

INTESA  SANPAOLO

Crisi energetica e rialzo dei tassi. Le sfide per le imprese italiane

Gregorio De Felice
Chief Economist

Bergamo, 18 novembre 2022

Agenda

1 Il quadro macro internazionale e i tassi di interesse

2 Lo scenario per l'Italia

3 Il manifatturiero italiano

Il quadro macro: crescita economica...

- **PIL mondiale:** crescita in rallentamento di **0,8 punti** al **2% nel 2023, con rischi al ribasso. Commercio mondiale: +1,4%** (in discesa dal 3,7% del 2022) in volume. Segnali di riduzione delle **strozzature dal lato dell'offerta**.
- **Cina:** perduranti difficoltà legate alla politica di **zero Covid**, alla crisi del mercato immobiliare e alla ristrutturazione delle catene del valore.
- **Stati Uniti:** restrizione monetaria più rapida, minore stimolo fiscale ed erosione del potere d'acquisto hanno frenato la crescita già nel 2022 (**1,9%**). La tendenza proseguirà nel 2023 (**+0,4%**).
- **Eurozona:** la guerra russo-ucraina colpisce l'economia europea più di altre, aumentando l'inflazione e riducendo *strutturalmente* la crescita reale attraverso un maggior costo dell'energia. PIL probabilmente in calo tra fine 2022 e inizio 2023. **Crescita 2023 a 0,5%**.

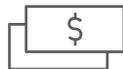
...energia, inflazione e tassi

- **Energia:** il prezzo del petrolio potrebbe calare marginalmente; le prospettive per il gas restano incerte e sensibili all'andamento climatico e alle misure di politica energetica. **Lo sganciamento dal gas russo e l'aumento degli stoccaggi sono stati più rapidi del previsto**, ma fino a settembre i **prezzi sono rimasti su livelli proibitivi**. Dopo i ribassi di ottobre, ipotizziamo rialzi in autunno/inverno e successivi cali.
- **Inflazione:** molto più alta del previsto nel 2022, calerà nel 2023, pur restando globalmente elevata (5,2%).
- **Accelerazione nella fase restrittiva della politica monetaria nei paesi avanzati.** I mercati ritengono che le banche centrali riusciranno a evitare che l'aumento dell'inflazione divenga permanente, ma al prezzo di una (lieve) recessione. Atteso un **aumento dei tassi reali**.

I nodi dello scenario

Rischio

Effetti - descrizione



Entità restrizione monetaria

- Gli aumenti ripetuti e significativi dei tassi rischiano di creare un eccesso di restrizione e di provocare una fase recessiva
- Elevata incertezza sull'intensità dei meccanismi di trasmissione



Rischio recessione

- Alto. Effetto del sommarsi di distruzione di domanda legata a shock energetico, incertezza e restrizione monetaria
- In area euro il principale fattore potenzialmente recessivo riguarda la **crisi energetica**



Rischio geopolitico

- Il conflitto ucraino resta un fattore rilevante per il **rischio di escalation**
- La crisi energetica riflette il deteriorarsi dei rapporti tra Russia e Occidente



Rischi politici locali

- Cambio di governo in Italia e rischi di implementazione del PNRR
- Politiche fiscali destabilizzanti nel Regno Unito



Rischio instabilità finanziaria

- Rapida variazione dei tassi dopo anni di stabilità
- **Drenaggio liquidità**
- **Restrizione delle condizioni del credito**

Le proiezioni di crescita al 2024

Variazione media annua del PIL

	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Stati Uniti	-2.8	5.9	1.9	0.4	1.2
Area Euro	-6.3	5.3	3.2	0.5	2.1
Germania	-4.1	2.6	1.6	0.1	2.8
Francia	-7.9	6.8	2.5	0.6	1.5
Italia	-9.1	6.7	3.6	0.6	1.8
Spagna	-10.8	5.1	4.3	2.0	2.4
OPEC	-4.7	3.7	5.1	3.4	2.8
Europa orientale	-2.9	5.2	-3.5	0.6	3.3
America Latina	-6.3	7.6	2.3	1.8	2.7
Giappone	-4.7	1.7	1.7	1.5	1.5
Cina	2.2	8.1	3.0	5.2	5.2
India	-6.6	8.3	6.8	5.4	6.4
Mondo	-3.4	5.9	2.8	2.0	2.9

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.
 Variazione del PIL a prezzi costanti in moneta locale negli altri casi.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

Energia: prezzi in calo ma ancora molto alti nel 2023

La crisi russo-ucraina ha sconvolto le proiezioni sui prezzi dell'energia

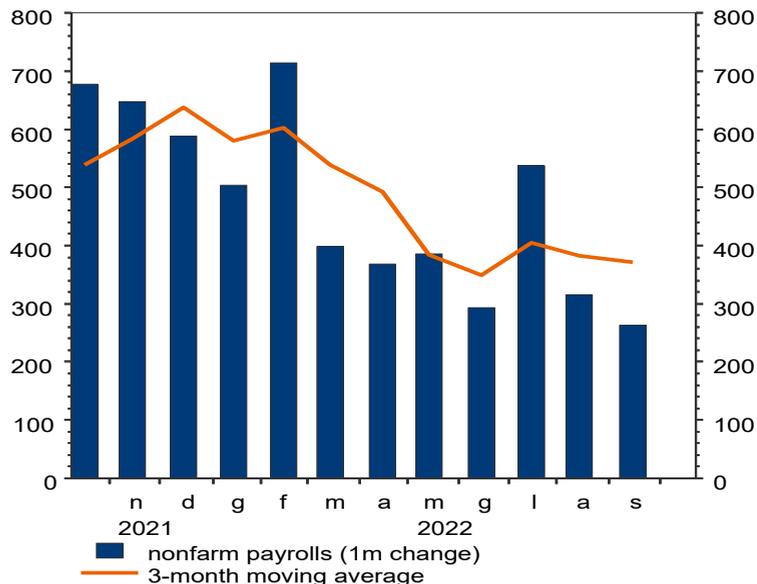
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Petrolio (\$/B)						
ISP	43	73	101	92	87	82
- scenario 2022 ¹			76	76	78	80
- BCE ²			105.4	89.8	83.6	NA
Gas naturale (€/MWh)						
ISP	9	47	128	155	110	80
- scenario 2022 ¹			45.9	39.2	35.1	33.6
- BCE ²			168	235	165	NA

Note: La media del 2022 include le nostre previsioni (1) Aggiornamento di novembre 2021; (2) Previsioni macroeconomiche dello staff, settembre 2022, Riquadro 1.
Fonte: Proiezioni Intesa Sanpaolo, dati Refinitiv Datastream, BCE.

Lo scenario prevede **tensioni** persistenti **sui prezzi del metano** fino al primo trimestre del 2023, seguite da un forte calo successivo (riduzione della domanda, progressi nella diversificazione delle importazioni). Il problema è soprattutto europeo. **Lo shock (globale) sul petrolio, invece, è in parte rientrato.**

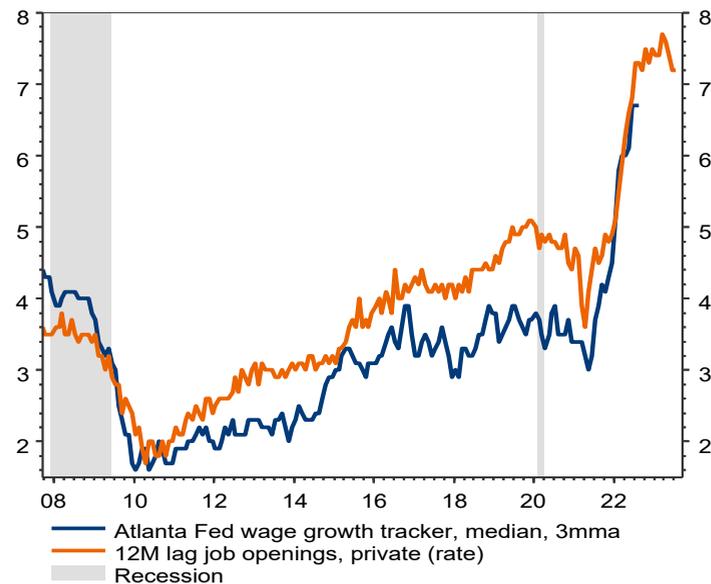
Mercato del lavoro USA ancora sotto pressione, ma è un indicatore ritardato del ciclo economico

Crescita dell'occupazione ancora solida, ma in rallentamento, in attesa delle contrazioni previste nel 2023



Fonte: BLS

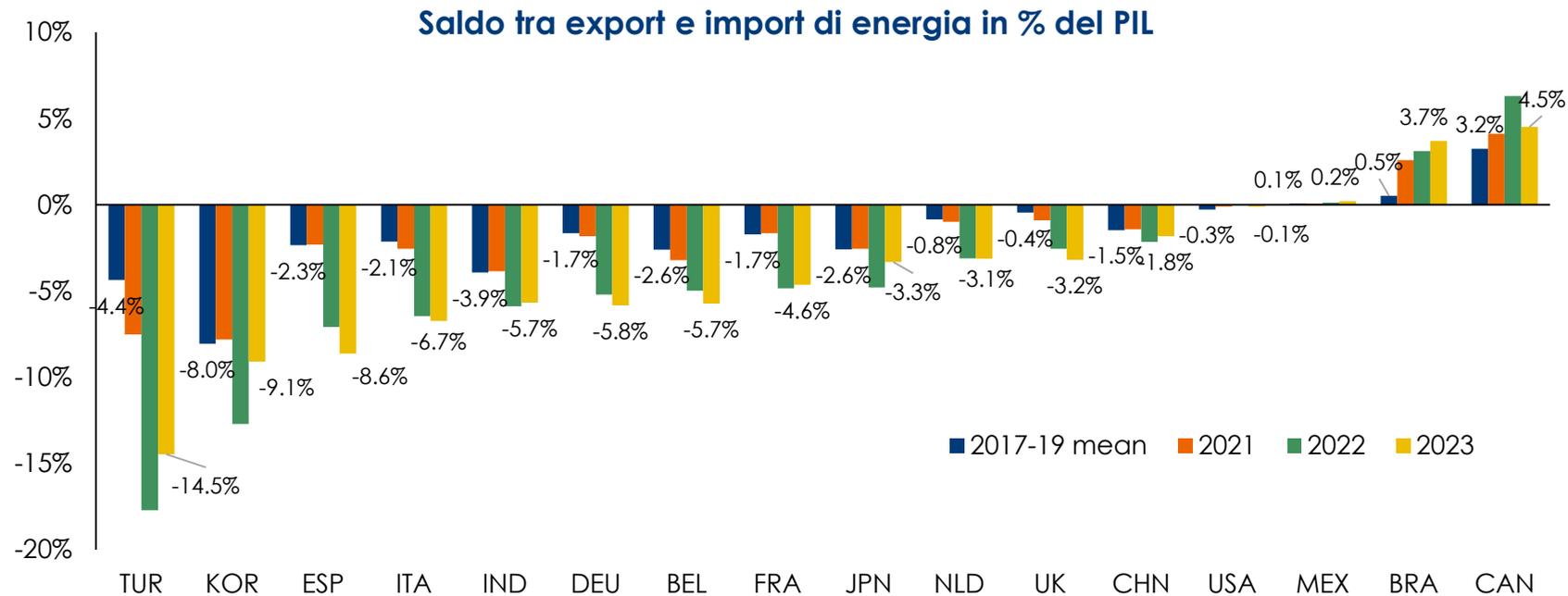
La domanda di lavoro record ha alimentato una rapida crescita salariale e una spirale salari/prezzi



Fonte: BLS, Atlanta Fed

Shock energetico soprattutto in Europa

Per molti Paesi europei, il valore delle importazioni nette di energia è triplicato rispetto al periodo 2017-19. L'impatto è invece molto modesto in Cina e Stati Uniti.

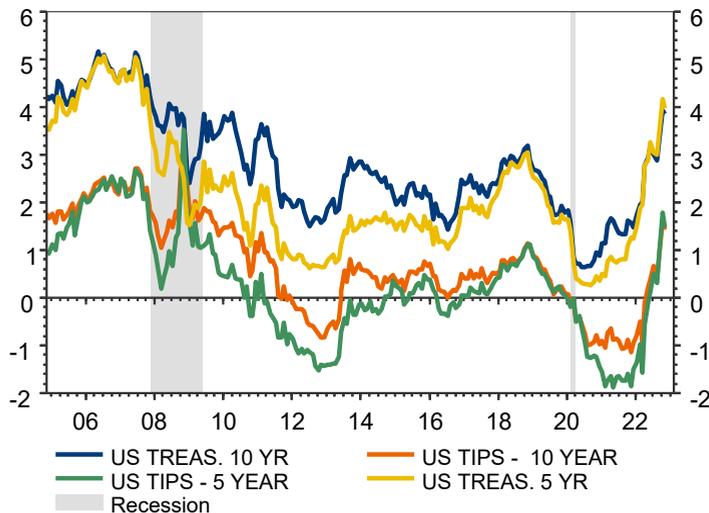


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fed: la politica monetaria è ora restrittiva

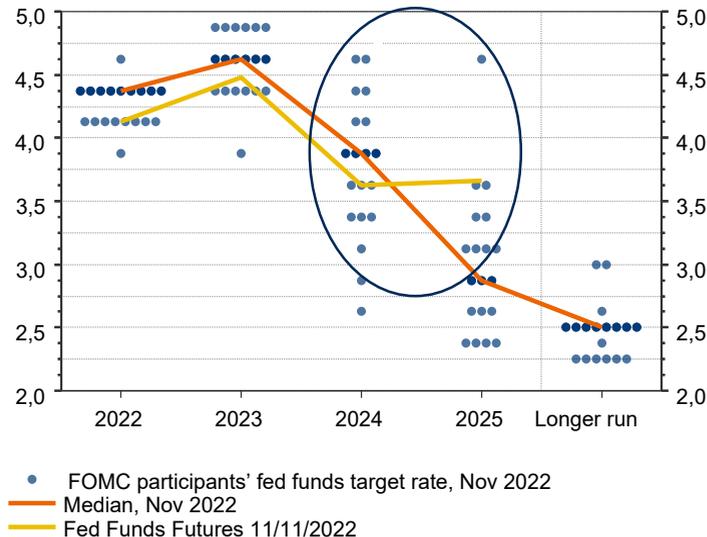
Dopo il previsto incremento di **75pb a novembre**, il **FOMC aprirà un dibattito sulla dimensione dei rialzi**. A inizio 2023 arriverà una pausa, insieme alla recessione.

Gli interventi della Fed stanno funzionando: i rendimenti reali sono in territorio restrittivo, con rischi di overshooting



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fed funds attesi in area 5%: la divergenza fra FOMC e mercato ora è sulla normalizzazione dei tassi post-2023



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

BCE: nuovi rialzi dei tassi in arrivo

Tassi o/n impliciti per meeting BCE



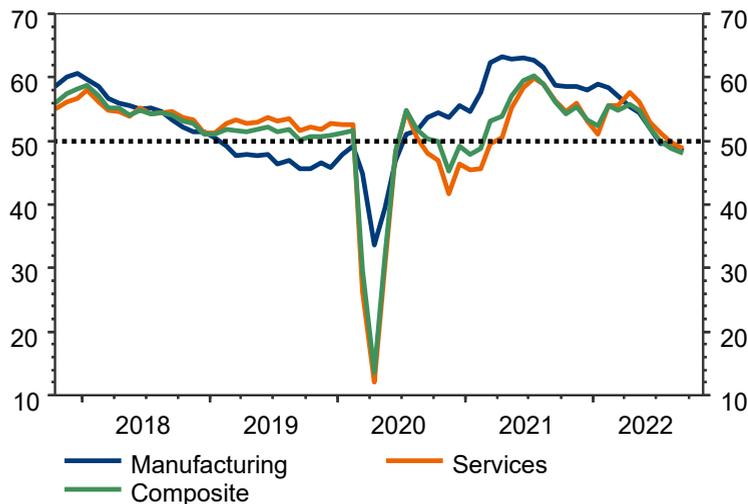
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv del 14/11

- L'inflazione dell'area euro toccherà un picco vicino all'11% nei primi mesi del 2023, per poi iniziare un trend di lenta discesa.
- Dopo 200pb di rialzi già decisi, i mercati scontano 50pb di rialzo il 15 dicembre e un punto di arrivo a 2,75-3,00% per il DFR.
- A dicembre, saranno fissati i principi della riduzione del portafoglio APP di titoli. Avvio atteso in 2023Q2.

Eurozona in probabile recessione a cavallo d'anno

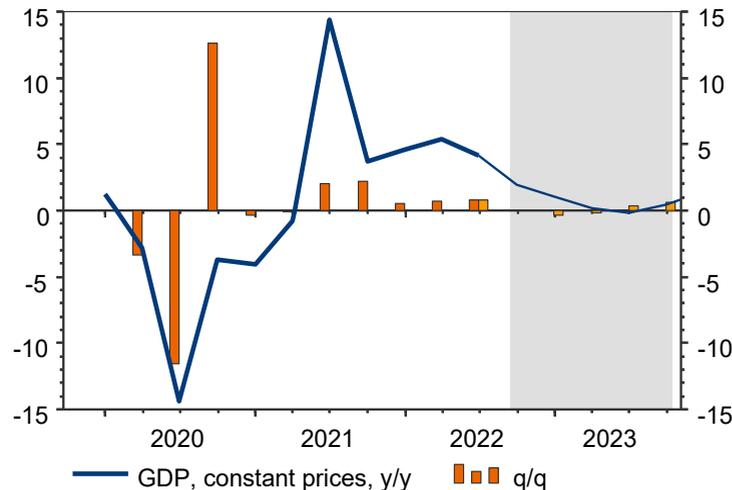
Lo shock energetico e le tensioni geopolitiche dovrebbero spingere l'area euro in recessione tra il Q4 2022 e il Q1 2023. **Dopo il 3,2% stimato per il 2022 prevediamo una crescita del PIL di appena 0,5% nel 2023.**

I PMI segnalano che sia la manifattura che i servizi sono in territorio recessivo



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

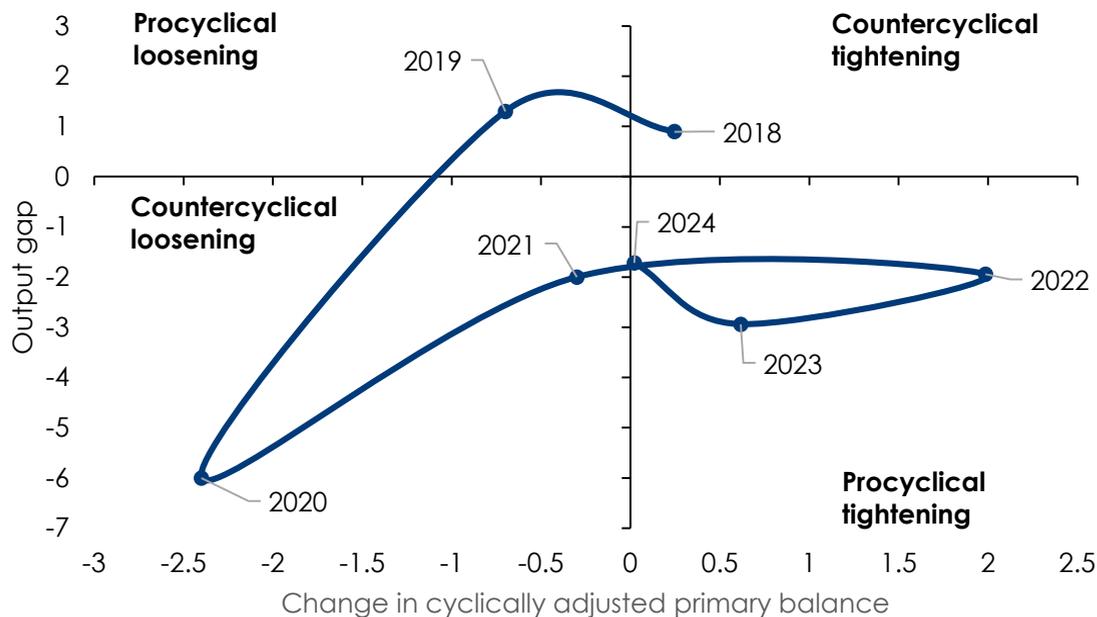
I ritmi di contrazione dovrebbero risultare moderati ma i rischi sono verso il basso



Fonte: Intesa Sanpaolo

Il sostegno fiscale compenserà soltanto in parte gli effetti sui consumi

Supporto inferiore rispetto alla fase pandemica;
la stance di politica fiscale si sta facendo meno espansiva



Nel complesso dell'area euro sono stati varati **aiuti per oltre 550 miliardi di euro, il 4,5% del PIL**, ma non saranno sufficienti a proteggere interamente consumatori e imprese dai maggiori prezzi al consumo e alla produzione.

Agenda

1 Il quadro macro internazionale e i tassi di interesse

2 Lo scenario per l'Italia

3 Il manifatturiero italiano

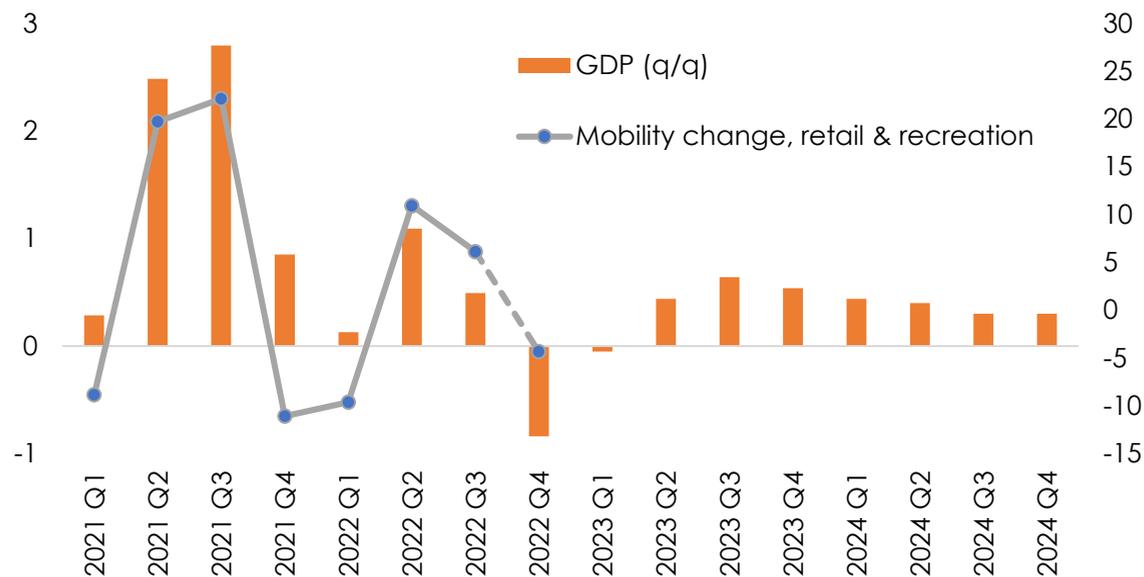
Italia: crescita in rallentamento tra fine 2022 e inizio 2023...

- **Crescita del PIL 2023 prevista allo 0,6%** (dal 3,6% di quest'anno). **Possibile una breve recessione “tecnica” tra fine 2022 e inizio 2023.**
- La crescita del PIL italiano sarà frenata da **domanda estera**, impatto della **crisi energetica sul potere d'acquisto delle famiglie**, **restrizione delle condizioni finanziarie** e **graduale riduzione degli incentivi alle ristrutturazioni.**
- Assumiamo che il nuovo governo adotti **politiche di bilancio** in linea con la programmazione pluriennale attuale e che l'attuazione del **PNRR** sia sufficientemente puntuale da garantire lo sblocco delle nuove tranche di pagamento.
- L'**inflazione** è attesa in calo solo moderato nel 2023, al **6,8%** dall'**8%** stimato per il 2022. Normalizzazione dal 2024.
- Modesto aumento del **tasso di disoccupazione** nel 2023, a 8,5%.
- **Prezzi immobiliari in rialzo** in termini nominali, ma in ribasso in termini reali.

...in ripresa da metà 2023 e nel 2024

Dalla seconda parte del 2023, ripresa legata alla graduale riduzione dell'inflazione e agli investimenti del PNRR. **Nel 2024 si prevede una ri-accelerazione trainata dalla domanda finale interna. Previsione per il 2024: +1,8%.**

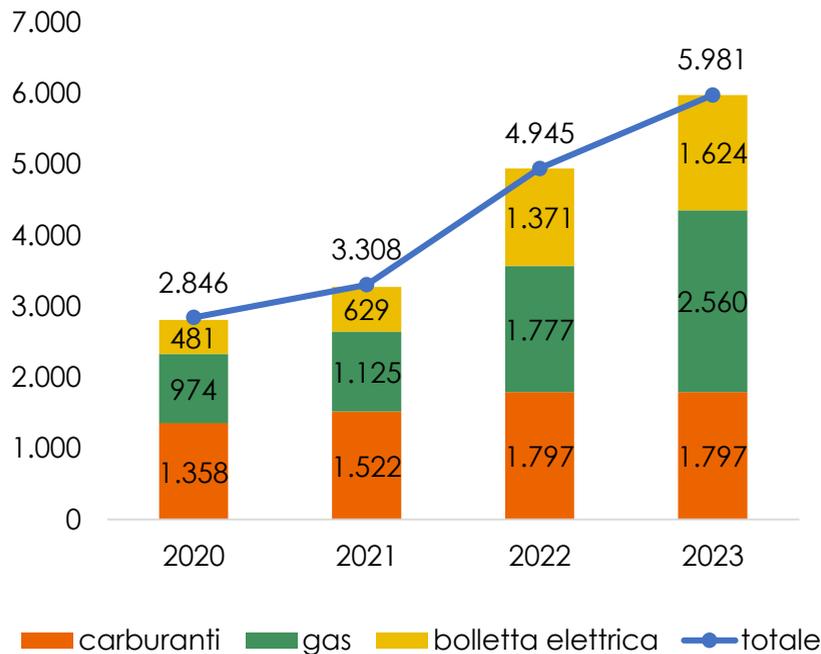
PIL in calo a cavallo d'anno e in ripresa dalla primavera



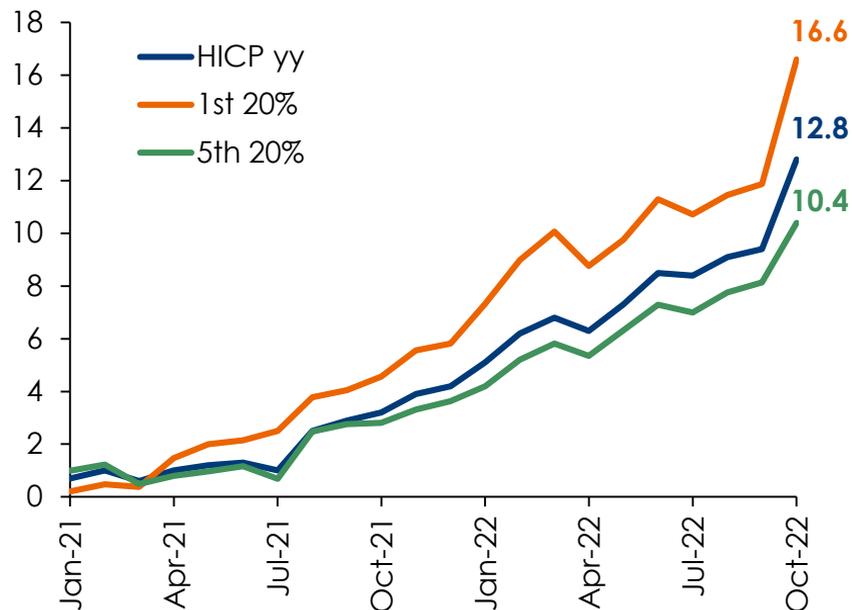
Crescita annua
 2022: 3,6%
 2023: 0,6%
 2024: 1,8%

Shock sul reddito disponibile delle famiglie molto ampio, in particolare per quelle meno abbienti

La spesa energetica della famiglia tipo quasi raddoppierà nel 2023 rispetto al 2021



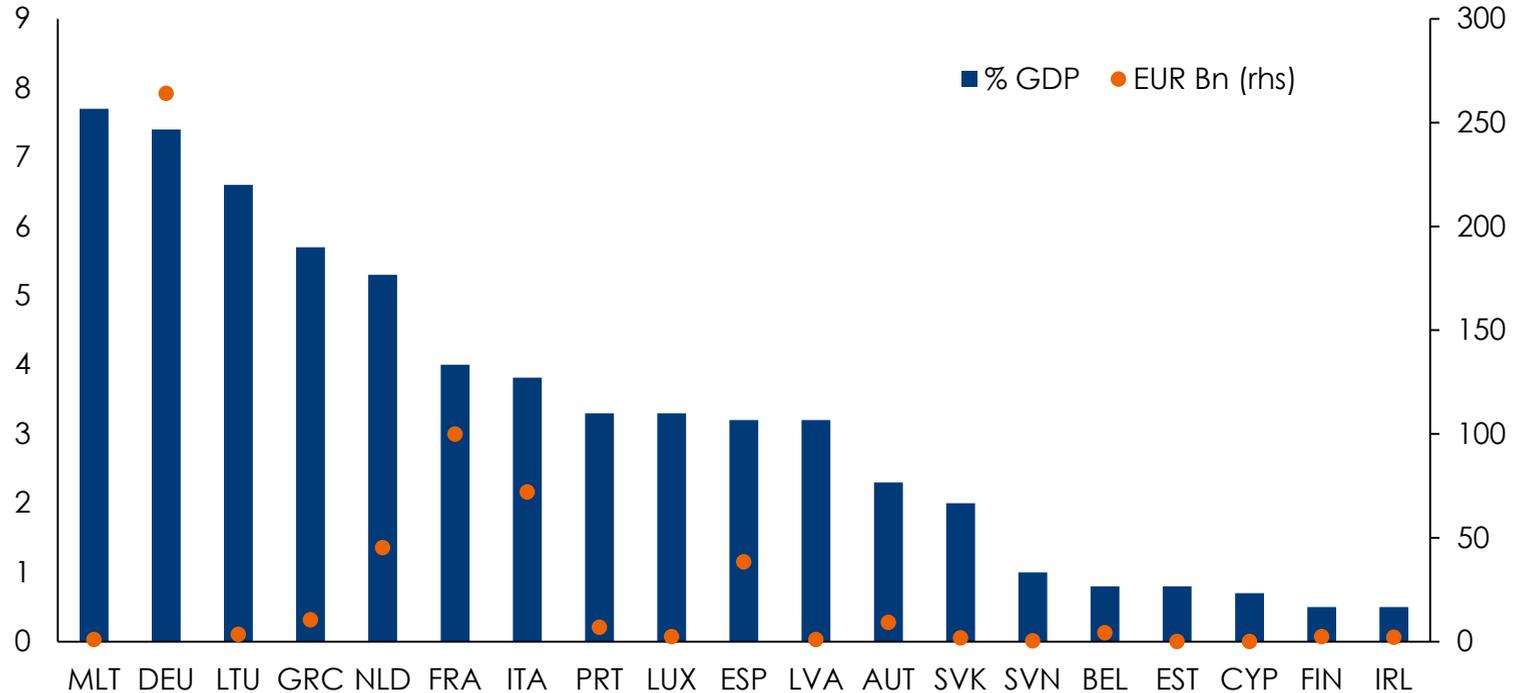
Inflazione effettiva delle famiglie del 1° e del 5° quintile nella distribuzione della capacità di spesa a confronto



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

L'Italia è tra i Paesi che hanno speso di più

I governi hanno stanziato fondi ingenti per proteggere famiglie e imprese dalla crisi energetica (settembre 2021 - novembre 2022)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istituto Bruegel, fonti nazionali

Agenda

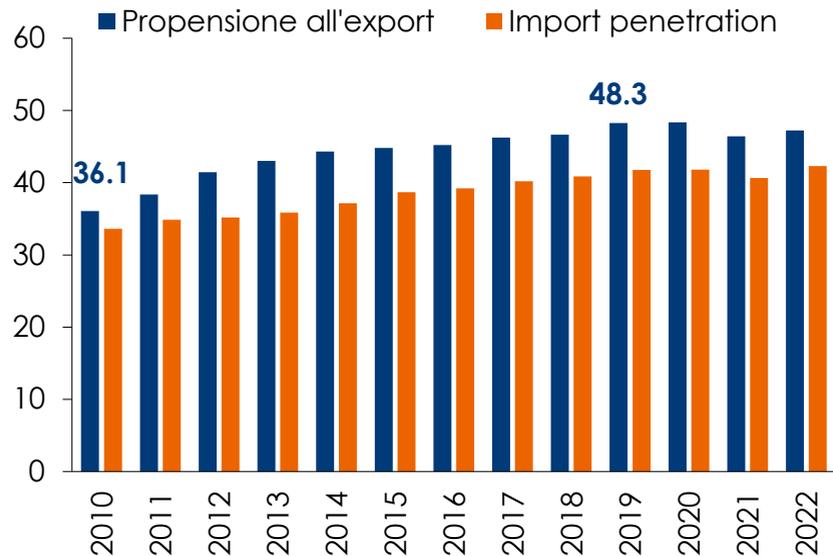
1 Il quadro macro internazionale e i tassi di interesse

2 Lo scenario per l'Italia

3 Il manifatturiero italiano

Il rafforzamento competitivo post 2008-09 ha permesso un aumento della quota di produzione esportata...

Propensione all'export e import penetration dell'industria manifatturiera italiana (%)

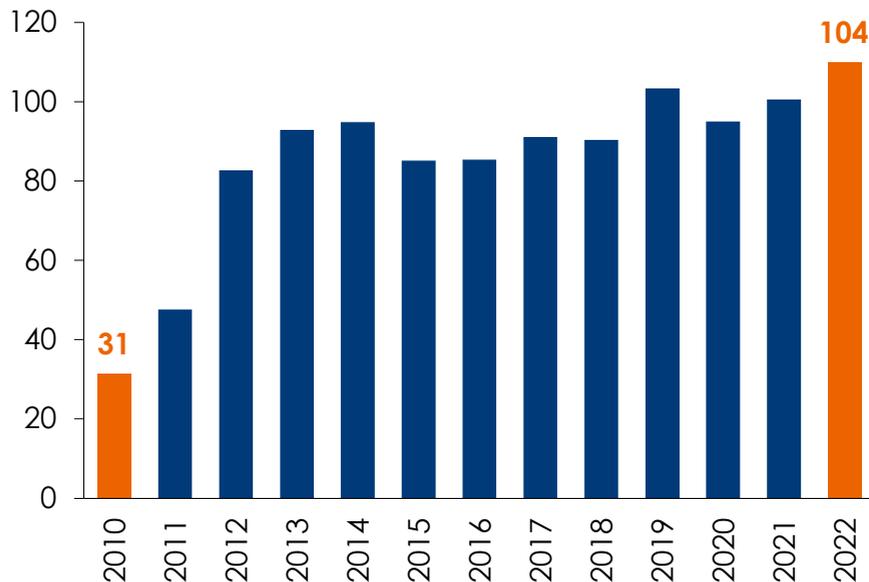


Fonte: banca dati ASI (Rapporto Analisi dei Settori Industriali Intesa Sanpaolo-Prometeia)

- La propensione all'export della manifattura italiana è salita dal **36,1%** del 2010 al **48,3%** del 2019, grazie a una crescita dell'export in volume pari al 4,2% medio annuo.
- Nel 2020-21, la propensione all'export si è mantenuta stabile, confermando la tenuta delle nostre **quote di mercato** e il **buon posizionamento dell'Italia** nelle catene globali del valore.
- Il rafforzamento competitivo ha consentito un maggior radicamento delle imprese italiane sui mercati esteri, **contrastando gli effetti di un mercato interno stagnante.**

...ampliando il saldo commerciale di 70 miliardi in 10 anni

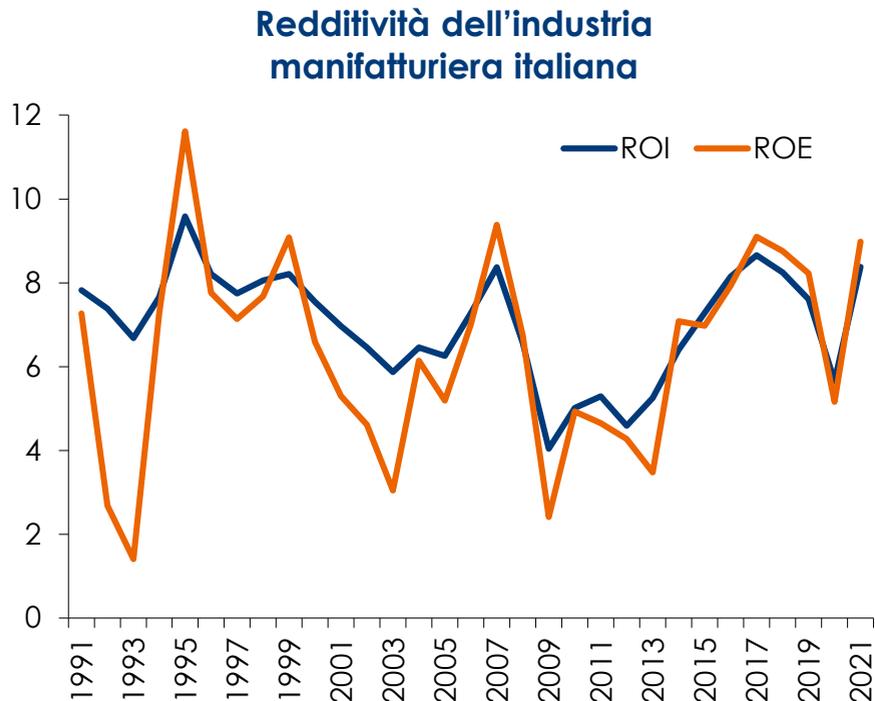
Saldo commerciale dell'industria manifatturiera italiana (miliardi di euro)



- Nel 2019 è stato raggiunto un risultato record di **103 miliardi di euro di saldo commerciale**, che ci garantisce un secondo piazzamento nell'Eurozona, alle spalle della Germania.
- La **velocità di recupero dell'industria italiana** post Covid, ha consentito all'avanzo commerciale di toccare, già nel 2021, quota 101 miliardi...
- ...e di crescere ancora nel 2022 (stima a 104 miliardi).

Nota: i dati 2022 sono previsioni. Il saldo manifatturiero è al netto dei prodotti petroliferi. Fonte: banca dati ASI (Rapporto Analisi dei Settori Industriali Intesa Sanpaolo-Prometeia)

Il processo di selezione ha influito positivamente sulla capacità delle imprese di generare reddito

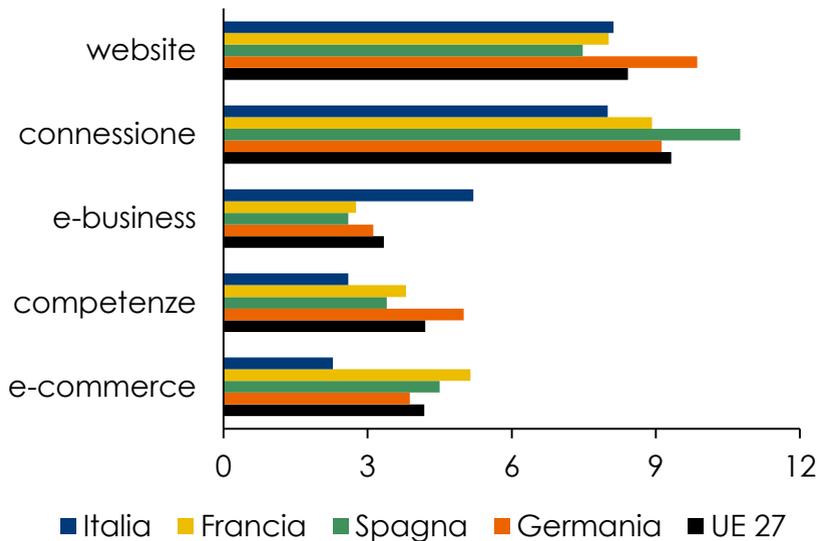


- La gran parte dei settori è riuscita a raggiungere un miglioramento di redditività industriale...
- ... anche grazie ad un intenso processo di selezione post 2008-09, che ha portato ad un **tessuto produttivo più solido e resiliente**.
- La competitività e la resilienza dell'industria italiana trovano conferma nel **veloce recupero post-Covid**...
- ...e nei livelli record raggiunti dagli indicatori economico-finanziari nel 2021: il **ROI** è salito all'**8,4%** (livello superiore al pre-Covid e in linea con il punto di massimo del 2017) e il **ROE** al **9%**, (riavvicinandosi ai massimi 2017).

Fonte: banca dati ASI (Rapporto Analisi dei Settori Industriali Intesa Sanpaolo-Prometeia)

Importanti passi in avanti nella digitalizzazione, accelerati dalla pandemia

Indice di digitalizzazione del manifatturiero, paesi europei a confronto

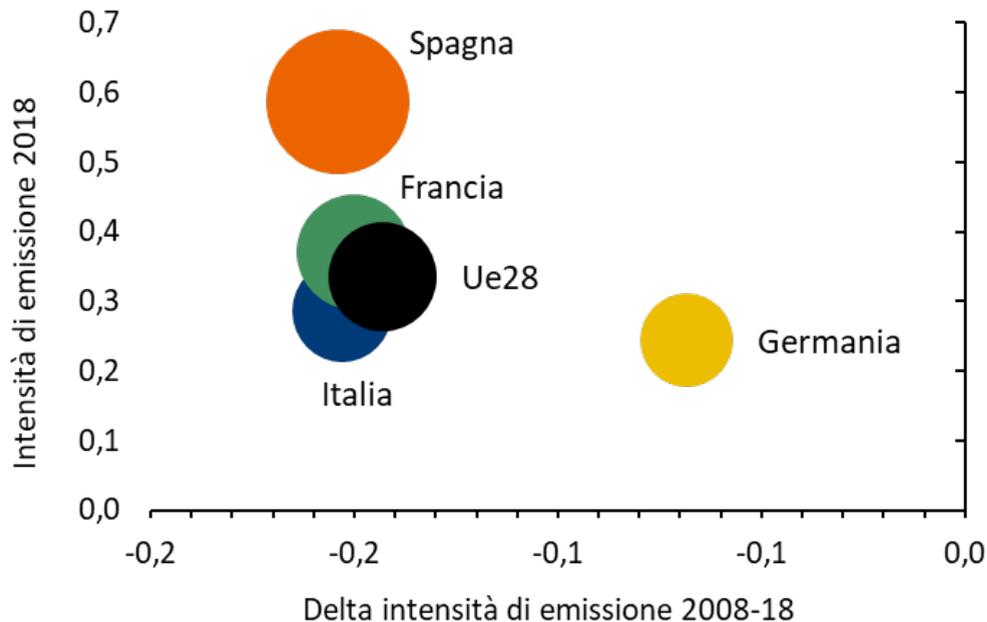


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, survey ICT nelle imprese

- Le survey europee mostrano un manifatturiero italiano ben posizionato rispetto ai concorrenti in termini di **digitalizzazione dei processi produttivi** (e-business).
- Restano gap da colmare sul fronte delle **infrastrutture digitali** e delle competenze ICT, altrettanto importanti per portare a termine la transizione digitale e fare un salto di efficienza.
- L'aggiornamento 2022 dell'**indice DESI** (Digital Economy and Society Index) colloca l'Italia al 18esimo posto nell'UE27 per performance digitale complessiva, con un significativo ritardo proprio in termini di **capitale umano**, dove siamo addirittura in **25esima posizione**.

Ben posizionati sul fronte ambientale

Manifatturiero: intensità delle emissioni GHG (Green-House-Gas) di Italia, Germania, Francia e Spagna
(Kg di emissioni GHG per euro di valore aggiunto)

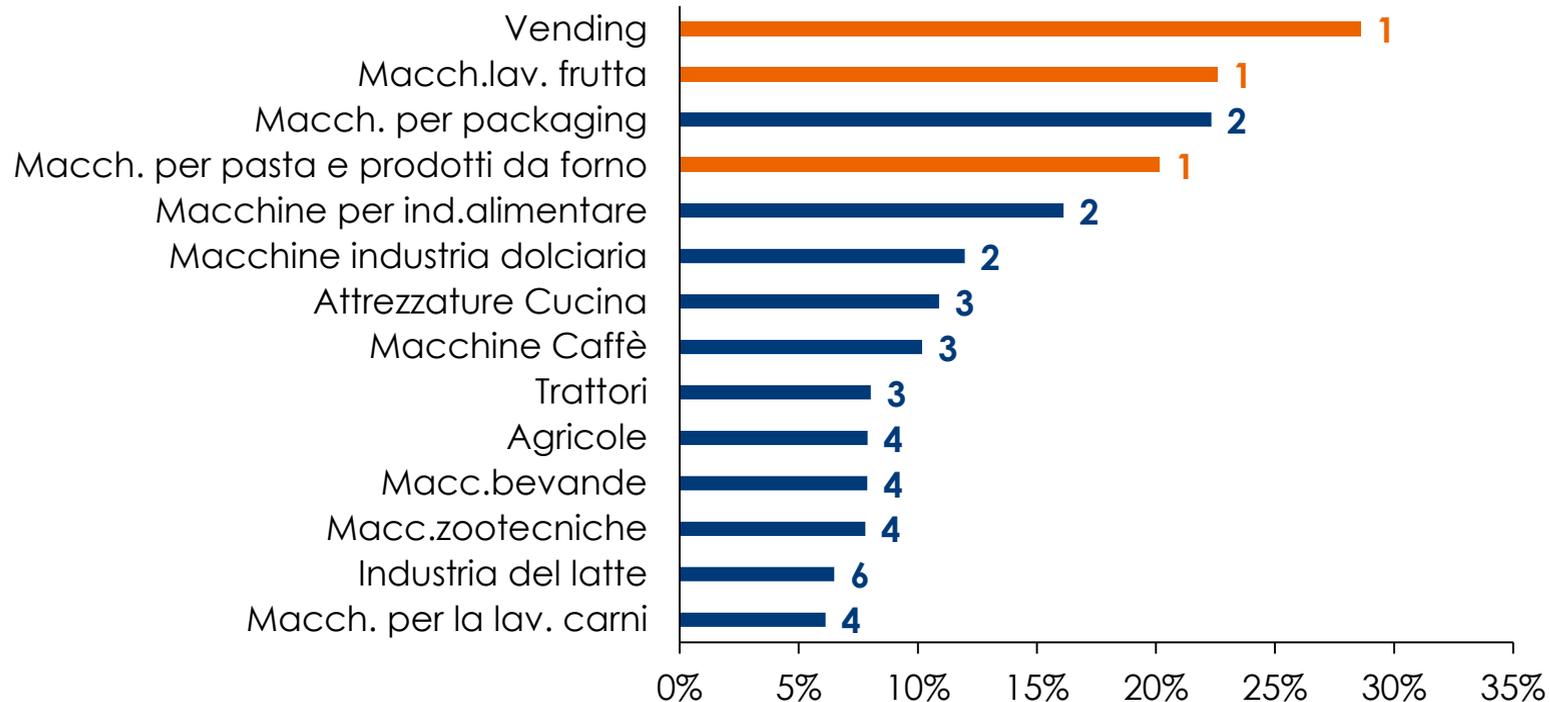


- L'Italia appare ben posizionata nella corsa verso la neutralità climatica europea, con **l'abbattimento del 17,2% delle sue emissioni climalteranti nel periodo 1990-2018**, cui hanno contribuito anche i processi industriali.
- Il **manifatturiero italiano** è oggi **sotto la media europea in termini di emissioni inquinanti** dopo quello tedesco, davanti a Francia e Spagna.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, conti nazionali ambientali e OECD

Non solo moda: i primati italiani nella meccanica...

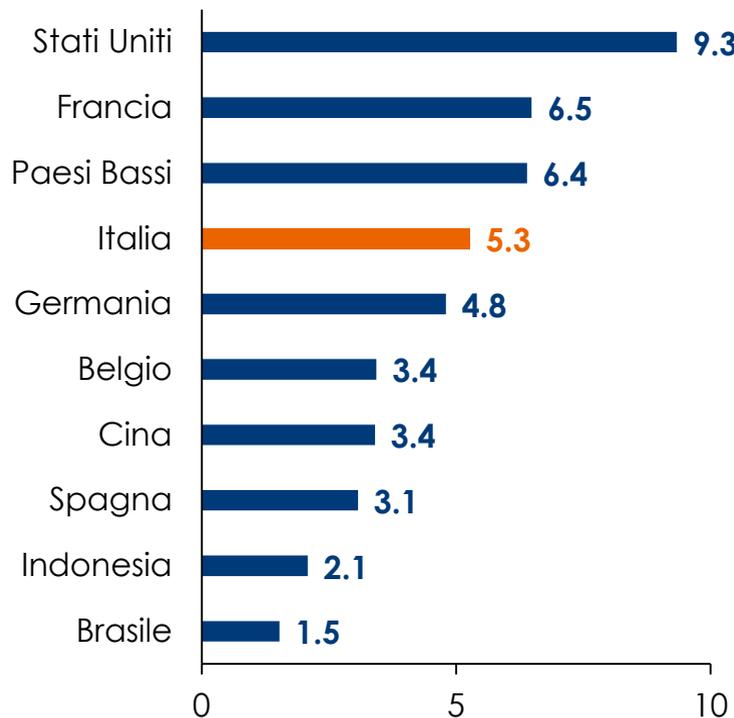
Quote sulle esportazioni mondiali di macchinari e attrezzature per la filiera agroalimentare e ristorazione (2020, %, \$ correnti, in etichetta ranking mondiale)



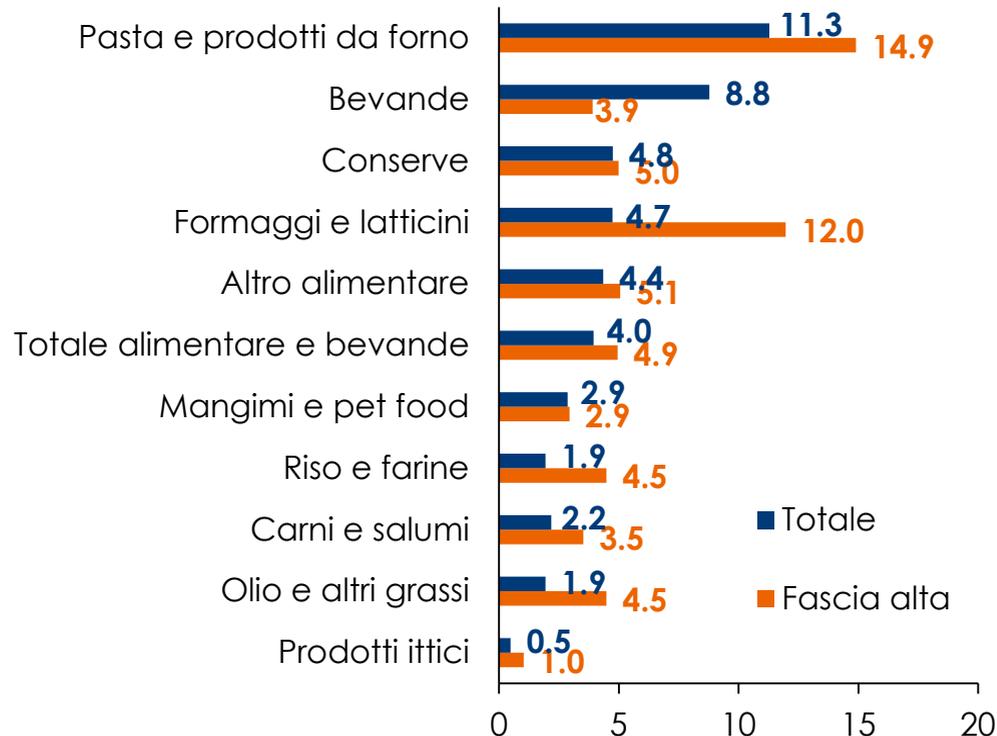
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BACI (CEPII)

...e nell'Agro-alimentare

Alimentare e bevande: quote di mercato in fascia alta (% , 2020)



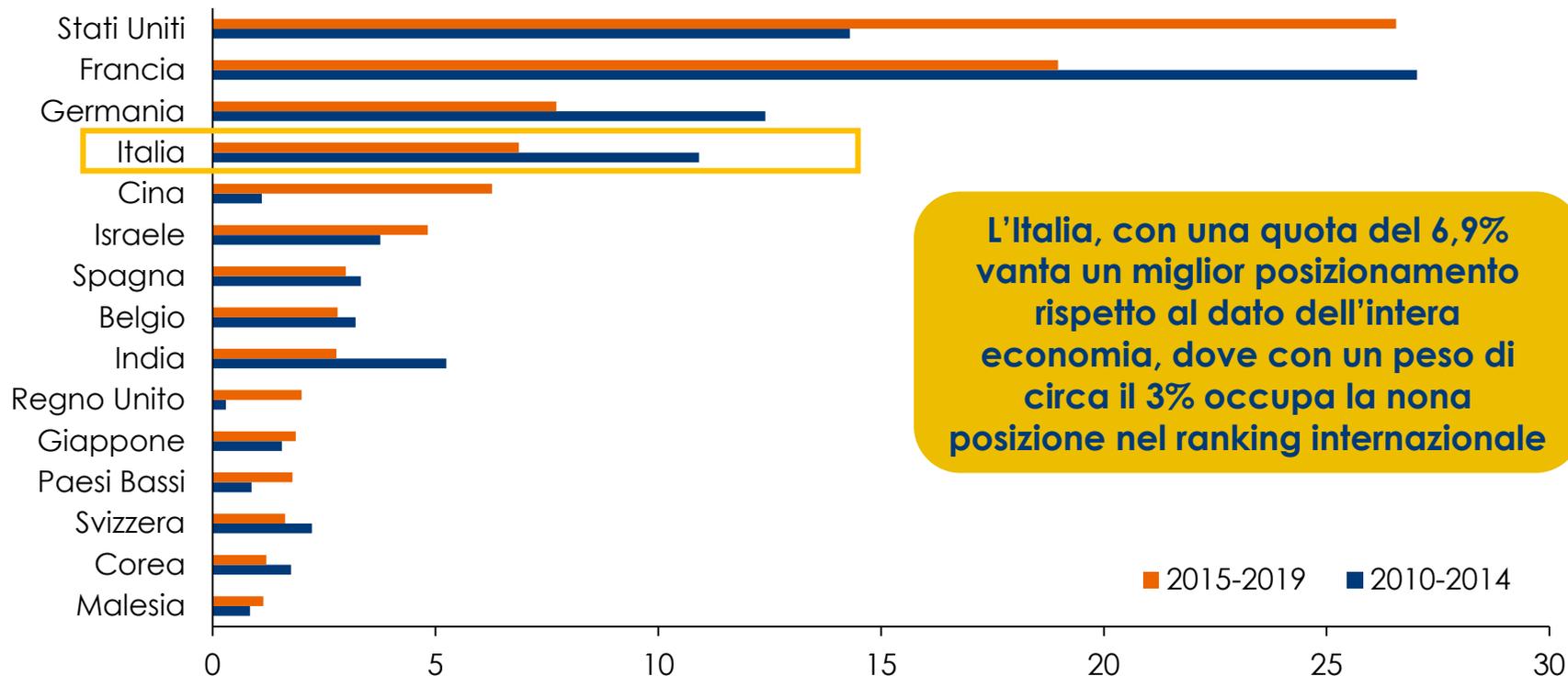
Quote di mercato % nelle principali filiere alimentari totale e in fascia alta (dollari correnti; 2019)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BACI (CEPII)

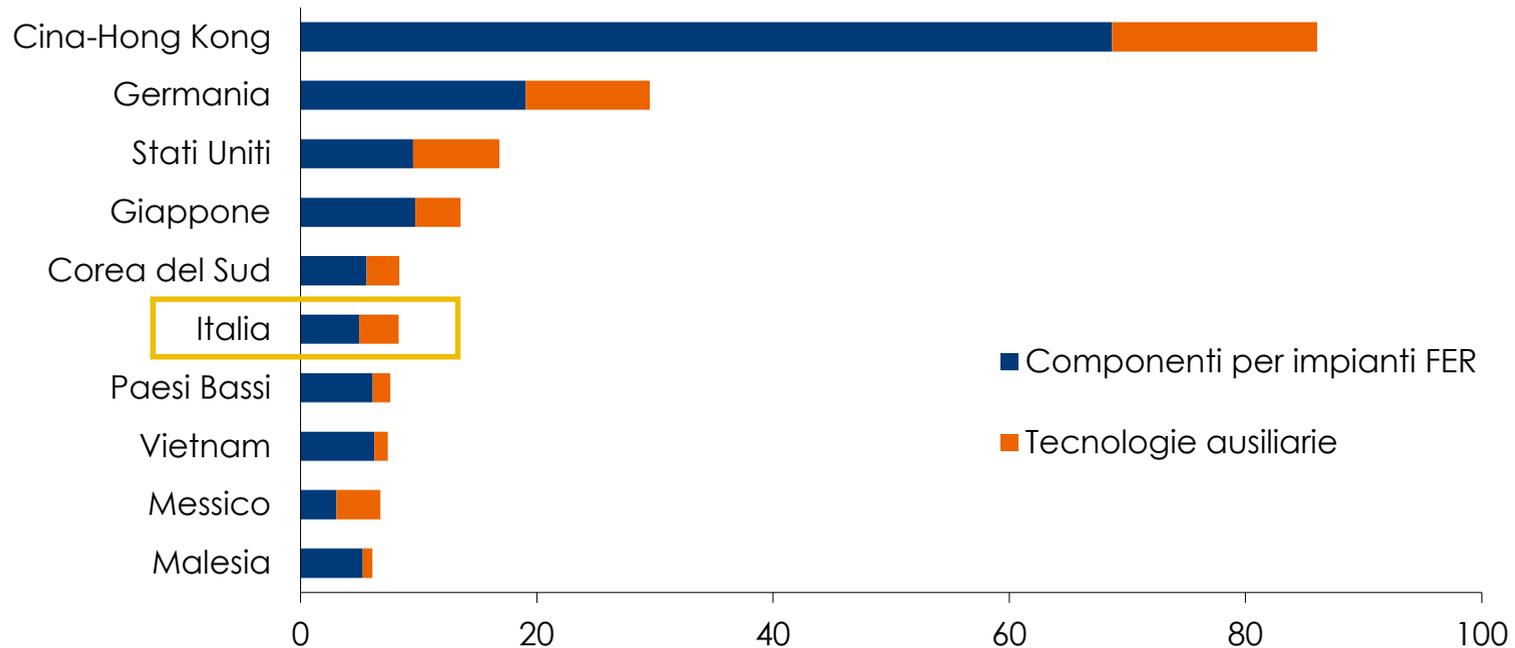
Italia ai primi posti nella Space Economy...

I principali paesi esportatori della Space Economy
(%, sul commercio mondiale del settore, dollari correnti)



...nell'export di componenti per impianti FER...

Principali esportatori mondiali di componenti destinate agli impianti FER (fonti energia rinnovabile): 6° posto complessivo per l'Italia, 4° nei moltiplicatori di velocità (Miliardi di \$ correnti, 2020)



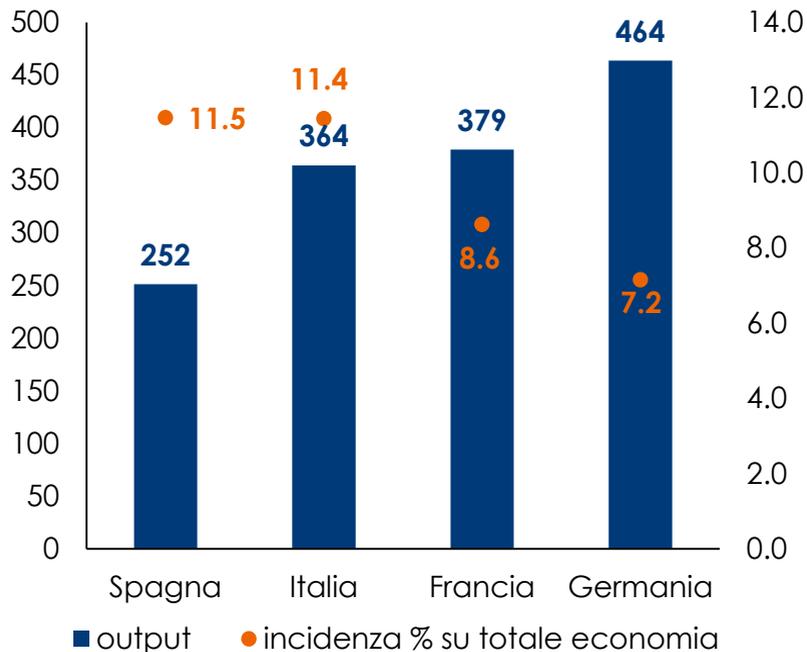
Nota: le tecnologie ausiliarie, non legate esclusivamente all'installazione di impianti FER, includono lastre di vetro, accumulatori, trasformatori elettrici, fili per l'elettricità, caldaie, ma anche torri e i piloni di ghisa, ferro o acciaio. Fonte: elaborazioni ISP su dati UNComtrade

...e nella bioeconomia

Tra i principali paesi europei, l'Italia primeggia per incidenza della bioeconomia in termini di produzione e occupazione.

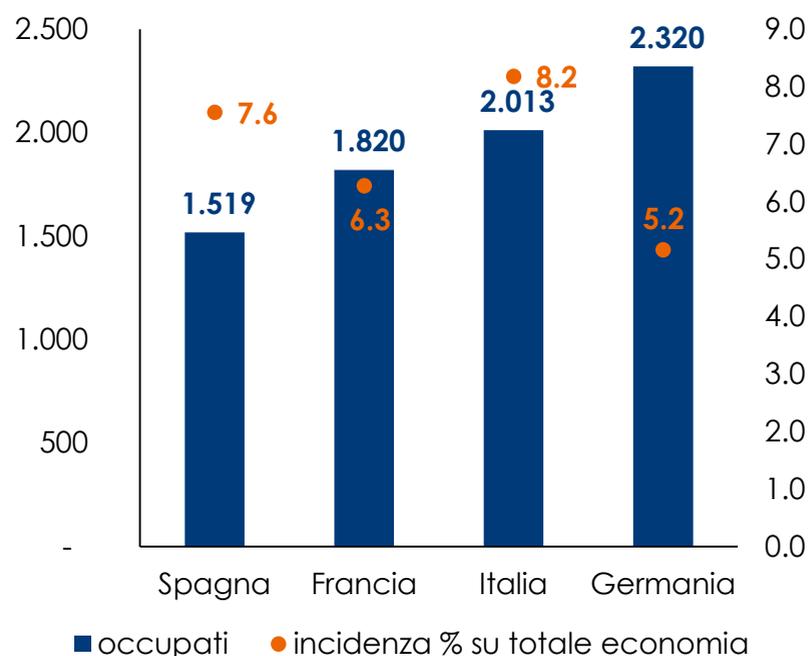
Bioeconomia: valore della produzione 2021

(miliardi di euro e incidenza %)



Bioeconomia: occupazione 2021

(migliaia di occupati e incidenza %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da fonti varie

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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 Operazioni personali 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. – Industry & Banking Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

A cura di

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