100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le prospettive macroeconomiche si confermano più deboli di quanto inizialmente previsto, a causa delle elevate pressioni inflazionistiche e dei timori di una probabile stretta monetaria più rapida di quanto precedentemente anticipato da parte della Federal Reserve. Inoltre, l'inattesa diffusione della variante Omicron sta provocando una revisione al ribasso delle stime di domanda mondiale di materie prime, ritardando ulteriormente la ripresa in alcuni settori, come l'aviazione, o causando un peggioramento delle prospettive per le filiere globali a causa della persistente minaccia di colli di bottiglia logistici e chiusure temporanee delle attività economiche e produttive.

A nostro avviso, in questo momento l'impatto negativo della variante Omicron e la minaccia di politiche monetarie più restrittive rappresentano i principali ostacoli per i mercati delle materie prime e potrebbero innescare più ampie correzioni dei prezzi di mercato nel breve termine.

Tuttavia, un temporaneo indebolimento dei corsi delle materie prime addurrebbe grandi benefici all'economia mondiale, contribuendo ad accelerare i tassi di crescita, e semplificherebbe il compito delle principali banche centrali, che potrebbero continuare a sostenere la ripresa economica invece di combattere le pressioni inflazionistiche alimentate dalle materie prime.

Nel nostro scenario di base, dopo una probabile, più profonda, correzione a inizio anno, i prezzi della maggior parte delle materie prime potrebbero riprendere una traiettoria di moderato rialzo. Infatti, le quotazioni di petrolio e metalli non ferrosi potrebbero recuperare parte del terreno perso non appena le banche centrali avranno rassicurato i mercati e la crescita economica globale si sarà consolidata.

Nel corso del prossimo anno, gli specifici fondamentali di domanda e offerta dovrebbero ritornare ad essere i principali driver dei prezzi delle materie prime, prevalendo sui fattori macroeconomici, e la volatilità dovrebbe essere alimentata soprattutto da flussi di notizie riguardanti interruzioni delle forniture, ritardi nelle filiere logistiche e previsioni sulle future dinamiche di consumo, soprattutto in Cina.

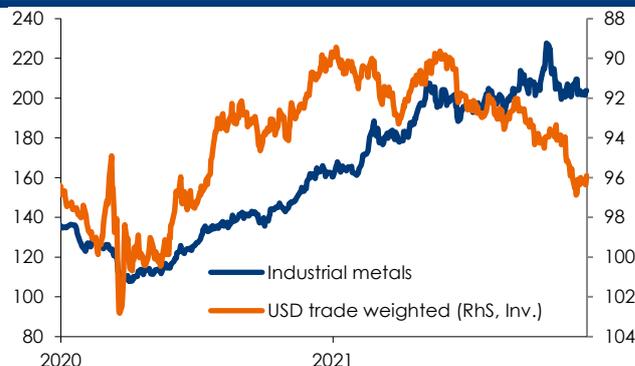
Nel medio e lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali, mentre i prezzi di gas naturale ed energia dovrebbero registrare una progressiva diminuzione, pur mantenendo le consuete oscillazioni stagionali.

Prezzo dell'oro in dollari per oncia e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo delle materie prime

Petrolio. A seguito del recente indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e dei timori di una più rapida stretta monetaria, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sulle quotazioni del petrolio per il prossimo anno. A nostro avviso, una temporanea correzione potrebbe spingere il Brent verso un livello medio di 65 dollari nel 1° trimestre 2022. Successivamente, le pressioni al rialzo sul prezzo del petrolio potrebbero riprendere forza a fronte di previsioni più ottimistiche sulla domanda mondiale, grazie a un aumento stagionale dei consumi di combustibili e, si spera, di un allentamento dei timori sull'andamento dell'epidemia. Di conseguenza, ci attendiamo che si consolidi un trend rialzista del prezzo del petrolio a partire dal 2° trimestre 2022. Nel nostro scenario di base, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67,5 dollari nel 2022 e di 70 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare movimenti intraday.

Mercati energetici. Anche se difficilmente potranno ripetersi ogni anno le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia alle porte della stagione invernale 2021/22, possiamo comunque attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, dovuti alla necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e alla progressiva penetrazione delle energie rinnovabili.

Metalli preziosi. Da inizio anno, le quotazioni di tutti i principali metalli preziosi hanno registrato una flessione. Manteniamo una view negativa su oro e argento, poiché riteniamo che l'adozione di politiche monetarie più restrittive continuerà a ridurre la propensione a investire nei due metalli. Per contro, ci attendiamo un parziale recupero delle recenti perdite subite da platino e palladio, grazie alla probabile accelerazione della domanda proveniente dal settore automobilistico, dovuta all'allentamento della crisi dei semiconduttori.

Metalli industriali. L'inattesa diffusione della variante Omicron e le aspettative di una più rapida stretta da parte della Federal Reserve hanno determinato un aumento del rischio di una più marcata correzione dei prezzi di gran parte dei metalli industriali. Ora, prevediamo infatti una diminuzione delle quotazioni nel 1° trimestre 2022. Tuttavia, più avanti nel corso dell'anno, gli specifici fondamentali di domanda e offerta dovrebbero tornare ad essere i principali driver e quindi le quotazioni dei metalli non ferrosi dovrebbero recuperare terreno. Nel medio/lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali.

Merci agricole. L'agricoltura è il settore delle materie prime che esibisce la più marcata elasticità dell'offerta ai prezzi. Di conseguenza, le elevate quotazioni registrate nel 2021 dovrebbero contribuire ad aumentare l'offerta nel 2022, laddove possibile, e potrebbero determinare diffuse diminuzioni dei prezzi in anticipazione della prossima stagione dei raccolti. Tuttavia, anomale condizioni meteorologiche restano la minaccia più preoccupante e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili del cambiamento climatico e del riscaldamento globale sul settore.

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

AI 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	80.0	65.0	67.0	70.9	67.5	70.0	72.0
NYMEX WTI	78.0	63.0	65.0	68.1	65.5	68.0	70.0
NYMEX NATURAL GAS	5.2	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	32.0	25.0	18.0	17.1	19.3	15.0	13.0
TTF NATURAL GAS	82.0	58.0	37.0	43.5	40.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	82.5	58.5	37.5	43.4	40.8	32.3	29.2
PUN	186.0	124.0	105.0	111.2	107.0	94.0	92.0
EEX Power	172.0	110.0	91.0	96.6	93.0	86.0	85.0
EUA	70.0	75.0	78.0	53.7	78.8	90.0	95.0
LBMA GOLD	1,800	1,770	1,730	1,800	1,720	1,650	1,600
LBMA SILVER	24.0	24.0	24.0	25.3	24.0	23.0	22.0
LBMA PLATINUM	1,000	1,025	1,050	1,091	1,075	1,125	1,150
LBMA PALLADIUM	1,980	2,000	2,050	2,408	2,050	2,150	2,200
LME COPPER 3M	9,500	8,900	9,400	9,266	9,500	10,000	10,200
LME ALUMINIUM 3M	2,600	2,400	2,500	2,441	2,550	2,800	2,850
LME NICKEL 3M	19,500	18,500	19,900	18,395	20,000	21,250	21,500
LME ZINC 3M	3,100	2,900	3,100	2,950	3,125	3,340	3,360
LME LEAD 3M	2,290	2,100	2,270	2,185	2,240	2,340	2,360
LME TIN 3M	37,000	34,000	34,500	30,876	34,750	35,500	35,000
SGX IRON ORE	100	95	92	158	90	85	84
TSI U.S. HRC STEEL	1,850	1,700	1,675	1,618	1,650	1,500	1,400
CME HRC NWE	970	900	880	970	870	820	800
LME HRC FOB China	820	720	710	829	705	670	650
LME REBAR	720	660	650	687	645	600	570
LME SCRAP	480	440	430	467	425	400	390
CBOT CORN	560	540	520	580	520	500	480
CBOT WHEAT	780	780	750	701	740	670	590
CBOT SOYBEAN	1,240	1,200	1,180	1,372	1,170	1,000	960
NYB-ICE COTTON	110	105	100	93	98	86	78
ICE SUGAR	510	480	460	471	450	415	405
CBOT SOYBEAN MEAL	350	340	330	382	328	315	305
CBOT SOYBEAN OIL	58.0	57.0	56.0	58	55.5	54.0	52.0
NYB-ICE SUGAR	19.6	18.5	17.0	17.9	16.8	15.5	15.0
NYB-ICE ARABICA COFFEE	225	210	200	169	185	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,300	2,200	2,000	1,766	1,925	1,600	1,480
NYB-ICE COCOA	2,500	2,480	2,470	2,488	2,465	2,450	2,400
LND-ICE COCOA	1,720	1,640	1,700	1,700	1,700	1,680	1,650

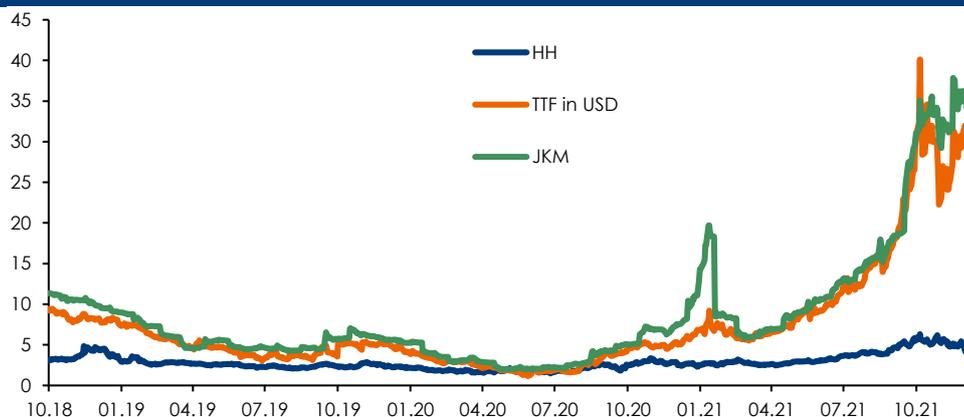
Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Mercati energetici: la prima crisi dell'era verde

Anche se difficilmente le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia alle porte della stagione invernale 2021/22 si ripeteranno ogni anno, possiamo attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, dovuti alla necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e alla progressiva penetrazione delle energie rinnovabili.

La crisi energetica è deflagrata quest'anno a seguito di un periodo particolarmente lungo di eccezionali condizioni meteorologiche e di mercato, fra le quali annoveriamo una forte ripresa della domanda sia per consumi residenziali che industriali, un aumento della concorrenza sui mercati mondiali di gas naturale liquefatto (GNL) e insufficienti flussi via gasdotto provenienti da Norvegia e Russia.

Prezzi del GNL JKM e del gas naturale TTF e Henry Hub, contratti future sul primo mese, in USD/MMBtu



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'aumento dei prezzi è stato particolarmente forte in Europa e Asia del nord, poiché queste due regioni sono importatrici nette di gas e combustibili utilizzati per la produzione di energia elettrica, mentre i rincari sono stati più contenuti negli Stati Uniti, dove l'abbondante produzione domestica di gas naturale e petrolio ha permesso di contenere il deficit sul mercato domestico.

Tuttavia, eccezionali condizioni meteorologiche e di mercato non sono sufficienti a spiegare pienamente l'attuale crisi sui mercati energetici mondiali, le cui origini sono anche da ricercare in decisioni politiche maturate molti anni fa, poiché l'impegno dei governi nel perseguire obiettivi di lungo termine, quali la tutela dell'ambiente, la mitigazione del cambiamento climatico e la decarbonizzazione, ha favorito gli investimenti nella generazione di energia da fonti rinnovabili e ha determinato un notevole incremento della domanda globale di gas naturale e GNL, considerati come "combustibili ponte" nel processo di transizione energetica, mentre ha scoraggiato gli investimenti nella generazione di energia da altre fonti fossili, come olio combustibile o carbone. Quest'evoluzione dell'orientamento politico è stata particolarmente marcata in Europa, a causa di tre fattori specifici:

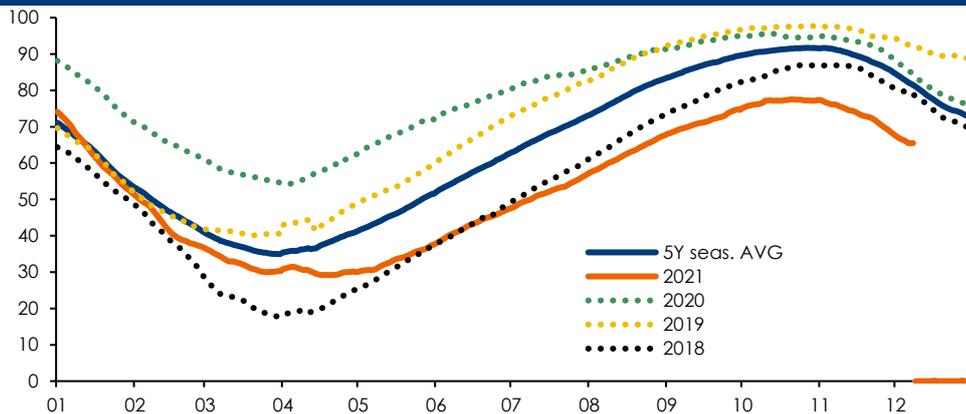
- Nell'ultimo decennio, la regolamentazione europea del trading dei diritti di emissione di anidride carbonica e di altri gas clima-alteranti è stata riformata e ora il mercato è finalmente efficiente: le emissioni sono diventate molto più costose, e ora i prezzi dei future forniscono un segnale efficace ai partecipanti al mercato, guidando le decisioni di investimento ed influenzando il mix di generazione elettrica;
- In Olanda, l'aumento di terremoti e scosse sismiche ha inizialmente spinto a rallentare i ritmi di sfruttamento del giacimento di gas di Groningen, il più importante in Europa continentale, e ha successivamente giustificato la scelta di abbandonare progressivamente l'estrazione;
- Nel 2011, dopo il disastro di Fukushima, in Giappone, i diffusi timori dell'opinione pubblica riguardo i livelli di sicurezza dei reattori nucleari hanno determinato un graduale abbandono della generazione da energia nucleare in Germania, incrementando la dipendenza del Paese dalle importazioni di gas naturale e dalla produzione di energia da fonti rinnovabili.

Queste decisioni politiche hanno reso l'Europa più dipendente dalle importazioni di gas naturale. Nei periodi di eccesso di offerta sul mercato del gas europeo, come nel 2018, 2019 e per la maggior parte del 2020, questa maggiore dipendenza rappresentava semplicemente una preoccupazione geopolitica che, tuttavia, non aveva impatti rilevanti sull'economia reale. Per contro, la dipendenza europea è diventata una seria minaccia sia alla stabilità del mercato energetico continentale sia alla ripresa economica quando il mercato mondiale del gas è tornato in deficit, come accaduto nel 2021.

Di conseguenza, anche la volatilità dei prezzi di gas ed energia è cresciuta enormemente, poiché la scarsità di gas sta costringendo gli operatori del mercato ad analizzare con maggiore preoccupazione i flussi di notizie riguardanti livelli di scorte, previsioni meteorologiche, blocchi della produzione, risultati delle aste, volumi in transito nei gasdotti, arrivi di GNL e sviluppi politici nel processo di autorizzazione del gasdotto Nord Stream 2.

Attualmente, le scorte di gas europeo restano ampiamente al di sotto della media stagionale. Secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe, durante il picco stagionale, gli stoccaggi europei raggiungevano appena il 77% della capacità (un livello normalmente registrato a fine luglio) rispetto a una media stagionale a 5 anni del 92%. L'inadeguatezza delle scorte di gas alimenta timori sulla stabilità del sistema europeo nel caso in cui l'inverno dovesse rivelarsi più freddo della media, poiché le più basse temperature amplificherebbero la domanda di gas per riscaldamento. Tuttavia, temiamo che anche un inverno "normale", ovvero con un numero di *heating degree days* vicino alla media stagionale, potrebbero creare notevoli criticità alle infrastrutture europee, causando l'erosione dei livelli di stoccaggio sino a nuovi minimi prima dell'avvio della prossima stagione delle immissioni. Se le nostre previsioni dovessero rivelarsi corrette, il prezzo del gas resterebbe elevato anche nella primavera e nell'estate del 2022 per incentivare le iniezioni negli stoccaggi in anticipazione della stagione invernale 2022-23.

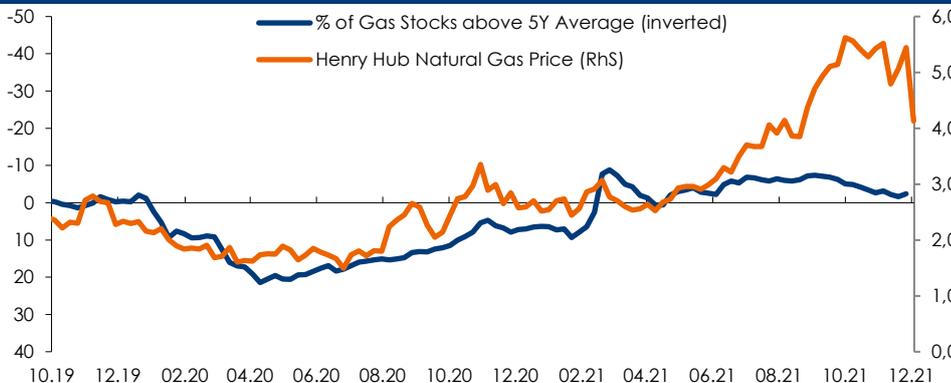
Gas Infrastructure Europe (GIE), scorte di gas UE28, % della capacità



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per contro, negli Stati Uniti un'adeguata produzione domestica ha contribuito a limitare l'aumento del prezzo del gas naturale Henry Hub, nonostante la solida domanda di esportazioni di GNL stia mantenendo le scorte domestiche su livelli leggermente inferiori alla media a cinque anni.

Scorte statunitensi di gas, percentuale al di sopra della media a 5 anni, vs. prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

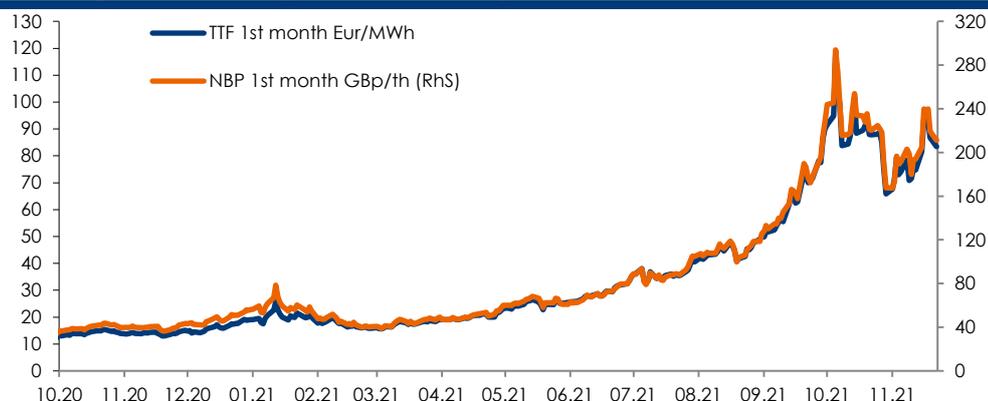
Considerando le attuali condizioni tese sui mercati fisici del gas naturale, prevediamo che i prezzi delle materie prime energetiche si manterranno per diversi mesi ben al di sopra della media stagionale, anche se la mano invisibile del mercato dovrebbe favorire un progressivo ribilanciamento e una conseguente moderazione delle quotazioni: la produzione di gas ed energia dovrebbe aumentare lentamente in risposta ai prezzi elevati; e stiamo già assistendo a un'erosione della domanda, almeno nei settori più elastici ai prezzi.

Nel nostro scenario di base, nei prossimi dodici mesi i prezzi di gas ed energia dovrebbero diminuire, anche se probabilmente resteranno sopra le rispettive medie stagionali, a causa delle persistenti limitazioni all'offerta di gas, delle scorte eccezionalmente basse e della volatilità legata alle condizioni meteorologiche. Secondo le nostre previsioni, il contratto sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe mantenersi all'interno di un intervallo di 60-85 euro/MWh nei mesi invernali, per poi scendere in un intervallo di 25-40 euro/MWh a partire dal 2° semestre del prossimo anno, grazie a una ripresa delle forniture di gas e GNL a livello mondiale.

Gli operatori di mercato sperano che quando il gasdotto Nord Stream 2 potrà avviare le prime spedizioni commerciali di gas verso l'Europa, la sicurezza di approvvigionamento per i flussi provenienti dalla Russia possa migliorare, anche se sono ancora incerte le tempistiche dell'autorizzazione finale. In effetti, se i regolatori europei si prendessero tutto il tempo consentito per approvare il progetto, il processo potrebbe essere completato soltanto a inizio maggio.

Per questo motivo, nel nostro scenario di base prevediamo un contributo significativo del gasdotto Nord Stream 2 soltanto in primavera. Di conseguenza, permangono significativi rischi al rialzo per i prezzi di gas ed energia nel prossimo inverno, soprattutto in caso di temperature inferiori alla media.

Prezzi del gas naturale in Europa, contratti future sul primo mese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sottolineiamo che le nostre previsioni sono caratterizzate da un maggiore grado di incertezza rispetto al solito a causa di eccezionali condizioni sui mercati fisici, che stanno alimentando livelli di volatilità senza precedenti nei prezzi di gas ed energia sui mercati finanziari.

Sfortunatamente, man mano che progrediranno la necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e la progressiva diffusione delle energie rinnovabili, possiamo attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, sebbene le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia prima della stagione invernale 2021/22 difficilmente si ripeteranno ogni anno. In aggiunta, dovremmo anche attenderci quotazioni più elevate per i diritti di emissione di anidride carbonica (future EUA) per un periodo prolungato. Infatti, l'introduzione di regole più severe dovrebbe spingere al rialzo i future sull'anidride carbonica anche nel lungo termine, mentre il maggiore utilizzo di carbone registrato quest'anno per la produzione di energia dovrebbe sostenere i prezzi nel breve termine.

Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i mercati energetici, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	80.0	65.0	67.0	70.9	67.5	70.0	72.0
NYMEX WTI	78.0	63.0	65.0	68.1	65.5	68.0	70.0
NYMEX NATURAL GAS	5.2	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	32.0	25.0	18.0	17.1	19.3	15.0	13.0
TTF NATURAL GAS	82.0	58.0	37.0	43.5	40.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	82.5	58.5	37.5	43.4	40.8	32.3	29.2
PUN	186.0	124.0	105.0	111.2	107.0	94.0	92.0
EEX Power	172.0	110.0	91.0	96.6	93.0	86.0	85.0
EUA	70.0	75.0	78.0	53.7	78.8	90.0	95.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: trend rialzista del dollaro in via di esaurimento nel 2022

L'accelerazione del processo di normalizzazione della Fed dovrebbe favorire il dollaro USA a livello generalizzato nel breve, ma il *trend* rialzista dovrebbe andare esaurendosi nel prosieguo del 2022, al ridursi della distanza di policy tra la Fed e le altre principali banche centrali. Euro e sterlina dovrebbero infatti invertire rotta al rialzo, grazie alla graduale riduzione del QE BCE e ai rialzi dei tassi BoE. Fa eccezione lo yen, atteso in calo al protrarsi della divergenza tra BoJ e Fed.

Asmara Jamaleh

Il dollaro si appresta a chiudere il 2021 in ampio apprezzamento, favorito a inizio anno da aspettative di una ripresa economica dalla crisi pandemica più rapida e robusta che altrove e negli ultimi mesi da aspettative di **un sentiero di normalizzazione della politica monetaria più rapido di quanto atteso in precedenza**, non solo in termini di (accelerazione del) *tapering* ma anche con riferimento al ciclo di rialzi dei tassi (Fig. 1), il cui avvio è stato infatti anticipato ulteriormente al FOMC del 15 dicembre, dal 2023 al 2022. In questa sede la Fed ha annunciato un'accelerazione del *tapering* che dovrebbe portare a terminare gli acquisti netti a marzo, in modo da poter iniziare ad alzare i tassi già a giugno. Infatti ora la Fed prevede tre rialzi (di 25pb) nel 2022, tre nel 2023 e due nel 2024, con punto di arrivo nel più lungo termine invariato a 2,5%.

Il nuovo profilo va sostanzialmente ad allineare la Fed con il mercato, che già in precedenza scontava tra i cinque e i sei rialzi tra il 2022 e il 2023. La Fed giustifica il nuovo sentiero di *policy* con l'**accresciuto rischio inflazionistico in un contesto però di miglioramento del quadro occupazionale e di crescita**. Ha infatti rivisto al rialzo la crescita attesa l'anno prossimo da 3,8% a 4,0%, dopo il 5,5% stimato per quest'anno, rivedendo al ribasso da 3,8% a 3,5% il tasso di disoccupazione, e al rialzo da 2,2% a 2,6% l'inflazione. La crescita è poi attesa in decelerazione successivamente, a 2,2% nel 2023 (rivisto al ribasso da 2,5%) e 2,0% nel 2024, il tasso di disoccupazione è previsto stabilizzarsi a 3,5% nello stesso periodo, e l'inflazione è vista in calo a 2,3% nel 2023 (ritoccata al rialzo da 2,2%) e 2,1% nel 2024. Nonostante la revisione migliorativa dello scenario macro per il 2022, la **Fed** sottolinea di essere **comunque pronta a modificare il sentiero di policy se necessario** qualora il perseguimento degli obiettivi di occupazione e di inflazione venisse compromesso, il che apre alla possibilità di un rialzo dei tassi aggiuntivo nel 2022 in caso di ulteriori pressioni inflazionistiche. **Il nuovo scenario Fed dovrebbe essere solo parzialmente favorevole al dollaro, ovvero fintantoché il sentiero (atteso) di normalizzazione della politica monetaria resta più rapido e/o marcato rispetto alle altre principali banche centrali, il che dovrebbe offrirgli ancora un vantaggio tendenzialmente circoscritto al breve termine**, per due ragioni: **(i)** nel breve la nuova incertezza provocata dal recente peggioramento della pandemia può infatti spingere buona parte delle altre principali banche centrali a mantenere un approccio cauto in termini di normalizzazione delle condizioni di *policy*, **(ii)** i maggiori rischi verso l'alto sull'inflazione dovrebbero emergere nel breve, per cui è in questa fase, non più avanti, che la Fed potrebbe rivedere al rialzo il profilo atteso dei rialzi dei tassi quest'anno. Il dollaro dovrebbe pertanto tendenzialmente consolidare nel breve (orizzonte a 1m-3m circa) ed eventualmente rafforzarsi ancora un po'. Successivamente, quando la distanza rispetto alle altre principali banche centrali inizierà ad accorciarsi, perché anch'esse si prepareranno alla svolta o andranno accelerando il processo di normalizzazione, si dovrebbe osservare una fase di tendenziale lateralità, destinata a sfociare in un moderato arretramento quando l'atteso miglioramento ("definitivo") del quadro pandemico favorirà un più stabile miglioramento del *sentiment* di mercato, a detrimento delle valute che solitamente fanno da *safe haven*, come appunto il dollaro. Complessivamente dunque si può dire che **il trend rialzista del dollaro, che ha prevalso nel corso del 2021, dovrebbe essere in via di esaurimento**, per cui l'*upside* dovrebbe essere limitato al breve termine. I rischi dello scenario sono leggermente verso l'alto nel breve, ovvero per un dollaro che potrebbe rivelarsi più forte delle attese qualora la Fed optasse per un rialzo dei tassi in più nel 2022, e leggermente verso il basso successivamente, soprattutto in caso di eventuali delusioni dai dati USA (ad es. crescita meno forte a causa di un'inflazione più elevata e/o dell'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria) o di un miglioramento del *sentiment* di mercato globale più marcato al rientro della pandemia.

Euro (EUR/USD)

Risalita dell'euro nel 2022: la riduzione degli acquisti BCE accorcia le distanze rispetto alla Fed.

L'euro si è deprezzato nel 2021, da 1,23 a 1,11 EUR/USD, subendo la maggior forza della ripresa USA e la maggior rapidità della svolta Fed (Fig. 3). Con la riunione del 16 dicembre però, anche la BCE ha posto le basi per l'avvio del processo di normalizzazione, annunciando una graduale riduzione degli acquisti a partire da gennaio 2022, resa possibile dalla prosecuzione della ripresa economica (crescita attesa a 5,1% nel 2021, 4,2% nel 2022, 2,9% nel 2023 e 1,6% nel 2024) e dalla salita dell'inflazione (attesa a 3,2% l'anno prossimo dal 2,6% di quest'anno, e poi in calo a 1,8% sia nel 2023 che nel 2024). Ciononostante, a causa del recente rallentamento della ripresa e del deterioramento del quadro pandemico, la BCE ha spiegato di volersi riservare la massima flessibilità, precisando di essere pronta a riprendere gli acquisti qualora lo scenario dovesse nuovamente peggiorare. La distanza rispetto alla Fed quindi diminuisce, ma l'estrema gradualità del processo di riduzione del QE, la potenziale temporanea reversibilità e la prospettiva che la svolta sui tassi sia comunque lontana (ipotizzabile nel 2023 inoltrato), mantengono tale distanza ancora elevata. La prospettiva di un graduale ridursi della distanza tra BCE e Fed dovrebbe favorire una graduale risalita dell'euro nel corso del 2022 verso 1,20 EUR/USD sull'orizzonte annuale, ma nel breve (1m-3m) la moneta unica potrebbe tornare a indebolirsi (entro 1,12-1,10 EUR/USD) perché sullo scavalco dell'anno il temporaneo rallentamento della ripresa nell'area e l'incertezza dovuta a Omicron manterranno il confronto macro sfavorevole rispetto agli USA. I rischi sono leggermene verso il basso nel breve, ovvero per un euro che potrebbe rivelarsi più debole delle attese qualora la Fed optasse per quattro rialzi invece dei tre attualmente previsti, e leggermente verso l'alto nel medio termine, per il maggiore *upside* dell'euro all'avvicinarsi della svolta sui tassi BCE e minor *upside* del dollaro in fase più avanzata del ciclo di rialzi.

Yen

Yen ancora in indebolimento nel 2022, al protrarsi della divergenza di policy tra BoJ e Fed.

Lo yen è andato deprezzandosi contro dollaro nel 2021 da 102 a 115 USD/JPY, penalizzato dall'allargamento dei differenziali di rendimento (Fig. 5) che han visto salire quelli USA in funzione della svolta Fed mentre quelli giapponesi rimanevano schiacciati vicino a zero in quanto la BoJ ha mantenuto inalterato l'assetto di policy massimamente espansivo (QQE con YCC). Come confermato alla riunione del 17 dicembre, la BoJ dovrà mantenere il medesimo assetto ultra-accomodante a oltranza, data la protratta difficoltà nel perseguire il *target* di inflazione nonché le ricadute particolarmente negative della pandemia sull'economia giapponese. La divergenza tra BoJ e Fed dovrebbe pertanto favorire ulteriore indebolimento dello yen nel corso del 2022 in direzione di nuovi minimi verso 118 USD/JPY sull'orizzonte annuale. Il calo, maggiore per via dell'attesa risalita dell'EUR/USD, si avrebbe anche contro euro approssimativamente verso quota 140 EUR/JPY a 12m circa. I rischi sono leggermente verso l'alto, ovvero per uno yen che potrebbe rivelarsi meno debole delle attese in caso di episodi di aumento della *risk aversion*.

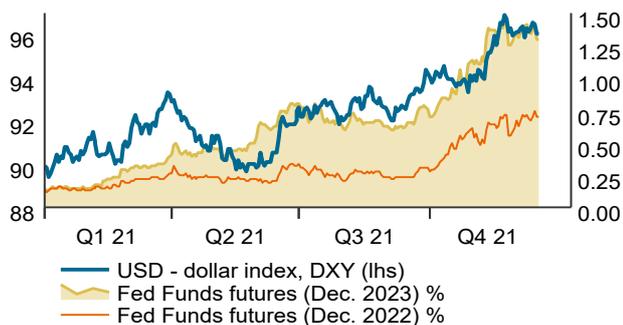
Sterlina

Risalita della sterlina contro dollaro nel 2022: la BoE proseguirà il ciclo di rialzi avviato a dicembre.

La sterlina dopo un avvio d'anno al rialzo contro dollaro da 1,34 a 1,42 GBP/USD, è andata deprezzandosi da giugno in poi fino a un minimo di 1,31 GBP/USD. Inizialmente favorita dal venir meno dell'incertezza su Brexit e dalle prospettive di robusta ripresa grazie al rapido procedere delle prime campagne vaccinali, non è poi riuscita a trarre vantaggio dall'avvicinarsi della svolta sui tassi BoE (attuata alla riunione del 16 dicembre: rialzo del *bank rate* da 0,10% a 0,25%) principalmente per la maggior *sensitivity* negativa in caso di aumento della *risk aversion* (come durante le ondate di ripresa dei contagi) e per gli strascichi negativi di Brexit. L'ampia salita dell'inflazione, che ha raggiunto a novembre il 5,1%, dovrebbe spingere la BoE a proseguire il ciclo di rialzi appena avviato, con altri tre-quattro rialzi nel corso del 2022. Questo dovrebbe favorire un graduale recupero della sterlina (Fig. 7) contro dollaro in direzione di 1,42-1,44 GBP/USD sull'orizzonte annuale. Nel brevissimo termine (1m) la sterlina potrebbe invece

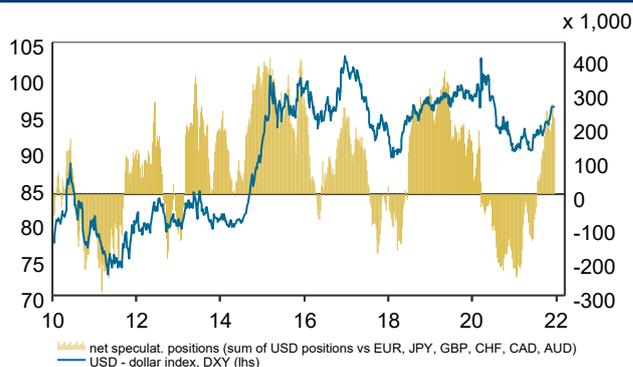
indebolirsi leggermente per via dei rischi verso il basso sulla crescita tra dicembre e 1° trimestre 2022 dovuto all'aumento dei contagi (Omicron) e conseguente re-introduzione di alcune restrizioni. La dinamica del cambio contro euro nel 2022 dovrebbe essere perlopiù di tipo laterale (Fig. 8), nel range 0,82-0,84 EUR/GBP, per via del contestuale recupero atteso dell'EUR/USD, con maggior tendenza all'apprezzamento della sterlina nella prima fase del ciclo di rialzi dei tassi BoE.

Fig. 1 – Dollaro favorito dall'accelerazione del sentiero di rialzi Fed



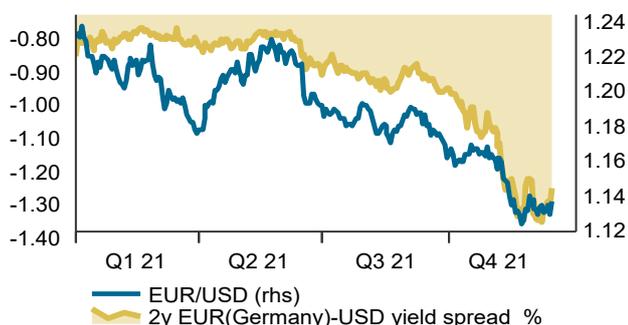
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Lungo speculativo dollaro ampio, ma ancora compatibile con ulteriori margini di apprezzamento del biglietto verde



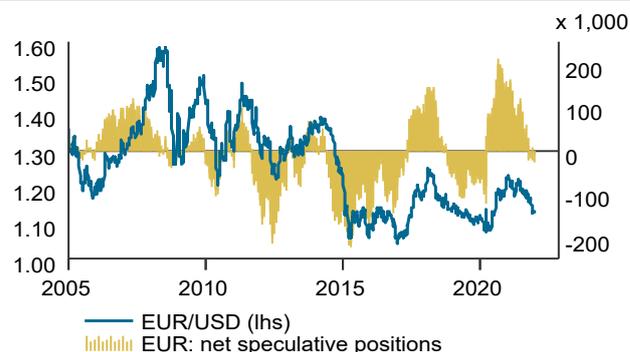
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – EUR/USD: distanza tra BCE e Fed il vero driver del cambio



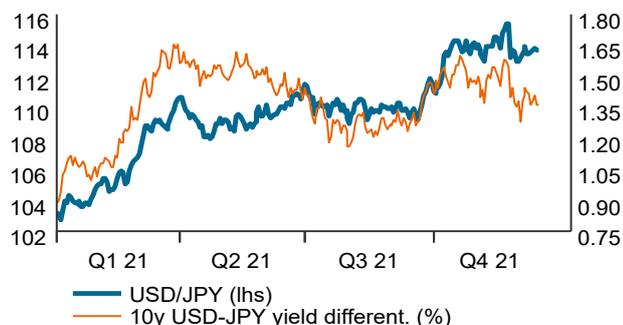
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Corto speculativo euro modesto: possibile nuova debolezza nel breve



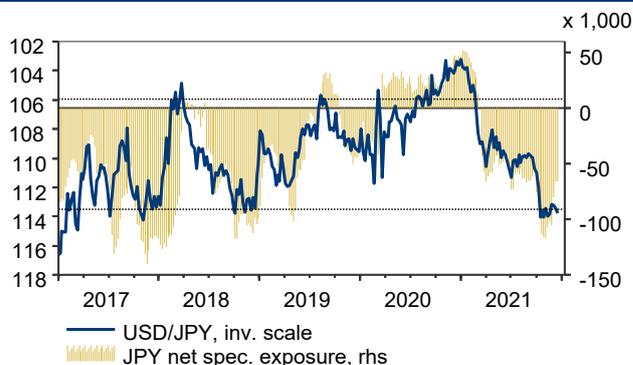
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Yen penalizzato dalla divergenza tra BoJ e Fed



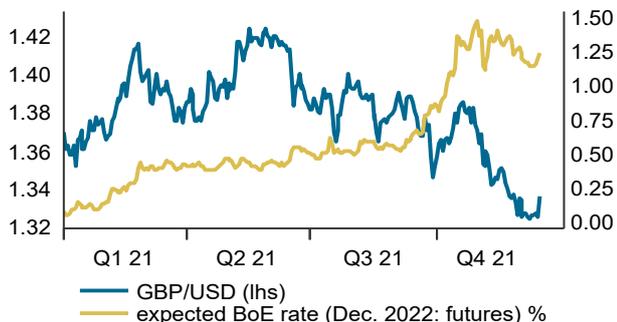
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Corto speculativo yen non ai massimi: spazio per ulteriore indebolimento



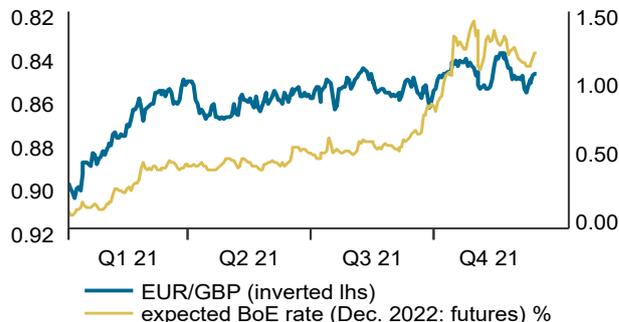
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – GBP/USD: sterlina attesa in risalita contro dollaro in prospettiva di prosecuzione del ciclo di rialzi dei tassi BoE nel 2022



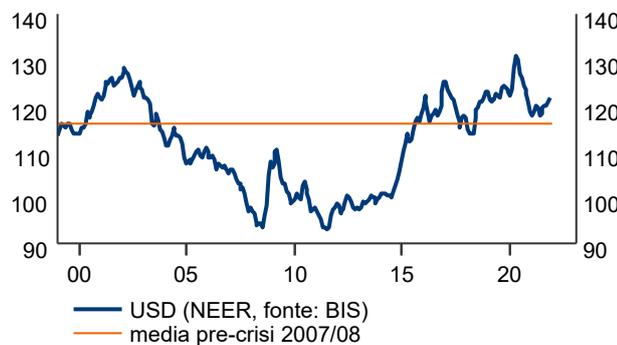
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – EUR/GBP: sterlina favorita dalle prospettive di rialzo dei tassi BoE anche nel cross con l'euro, ma limitatamente



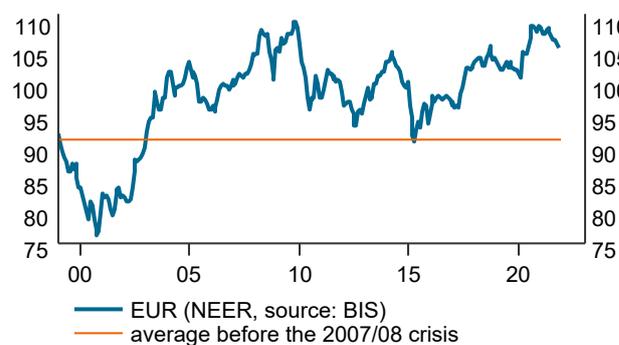
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 - Dollaro, cambio effettivo nominale



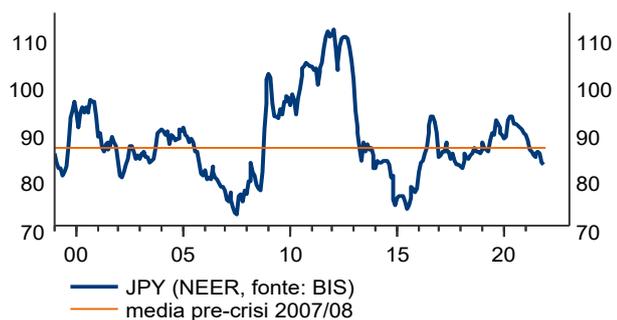
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 - Euro, cambio effettivo nominale



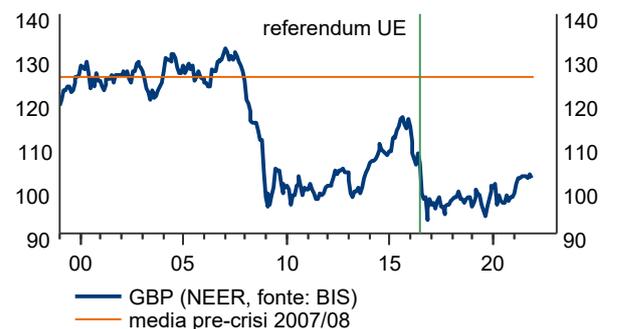
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 11 - Yen, cambio effettivo nominale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 - Sterlina, cambio effettivo nominale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

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

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 Economics

Economista - Asia ex Giappone

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