

# Scenario Macroeconomico

**Direzione Studi e Ricerche**

Giugno 2021

## Scenario Macroeconomico

### Indice

#### Dopo una crisi unica, una ripresa speciale

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

#### Stati Uniti: eccessi di domanda, inflazione in rialzo. Per quanto ancora?

#### Area euro: crescita economica e politica monetaria in ritardo rispetto agli USA

Ripresa in corso dopo la battuta d'arresto invernale

Inflazione: ancora rischi verso l'alto nel breve termine

BCE: la politica monetaria resta orientata a sostenere la ripresa

Germania: ritorno ai livelli pre-COVID già nel secondo semestre 2021

Francia: verso una accelerazione della ripresa nella seconda metà dell'anno

Italia: prima revisione al rialzo delle stime di crescita dallo scoppio del COVID

Spagna: crescita sopra la media area euro nel 2021-22

Paesi Bassi: la ripresa inizia in un contesto di instabilità politica

#### Asia

Giappone: la pandemia continua a dominare lo scenario economico

Cina: ripresa sfidata da qualche vento contrario

India: il peggio è già passato

#### Materie prime: scarsità alimentata da fattori transitori

Petrolio: mercati bilanciati, ma volatilità in aumento

#### Mercati valutari : dollaro favorito dalla Fed che anticipa il primo rialzo (atteso)

### Giugno 2021

2

5 Nota Trimestrale

7

**Direzione Studi e Ricerche**

11

**Macroeconomic Research**

11

17 **Luca Mezzomo**

Economista

19

23 **Paolo Mameli**

Economista - Italia

27

34 **Lorenzo Biagioli**

Economista - Area euro

38

**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

41

41 **Giovanna Mossetti**

Economista - USA e Giappone

45

49 **Andrea Volpi**

Economista - Area euro

53

57 **Daniela Corsini, CFA**

Economista - Materie Prime

62

**Asmara Jamaleh**

Economista - Mercati Valutari

### International Economics

**Silvia Guizzo**

Economista - Asia Ex Giappone

## Dopo una crisi unica, una ripresa speciale

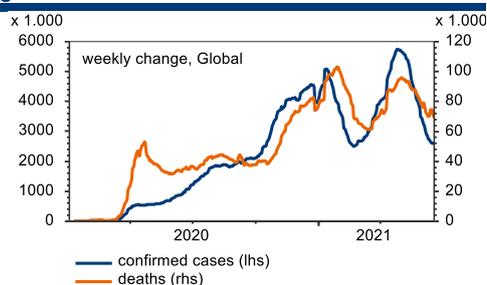
Il successo delle vaccinazioni e il sostegno delle politiche fiscali hanno avviato un rimbalzo post-pandemico trainato dai consumi, che dominerà il biennio 2021-22. La fiammata inflazionistica in corso ha una buona probabilità di rivelarsi transitoria, ma l'entità dei rischi varia in base alle condizioni locali. Il più rapido recupero dei livelli pre-crisi porterà il prossimo anno a una cauta restrizione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa.

Luca Mezzomo

Il calo dei casi di COVID-19 nei paesi avanzati e il rapido aumento della quota di popolazione vaccinata negli Stati Uniti e in Europa hanno dissipato i principali rischi sullo scenario di ripresa di breve termine. Mentre si accingevano ad allentare le restrizioni nei settori più sensibili al rischio sanitario, inoltre, i governi dei paesi avanzati hanno anche allentato le politiche fiscali rispetto a quanto prospettato nei budget 2021, sia per una coda di misure emergenziali più lunga del previsto, sia per l'adozione di stimoli finalizzati ad accelerare la ripresa post-pandemica.

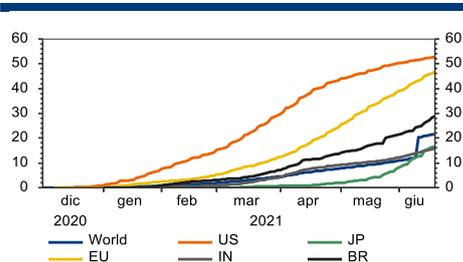
**I progressi delle campagne vaccinali hanno migliorato lo scenario di breve termine**

**Fig. 1 - COVID-19: casi e decessi in regresso ma globalmente ancora elevati**



Fonte: OurWorldInData, OMS, Refinitiv

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

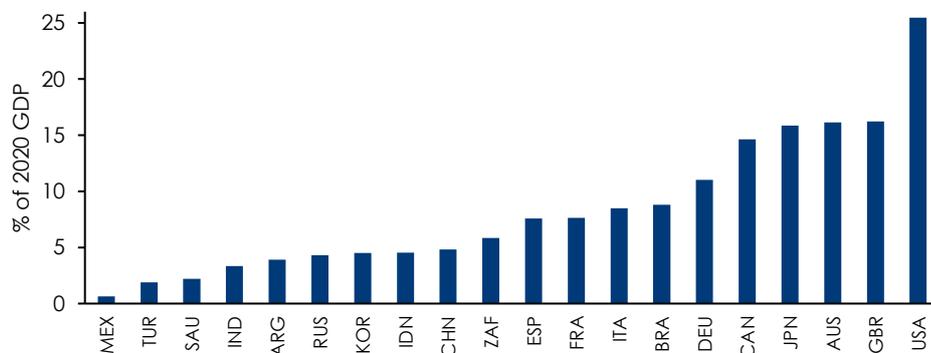


Fonte: Our World In Data, Refinitiv

Nel *Fiscal Monitor* dello scorso aprile, il FMI calcolava che le misure di stimolo annunciate dall'inizio della pandemia sino allo scorso marzo hanno superato il 25% del PIL 2020 negli Stati Uniti, il 15% in Giappone, Regno Unito, Canada e Australia e si sono collocate fra il 5 e il 10% nei principali paesi dell'Eurozona (Fig. 3). Le notizie sulla pandemia e sulle politiche fiscali hanno condotto negli ultimi mesi a una nuova revisione al rialzo delle proiezioni di consenso relative alla crescita del PIL mondiale nel 2021, ma molto disomogenea. La media globale calcolata da Consensus Economics è salita di 0,5 punti percentuali, con un incremento di un punto percentuale per gli Stati Uniti, di 0,5 per l'America Latina, ma poco o nulla per Eurozona e Estremo Oriente.

**La revisione delle proiezioni non è omogenea: negli Stati Uniti è amplificata da fattori fiscali**

**Fig. 3 - Dimensione dello stimolo fiscale durante la crisi COVID secondo il Fondo Monetario Internazionale**



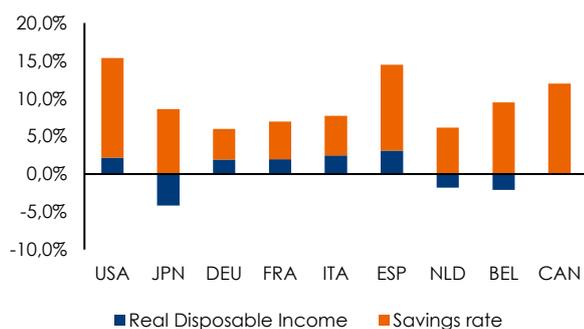
Nota: include le misure annunciate fra il gennaio 2020 e il marzo 2021. Fonte: adattato da IMF, *Fiscal Monitor*, April 2021, Fig. 1.7.3

Il recupero dei livelli pre-crisi del PIL è ora atteso nel 2021 negli Stati Uniti e in Canada, a fine 2021 nel Regno Unito, nel 2022 in Giappone e nell'Eurozona (ma con un quadro molto differenziato per Paese: la Germania è attesa recuperare i livelli di fine 2019 già nell'ultimo trimestre di quest'anno, la Francia nel 2° trimestre del 2022, Italia e Spagna solo nella seconda metà del 2022).

Nei maggiori paesi avanzati, i deficit pubblici dovrebbero iniziare a ridimensionarsi più drasticamente dal 2022, quando è previsto un calo di ben 5 punti percentuali; nel 2021 ci attendiamo una riduzione di appena 1,3 punti, da 11,1% a 9,8% (v. Fig. D a p. 5). Il miglioramento dei saldi fiscali rifletterà una riduzione adattativa delle misure di sostegno ai redditi, che tanta parte hanno giocato durante la crisi pandemica, la ripresa delle entrate tributarie e la cessazione delle misure emergenziali e di rilancio. La riduzione dei trasferimenti alle famiglie avverrà in contemporanea al recupero dei redditi da lavoro, e non dovrebbe perciò avere impatti negativi sui consumi. Inoltre, tale processo sarà accompagnato da un ritorno della propensione al risparmio sui livelli pre-crisi, altro fattore che mitiga i rischi per la ripresa. In effetti, il calo della propensione al risparmio fornirà il contributo prevalente al rimbalzo dei consumi privati nel biennio 2021-22 (v. Fig. 4).

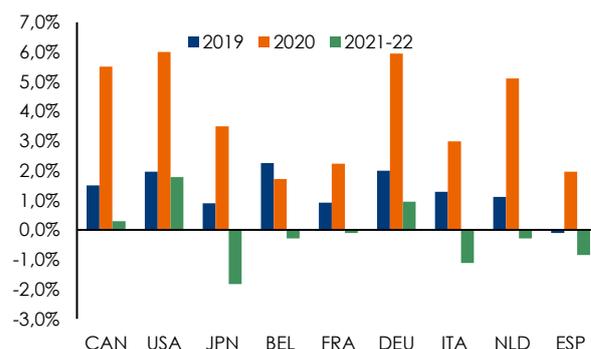
**La normalizzazione della politica fiscale è rinviata al 2022**

**Fig. 4 – Contributi alla crescita cumulata 2021-22 dei consumi privati (in % dei consumi 2020)**



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Il rimbalzo prociclico della produttività frenerà la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto**



Nota: salari per unità di PIL, variazione percentuale nel periodo indicato. Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

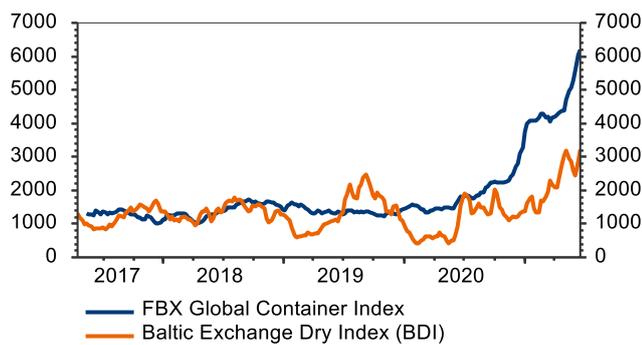
Già lo scorso marzo notavamo che la ripresa molto rapida della domanda di beni aveva trovato limiti nel sistema internazionale dei trasporti e nella carenza di capacità produttiva in alcuni comparti. Inoltre, l'aspettativa di un ciclo globale di investimenti pubblici orientato alla decarbonizzazione ha creato attese di rincari per alcuni metalli industriali, i cui prezzi sono ora ampiamente sopra i livelli pre-crisi. Questi colli di bottiglia hanno generato un effetto domino sulle filiere produttive, ove sempre più imprese segnalano allungamenti dei tempi di consegna e rincari dei costi – non più soltanto in Europa e Stati Uniti, ma ormai anche in Asia (Fig. 7). Nelle indagini congiunturali inizia a emergere qualche evidenza che ciò rappresenti un freno alla crescita della produzione manifatturiera in alcuni comparti.

**Le tensioni nelle filiere produttive non accennano ancora a rientrare**

Tuttavia, tutto ciò ha poco a che fare con la ripresa dell'inflazione osservata recentemente. Quest'ultima è legata soprattutto al ritorno dei prezzi dell'energia ai livelli pre-crisi e, per un'altra parte, alla normalizzazione dei prezzi nei servizi colpiti dalle restrizioni o ad altri fattori locali (per es., la temporanea riduzione dell'IVA in Germania). In effetti, il potenziale inflazionistico degli shock di prezzo sui beni primari o sui trasporti è limitato. Il valore della produzione totale nelle economie avanzate è dominato dalla componente salariale (25-30%), dai servizi (20-25%) e dal margine operativo lordo (20-25%); il costo degli input primari incide per meno del 3%, mentre il totale dei manufatti incide per circa il 15%; tutti i servizi di trasporto, magazzino e distribuzione commerciale incidono per l'8%. Nei servizi, la quota di salari e margine operativo lordo supera il

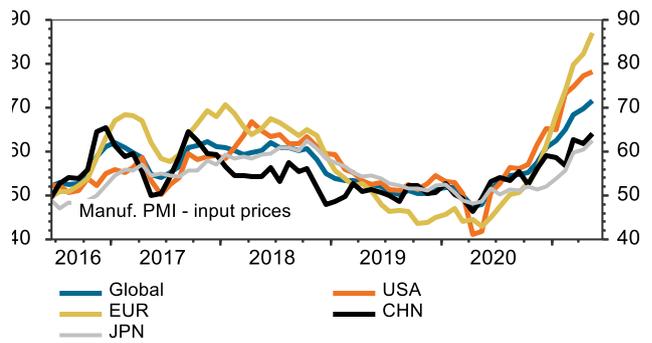
60% e il contributo degli input materiali e dei trasporti supera di poco il 10%. Perciò, anche ipotizzando che la natura comune dello shock e lo stato della domanda favoriscano il trasferimento ai prezzi di vendita, è difficile che ne derivi un processo inflattivo persistente senza accelerazione degli aumenti salariali e un innalzamento strutturale delle aspettative. Questi due fattori si declineranno diversamente a seconda dello stato del ciclo economico locale.

**Fig. 6 - Continuano la pressione sui noli marittimi...**



Fonte: Freightos, Refinitiv

**Fig. 7 - ...e le tensioni sui costi dei beni intermedi**



Fonte: IHS Markit

Per quanto concerne i salari, mentre in Europa non vi è alcun segnale di accelerazione della dinamica, negli Stati Uniti la situazione è meno tranquilla, anche per l'aumento del *reservation wage* connesso al regime speciale transitorio per i sussidi di disoccupazione e per fenomeni di disallineamento fra domanda e offerta di manodopera. La riduzione della mobilità internazionale dovuta alle restrizioni sanitarie potrebbe incidere sul costo del lavoro in alcuni comparti. Globalmente, però, riteniamo che la quota di forza lavoro disoccupata non tornerà ai livelli pre-crisi prima del 2022, un fattore che appare difficilmente conciliabile con pressioni salariali generalizzate. Inoltre, il rimbalzo ciclico della produttività dovrebbe essere dominante sugli aumenti salariali (Fig. 5). Le aspettative rilevate dalle indagini congiunturali mostrano una notevole diffusione delle intenzioni di aumentare i prezzi, ma ciò non si rifletterà necessariamente in un'elevata intensità degli aumenti, e il fenomeno potrebbe sfociare in revisioni *una tantum* dei prezzi piuttosto che in uno spostamento verso l'alto del sentiero dell'inflazione.

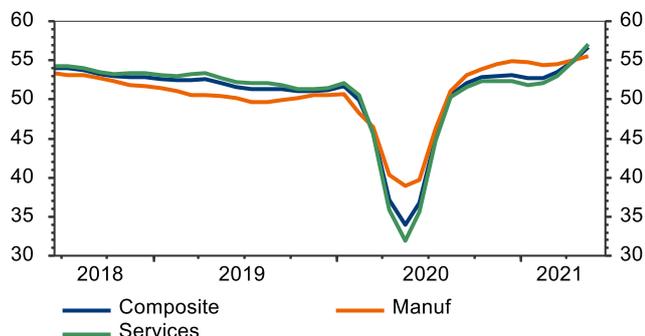
L'atteggiamento delle Banche centrali coincide oggi con la nostra interpretazione. Tuttavia, l'avvio della ripresa post-pandemica, la riduzione dei rischi di breve termine e la prospettiva di un sostegno fiscale più intenso e duraturo di quanto atteso rendono più probabile che lo stimolo monetario venga ridotto entro l'orizzonte di previsione. I tempi dovrebbero essere più rapidi negli Stati Uniti, ove l'inflazione implicita nella curva è già sopra i livelli coerenti con l'obiettivo Fed e il riassorbimento della crisi si prospetta più veloce. Nell'Eurozona, invece, l'inflazione implicita resta bassa rispetto all'obiettivo BCE e i livelli pre-crisi del PIL non saranno recuperati prima del 2022. Lo scenario di base include una riduzione degli acquisti netti Fed nel 2022 e la chiusura degli acquisti netti PEPP dall'aprile 2022 (quest'ultima, temperata da un incremento temporaneo di quelli APP). Invece, ipotizziamo che non vi sia alcun rialzo dei tassi ufficiali fino al 2023, anno in cui potrebbero iniziare a salire negli Stati Uniti.

**Soltanto aspettative e rinnovi salariali possono rendere persistente l'aumento dell'inflazione. Le prospettive variano da paese a paese. L'impatto dei rincari salariali sarà compensato dal rimbalzo della produttività**

**Lo stimolo monetario si ridurrà sia negli Stati Uniti, sia nell'area euro, ma soltanto dal 2022, e con cautela**

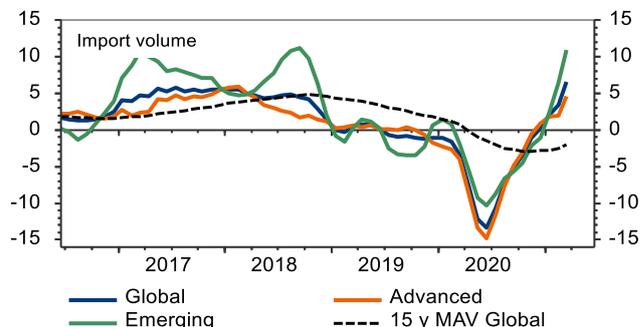
**Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici**

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



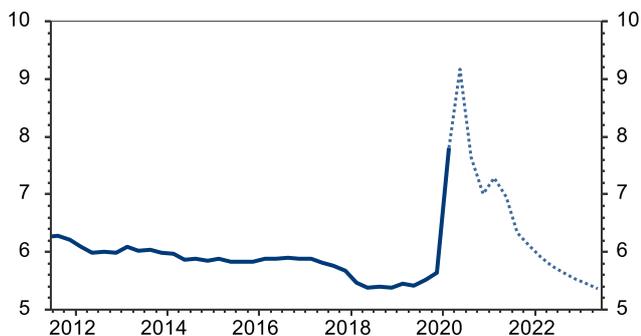
Fonte: Markit Economics, Refinitiv-Datastream Charting

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



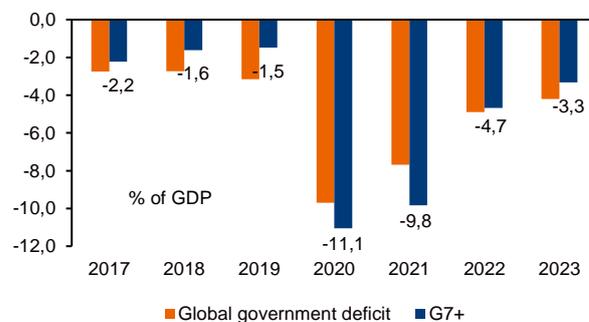
Fonte: CPB World Trade Monitor, Refinitiv-Datastream Charting

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



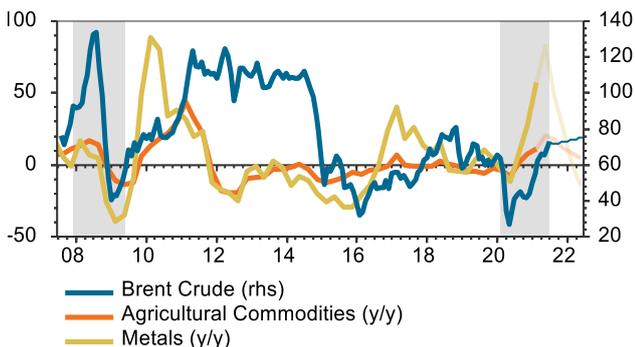
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo attraverso modello Oxford Economics

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



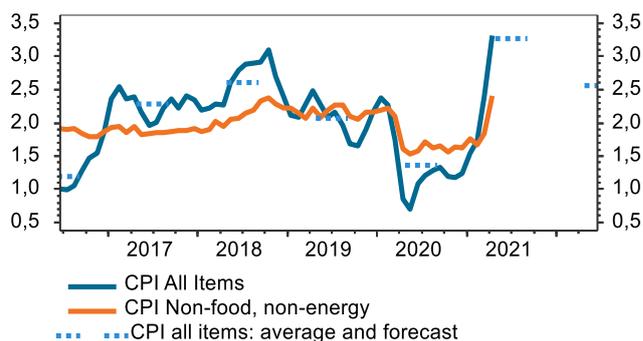
Nota: saldo globale calcolato aggregando i saldi del settore pubblico di 80 paesi; G7+: US, Giappone, Eurozona, UK, Canada. Proiezioni coerenti con lo scenario base. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – analisi macroeconomica

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



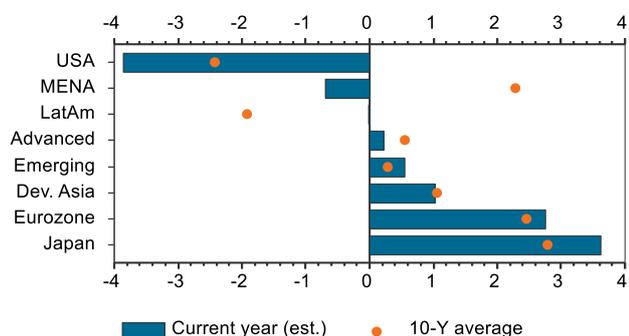
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



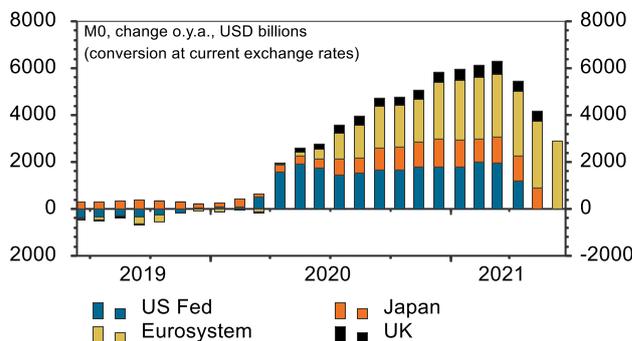
Fonte: OECD, Oxford Economics

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



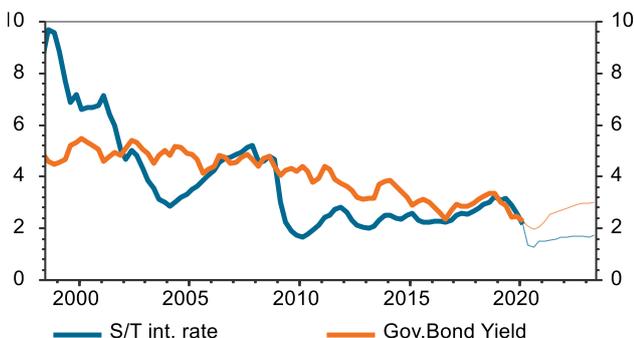
Fonte: dati e stime del FMI, via Refinitiv-Datastream Charting

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



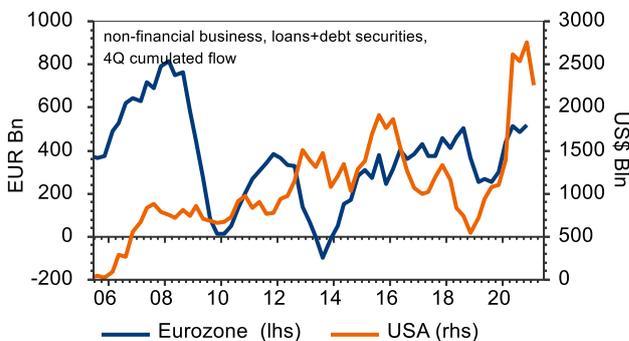
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

**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**

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Stati Uniti	2.2	-3.5	7.5	4.3	1.9
Giappone	0.0	-4.7	2.5	3.0	1.5
Area Euro	1.3	-6.7	4.5	4.6	2.3
Europa orientale	3.1	-3.3	4.0	4.3	3.1
America Latina	1.3	-6.4	6.1	3.2	2.8
OPEC	-1.4	-5.6	3.5	4.4	3.6
Cina	6.0	2.4	8.6	5.4	5.6
India	4.8	-7.0	9.4	6.4	6.2
Africa	3.8	-2.2	4.0	3.9	4.0
<b>Crescita mondiale</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.4</b>	<b>6.2</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>

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

## Stati Uniti: eccessi di domanda, inflazione in rialzo. Per quanto ancora?

L'espansione è solida e la pandemia (quasi) sotto controllo: crescita prevista al 7,5% nel 2021 e al 4,3% nel 2022, inflazione core verso il 2,5% nel 2022, con rischi verso l'alto.

Giovanna Mossetti

Lo **scenario USA è a due facce**, a seconda che si consideri il livello aggregato o quello settoriale. A **livello aggregato, il quadro è**, come prevedevamo, **da "20 ruggenti"**, con una crescita attesa di **7,5% e 4,3% nel 2021 e 2022**, rispettivamente, dopo -3,5% nel 2020. A **livello settoriale**, lo scenario è **volatile, e dipendente dall'aggiustamento** di domanda e offerta di fronte agli shock senza precedenti di questo biennio. La riallocazione delle risorse è soggetta a frizioni e determina non solo il sentiero trimestrale della crescita, ma anche il possibile surriscaldamento di alcuni settori e la persistenza del recente rialzo dell'inflazione, punto focale per il 2021-22. I rialzi dei prezzi dovrebbero moderarsi dopo l'estate, ma **l'inflazione core è prevista a 2,8% nel 2021 e a 2,5% nel 2022**, con attese per **l'inflazione headline di 3,7% nel 2021 e 2,2% nel 2022, e rischi verso l'alto**. Il PIL nel 2° trimestre dovrebbe già essere sui livelli pre-pandemici (Fig. 3) con il pieno recupero, in un anno, della perdita di output aggregato causata dagli effetti di COVID-19, grazie a un massiccio processo di riallocazione di risorse fra settori, ancora in atto. L'economia è cresciuta, nonostante le chiusure di attività e l'emergenza sanitaria, grazie allo stimolo fiscale e allo spostamento di domanda dai servizi ai beni, che ora, con il controllo della pandemia, si sta invertendo (Fig. 2). La **ricomposizione di domanda e offerta**, per beni, servizi e lavoro, amplificata da trend simili nell'economia globale, sta creando eccessi di domanda, con pressioni sui prezzi. Lo **stimolo fiscale** è in rallentamento, ma non è esaurito e proseguirà nel 2022-23 (v. sotto).

**I nuovi "20 ruggenti", nascondono, dietro il boom della crescita, una riallocazione settoriale senza precedenti**

**Rischi verso l'alto per crescita e inflazione**

**Dopo la pandemia, una fase endemica? Il quadro sanitario** appare sotto controllo, nonostante il rallentamento della campagna vaccinale. Ai ritmi attuali, il 70% della popolazione riceverebbe almeno una dose di vaccino entro metà ottobre. Nonostante il rallentamento delle vaccinazioni, la curva dei contagi resta in calo: la pandemia non è eliminata, ma potrebbe entrare in fase endemica, controllata dai vaccini. I rischi restano, ma non sembrano più interferire con la ripresa.

**Quadro sanitario: COVID-19 verso una fase endemica?**

**Scenario economico: in corsa verso la "normalità"**. Il principale meccanismo di trasmissione delle variazioni della domanda aggregata e della sua ricomposizione settoriale nel 2020-21 è rappresentato dai **consumi delle famiglie**, soggetti alle chiusure delle attività e alle fluttuazioni dell'occupazione, ma anche al balzo del reddito disponibile e del risparmio. Le previsioni sono di **espansione di 9,5% nel 2021 e 5% nel 2022**, dopo -3,9% nel 2020. La disaggregazione per tipologia di consumo dà una misura della riallocazione dei flussi di domanda nel 2020-21 e mantiene elevata l'incertezza riguardo alla "nuova normalità" post-pandemica. Nel 2021, i consumi di **beni durevoli** sono previsti in rialzo di circa il 19%, con un incremento medio di più del 30% t/t ann. nel 1° semestre, seguito da una correzione media attesa nella seconda parte dell'anno di circa -2% t/t ann. Specularmente, i **servizi**, dopo -7,3% nel 2020, sono previsti in crescita di 7,9% nel 2021 e di 6% nel 2022, con ampia volatilità trimestrale. Il 1° e il 4° trimestre, con variazioni medie del 4% t/t ann., dovrebbero essere eclissati da un balzo nella parte centrale dell'anno, con rialzi medi vicini al 16% t/t ann. Anche gli **investimenti fissi non residenziali** sono attesi in rialzo solido (7,6% nel 2021 e 2,8% nel 2022), con rotazioni settoriali: contributo crescente delle strutture e sentiero positivo per macchinari e proprietà intellettuale, ma su ritmi più contenuti rispetto all'ultimo anno. Gli **investimenti residenziali**, dopo il boom del 2020, dovrebbero stabilizzarsi, frenati da prezzi elevati e scarsità di manodopera, con una crescita di **12,4% nel 2021 e circa nulla nel 2022**.

**Boom di crescita nel 2021, spinto dai consumi di beni nel 1° semestre e di servizi nel 2°**

**Mercato del lavoro: eccesso di domanda o di offerta?** Il PIL è tornato sui livelli pre-pandemia, ma l'occupazione è ancora inferiore di circa il 5% rispetto a febbraio 2020. I posti di lavoro mancanti sono concentrati nei servizi aggregativi, nella parte bassa della distribuzione salariale. A marzo, l'occupazione per gli individui con salari elevati (>60 mila dollari) era +2,4% rispetto a febbraio 2020, mentre per gli individui con salari bassi (<27 mila dollari) era -23,6%. La **partecipazione alla forza lavoro**, a 61,6% a maggio, è ancora 1,7pp sotto il livello pre-pandemia e i flussi di lavoro segnalano **pressioni da eccesso di domanda** (Fig. 8), con il rapporto disoccupati/posizioni aperte a 1,2 ad aprile, come a marzo 2020, e le posizioni aperte sui massimi storici. 25 Stati

**Mercato del lavoro: l'eccesso di domanda dovrebbe ridursi in estate, con una ripresa dell'offerta**

interromperanno e/o ridurranno a giugno i programmi federali per la disoccupazione, che comunque terminano a settembre, con probabili **effetti positivi sull'offerta di lavoro**. La nostra previsione è di **crescita occupazionale mensile in media intorno a 450 mila nel 2° semestre**, con picchi anche oltre 800 mila al mese in estate e un tasso di disoccupazione al 4,3% a fine 2021.

**Inflazione: il jolly del 2021-22.** L'**inflazione** è stata soggetta a fluttuazioni causate dalla volatilità della domanda aggregata e dalla riallocazione settoriale. L'inflazione depurata dagli effetti diretti di COVID-19 sullo spostamento della domanda è più alta nel 2020 e più bassa nel 2021 rispetto a quella misurata con il CPI (Fig. 9). Gli indici mediani e le medie troncate (Fig. 10) registrano aumenti contenuti e i rialzi che appaiono ampi lasciano ancora molti prezzi sotto i livelli pre-pandemia (Fig. 11), con l'eccezione del settore auto, frenato dalla scarsità di semiconduttori. Nonostante la transitorietà dei recenti rialzi dei prezzi, sottolineiamo **due rischi significativi, entrambi verso l'alto. Abitazione e sanità**, le componenti principali di CPI e deflatore, nel 2020 hanno contribuito al calo dell'inflazione. Il boom dei prezzi delle case (13,2% a/a a marzo) e la normalizzazione della domanda di servizi sanitari dopo il calo del 2020 dovrebbero mettere pressioni al rialzo sull'inflazione, con possibili effetti significativi e persistenti. Inoltre, le **aspettative di inflazione** potrebbero disancorarsi anche di fronte a rialzi transitori, per via dell'obiettivo della Fed sull'inflazione media, ma il nuovo grafico a punti limita questo rischio (v. sotto).

**Politica fiscale: tempi stretti per la modalità super-espansiva.** Le misure fiscali per contrastare gli effetti di COVID-19 ammontano a 5,9 tln, con effetti sul deficit pari a 5,2 tln (25,5% del PIL). I fondi erogati a fine maggio erano pari a 3,7 tln. L'amministrazione ha ancora in cantiere due **grandi piani fiscali**, per le infrastrutture e per la redistribuzione a favore delle classi di reddito medio-basso, la cui approvazione e i cui tempi sono incerti. Prevediamo che **misure per almeno 1 tln di dollari per le infrastrutture**, con effetti a partire dal 2022. Il deficit federale dovrebbe risalire a -10% nel 2021 da -15% del 2020, con il debito a 102% del PIL. La finestra per interventi fiscali rilevanti si chiuderà in autunno, in vista delle elezioni *midterm* del 2022.

**Politica monetaria: rotta invariata, ma la boa del rialzo dei tassi è più vicina.** Il FOMC ha confermato di essere pronto a discutere di *tapering*, che però richiede condizioni non ancora soddisfatte. Pur valutando ancora transitorio il rialzo dell'inflazione, la Fed ha anticipato la svolta attesa sui tassi al 2023 e ha trasmesso la determinazione a mantenere l'inflazione (e le aspettative) sotto controllo. Il messaggio rimane comunque di cautela. La nostra previsione è che **il primo rialzo dei tassi avvenga entro giugno 2023, seguito da un altro nel 2° semestre**.

**Inflazione: quo vadis?**

**Rialzo transitorio, con due rischi verso l'alto:**

**abitazione e sanità...**

**...e aspettative**

**Politica fiscale ancora espansiva, in arrivo un (probabile) piano per infrastrutture ridimensionato a circa 1 tln di dollari, con effetti dal 2022 in poi**

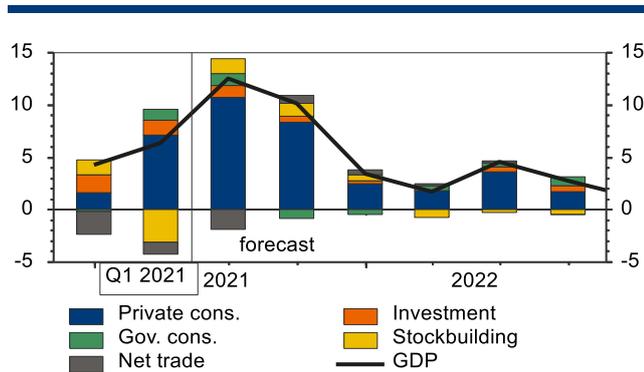
**Fed si accinge a discutere di tapering, e la svolta dei tassi si avvicina**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020			2021			2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.5	7.5	4.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.7	8.4	8.1	6.9	4.9	3.1
- trim./trim. annualizzato				-31.4	33.4	4.3	6.4	12.8	10.2	3.4	1.7	4.6	2.8
Consumi privati	-3.9	9.8	5.1	-33.2	41.0	2.3	11.3	16.2	12.4	3.6	2.6	5.2	2.5
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.8	2.8	-27.2	22.9	13.1	10.8	8.1	4.0	2.2	0.4	3.3	4.2
IFL - privati residenziali	6.1	12.9	-0.1	-35.6	63.0	36.6	12.7	0.3	0.7	0.5	-2.1	0.5	0.7
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	1.3	2.5	-4.8	-0.8	5.8	6.6	-4.8	-2.4	2.5	2.6	4.9
Esportazioni	-12.9	7.0	9.6	-64.4	59.6	22.3	-2.9	8.4	21.5	13.1	5.0	8.5	7.1
Importazioni	-9.3	14.8	5.5	-54.1	93.1	29.8	6.7	16.6	8.9	5.5	2.4	4.7	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.0	-4.3	6.5	1.4	-3.3	1.8	1.2	0.5	-0.7	-0.3	-0.4
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.5	-3.0										
Deficit Federale (% PIL)	-16.0	-11.3	-5.3										
Debito pubblico (% PIL)	160.7	155.0	150.2										
CPI (a/a)	1.2	3.7	2.2	0.4	1.2	1.2	1.9	4.7	4.2	3.9	3.2	1.9	1.8
Produzione Industriale (a/a)	-6.7	4.9	3.8	-13.0	9.4	2.3	0.3	1.1	1.6	1.2	0.9	0.6	0.5
Disoccupazione (%)	8.1	5.2	4.0	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	4.6	4.4	4.1	4.0	4.0

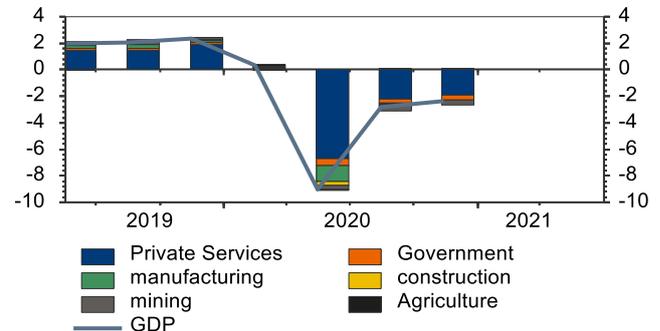
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 - PIL in crescita a due cifre nella parte centrale del 2021**



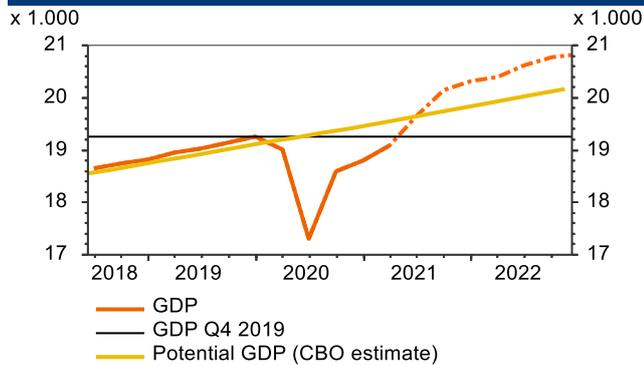
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 - PIL per settori: il crollo dei servizi è senza precedenti e deve ancora essere ricomposto**



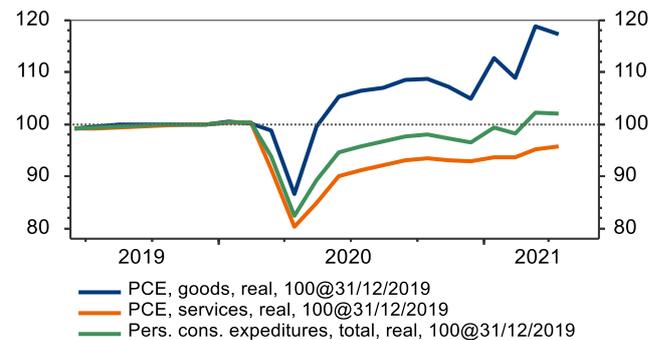
Fonte: Refinitiv-Datastream. I dati sono disponibili solo fino a fine 2020

**Fig. 3 - PIL oltre i livelli pre-pandemia già a metà anno, con l'output gap azzerato**



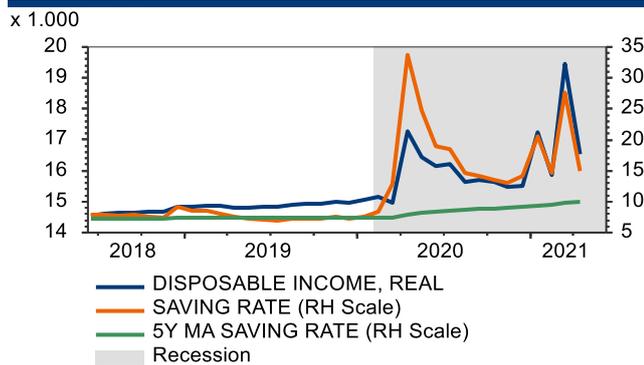
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 - I consumi totali oltre i livelli pre-pandemia, grazie ai beni che hanno più che compensato la correzione dei servizi**



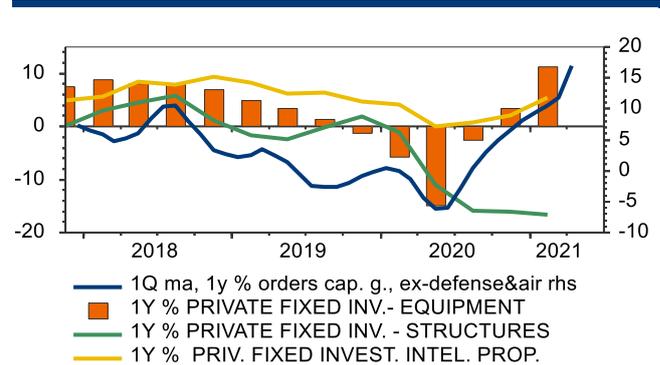
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 - Il balzo del reddito disponibile e del risparmio alimenta il boom aggregato dei consumi**



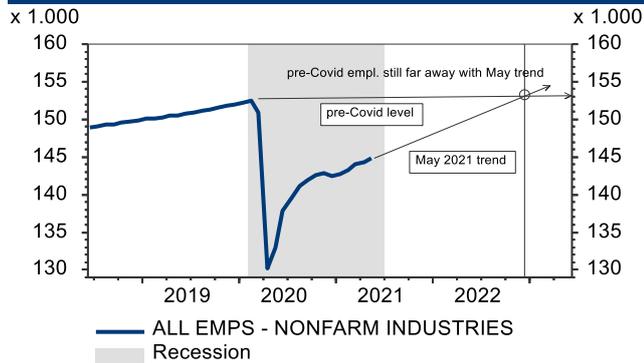
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 - Investimenti fissi non residenziali in ripresa solida**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Mancano ancora 7,6 mln di occupati da febbraio 2020**



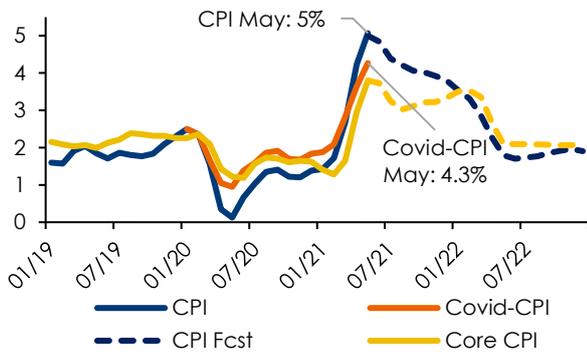
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 - Le imprese cercano lavoratori che non trovano**



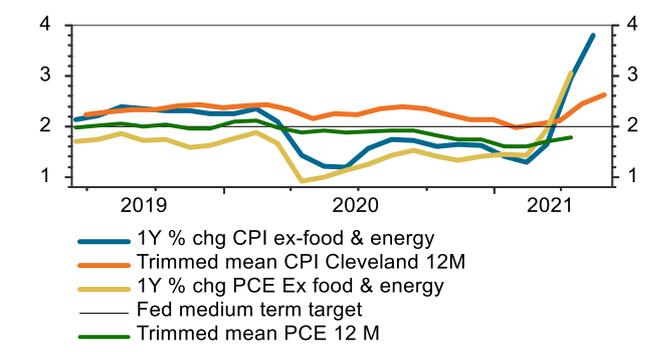
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 - L'inflazione misurata con un paniere aggiustato per gli effetti di COVID era più elevata nel 2020 e meno nel 2021 rispetto a quella misurata con il CPI**



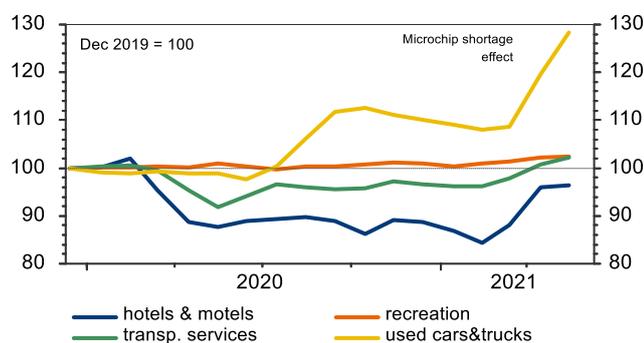
Fonte: CPI e CPI core: Refinitiv-Datastream, COVID-CPI: A. Cavallo; previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 10 - Inflazione in forte rialzo, ma in gran parte per via di pochi comparti con variazioni "estreme"**



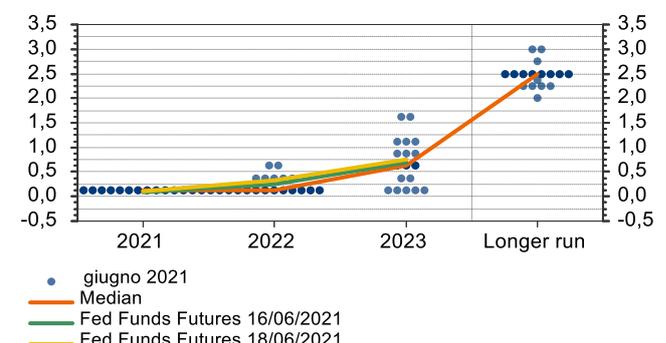
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 11 - Alcuni settori (soprattutto nell'ospitalità) non sono normalizzati, e le auto usate restano in balia della scarsità di semiconduttori, ma non ci sono segnali di surriscaldamento**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 12 – Il FOMC guarda oltre il tapering, e comincia a preparare l'avvicinamento alla svolta dei tassi**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Area euro: crescita economica e politica monetaria in ritardo rispetto agli USA

Dopo due trimestri consecutivi di contrazione, l'economia dell'area euro dovrebbe essere tornata ad espandersi in primavera grazie ai progressi sul fronte sanitario e al conseguente allentamento delle misure restrittive. La ripresa dovrebbe accelerare durante l'estate, prima di consolidarsi nei trimestri successivi, sull'onda del progressivo ritorno alla normalità e grazie anche ad una politica fiscale che dovrebbe confermarsi complessivamente espansiva. Sull'inflazione insistono ancora rischi verso l'alto, ma pensiamo che l'effetto rialzista sarà transitorio. Lo scenario BCE vede la chiusura degli acquisti netti PEPP dall'aprile 2022, temperata da un incremento temporaneo di quelli APP; ipotizziamo che non vi sia alcun rialzo dei tassi ufficiali fino al 2024.

Andrea Volpi

### Ripresa in corso dopo la battuta d'arresto invernale

Nel 2° trimestre del 2021 l'accelerazione delle campagne vaccinali, dopo un inizio piuttosto fiacco, ha permesso notevoli progressi sul fronte sanitario (Fig. 1) e consentito ai Governi nazionali di allentare gradualmente le misure restrittive a partire da maggio. A inizio giugno circa il 40% della popolazione dell'Unione Europea aveva ricevuto almeno una dose di vaccino, e il 20% aveva completato il ciclo vaccinale. Ai ritmi correnti la soglia del 70% della popolazione vaccinata con almeno una dose potrebbe essere raggiunta in agosto (Fig. 2) riducendo il rischio di una recrudescenza dei contagi come quella registrata lo scorso autunno. L'eventualità di ceppi del virus particolarmente contagiosi (come la variante Delta) potrebbe rallentare il ritorno alla normalità ma i progressi nelle inoculazioni dovrebbero comunque evitare una saturazione delle strutture sanitarie durante l'autunno e permettere il ricorso a forme di contenimento ancora più blande rispetto all'autunno 2020. Il quadro per i prossimi mesi è quindi quello di un **proseguimento del processo di riapertura dell'economia, che si sta già riflettendo in un miglioramento dei dati di mobilità più rapido del previsto (Fig. 3), coerente con un ritorno alla crescita del PIL dal 2° trimestre ed uno scenario più favorevole rispetto a quello delineato a inizio anno.**

**I progressi sul fronte sanitario e vaccinale hanno permesso un allentamento delle restrizioni che dovrebbe proseguire nei prossimi mesi**

Nel 1° trimestre del 2021 il PIL ha subito una ulteriore contrazione, dopo quella già vista a fine 2020, pari a -0,3% t/t (-1,3% a/a). È stata la flessione dei consumi privati a pesare sulla crescita, a fronte di un contenuto incremento per gli investimenti e di una stagnazione per i consumi pubblici. Marginalmente positivo l'apporto del canale estero grazie ad esportazioni in crescita ad un ritmo leggermente più elevato rispetto alle importazioni. Anche le scorte hanno contribuito positivamente alla crescita. Dal lato dell'offerta, è stato il settore terziario a penalizzare l'attività economica, frenato dalle misure restrittive necessarie per contenere la recrudescenza dei contagi, a fronte di un contributo positivo dell'industria e sostanzialmente nullo da parte delle costruzioni.

**Secondo trimestre consecutivo di contrazione per il PIL a inizio 2021**

I primi dati reali relativi ad aprile suggeriscono come l'attività all'inizio del 2° trimestre sia rimasta complessivamente debole, tuttavia l'allentamento delle misure restrittive a partire da maggio, e con maggiore intensità a giugno, dovrebbe permettere un rimbalzo del PIL nell'ordine di almeno un punto percentuale nel trimestre primaverile. La ripresa dovrebbe poi accelerare, intorno al 2,5% t/t, durante l'estate, per poi stabilizzarsi nei trimestri successivi (Fig. 4). **Prevediamo quindi una crescita annua al 4,5% nel 2021 e al 4,6% nel 2022 con i livelli di attività pre-COVID che potrebbero essere recuperati all'inizio del prossimo anno** (Fig. 5). Rispetto alle stime di tre mesi fa (4% nel 2021 e 4,5% nel 2022), la revisione al rialzo riguarda soprattutto l'anno in corso, in ragione di una "riapertura" dell'economia più rapida di quanto previsto in precedenza.

**Si prevede un ritorno alla crescita nel 2° trimestre e una accelerazione durante l'estate**

Le indagini congiunturali evidenziano un miglioramento del morale delle imprese non più limitato all'industria ma diffuso a tutti i settori (Fig. 6). **La ripresa dovrebbe risultare trainata da servizi e commercio**, i comparti più penalizzati in precedenza ma che maggiormente beneficerebbero dell'effetto delle riaperture, in un quadro in cui **l'apporto della manifattura dovrebbe restare positivo**. Nell'industria le indagini dipingono un quadro di eccesso di domanda dove a fronte di una solida crescita degli ordinativi (Fig. 7) emergono segnali di strozzature dal lato dell'offerta

**La ripresa verrà trainata dal terziario, attenzione ai colli di bottiglia nelle filiere industriali**

(Fig. 8) che pongono **temporanei rischi al ribasso per l'attività manifatturiera** soprattutto in alcuni comparti, come l'auto. Le imprese riportano forti rincari delle materie prime e difficoltà nel reperire input produttivi, in particolare semiconduttori, che si riflettono in un rapido tasso di esaurimento delle scorte e in un notevole incremento delle commesse inevase e dei tempi di consegna. Riteniamo però che la ripresa industriale possa rafforzarsi nei prossimi mesi, sull'onda del progressivo riassorbimento delle strozzature e di una robusta domanda globale.

Dal lato della domanda saranno invece i **consumi** privati a mostrare la maggiore vivacità nei prossimi trimestri, con rischi al rialzo alimentati dai risparmi accumulati durante i mesi di confinamento (Fig. 9). Anche gli **investimenti** delle imprese dovrebbero consolidare il trend di recupero in atto ormai dalla scorsa estate, grazie alla riduzione dell'incertezza e alla ripresa della domanda. Le spese in conto capitale, così come gli investimenti immobiliari, saranno infine stimolati dalle misure contenute nei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR) che agiranno attraverso un incremento degli investimenti pubblici ma anche incentivi fiscali agli investimenti privati (soprattutto in tema di transizione "verde" e digitale).

Durante la pandemia il **tasso di disoccupazione** è salito meno del previsto grazie agli schemi di sostegno varati dai Governi che hanno permesso di proteggere, almeno in parte, i livelli occupazionali. Tra marzo e aprile il tasso dei senza lavoro è tornato a scendere, ma l'andamento nei prossimi mesi potrebbe essere contrastato: da un lato le indagini di fiducia offrono segnali incoraggianti circa la ripresa delle assunzioni (Fig. 10); tuttavia, un effetto opposto sul tasso di disoccupazione verrà dal progressivo rientro degli inattivi tra le forze di lavoro e dalla rimodulazione degli schemi pubblici di sostegno. A nostro avviso, il risultato sarà una sostanziale stabilizzazione del tasso di disoccupazione nella seconda metà dell'anno. Potrebbe essere quindi necessario attendere il 2022 per assistere ad un più significativo processo di riassorbimento delle risorse inutilizzate sul mercato del lavoro.

Nel 2021 la ripresa sarà sostenuta da un quadro di **politica fiscale ancora più accomodante che nel 2020** (Figg. 11 e 12). Nella prima metà dell'anno infatti i Governi dei paesi membri hanno confermato gran parte degli stimoli varati per contrastare l'impatto della pandemia. Il venir meno delle misure una tantum dovrebbe determinare un cambio di segno per la politica fiscale nel 2022; tuttavia, al netto di ciò, non si può parlare di vera restrizione: la Commissione Europea ha infatti confermato la **sospensione del Patto di stabilità per tutto il 2022** mentre è in corso, in seno alle Istituzioni europee, un dibattito su una possibile riforma delle regole fiscali.

Dal secondo semestre del 2021, la crescita sarà sostenuta anche dall'**avvio dei programmi di ripresa nella cornice del Next Generation EU (NGEU)**. Nel caso di una rapida approvazione da parte di Bruxelles dei piani presentati, i primi fondi comunitari (pari al 13%) potrebbero essere sbloccati già a partire dall'estate. Le risorse NGEU verranno distribuite nel periodo 2021-26 ma nelle quattro principali economie dell'Eurozona la maggior parte delle sovvenzioni dovrebbe essere utilizzata nel triennio 2021-23 quando l'impatto sulla domanda aggregata dovrebbe risultare massimo.

I prossimi mesi saranno rilevanti anche per lo **scenario politico**, non solo a livello nazionale ma anche per determinare gli equilibri interni all'UE. I sondaggi sulle elezioni in **Germania** di settembre, le prime senza la figura di Angela Merkel che ha dominato il panorama politico tedesco per 16 anni, preannunciano un testa a testa tra CDU e Verdi. In **Francia**, invece, a partire da fine 2021 entrerà nel vivo la campagna elettorale per le Presidenziali di aprile 2022, che potrebbero concludersi con un ballottaggio finale tra il Presidente uscente Emmanuel Macron e Marine Le Pen. Anche l'**Italia** potrebbe presentare degli elementi di instabilità: nel nostro scenario centrale il Governo dovrebbe durare fino al termine della legislatura nel 2023, ma il rischio di elezioni anticipate nel 2022 non può essere del tutto escluso.

**I consumi presentano rischi al rialzo derivanti dall'eccesso di risparmio. Solido anche il profilo per gli investimenti**

**Tasso di disoccupazione in sostanziale stabilizzazione, per un significativo calo sarà necessario attendere il 2022**

**Politica fiscale ancora espansiva nel 2021**

**I fondi Next Generation EU offriranno ulteriori stimoli alla ripresa**

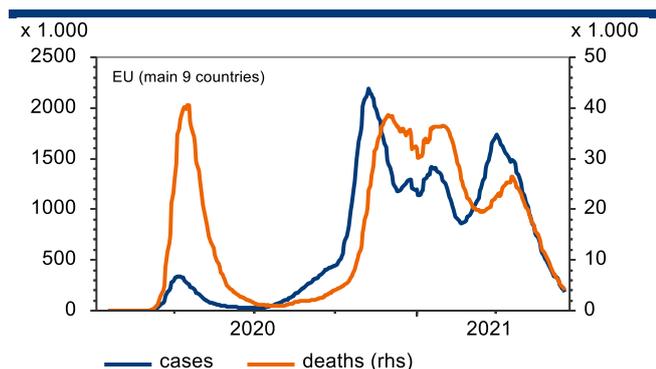
**Sul fronte politico, occhi puntati sulle elezioni in Germania e sulla campagna elettorale francese**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020			2021			2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	4.5	4.6	-14.6	-4.1	-4.7	-1.3	12.9	2.8	4.7	6.0	5.6	3.8
- t/t				-11.5	12.6	-0.6	-0.3	1.2	2.5	1.3	0.9	0.8	0.8
Consumi privati	-8.0	2.2	5.9	-12.7	14.2	-2.9	-2.3	2.2	3.0	1.8	1.2	0.9	0.8
Investimenti fissi	-8.4	6.8	4.7	-16.1	13.7	2.5	0.2	1.7	2.2	1.3	0.9	0.8	0.8
Consumi pubblici	1.4	2.5	1.2	-2.6	5.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	-9.6	9.9	5.6	-18.6	16.8	3.8	1.0	2.2	2.5	1.7	1.2	0.9	0.9
Importazioni	-9.1	8.0	5.0	-18.5	11.9	4.5	0.9	2.5	1.9	1.7	0.9	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	-1.5	0.5	0.7	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-6.7	-5.5	-3.6										
Debito pubblico (% PIL)	98.1	101.8	100.2										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	1.9	1.5	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.3	2.5	1.4	1.4	1.6
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.9	3.5	-20.1	-6.8	-1.6	3.3	23.7	7.4	3.6	2.9	3.2	3.8
Disoccupazione (ILO, %)	8.0	8.2	7.6	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	7.9	7.7	7.5
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55
EUR/USD	1.14	1.19	1.20	1.10	1.17	1.19	1.21	1.21	1.19	1.16	1.18	1.20	1.21

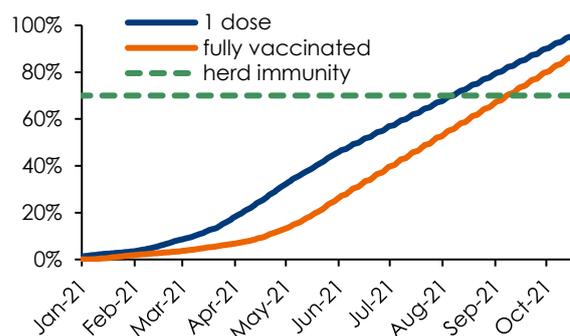
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – In calo contagi e decessi nell'Unione Europea**



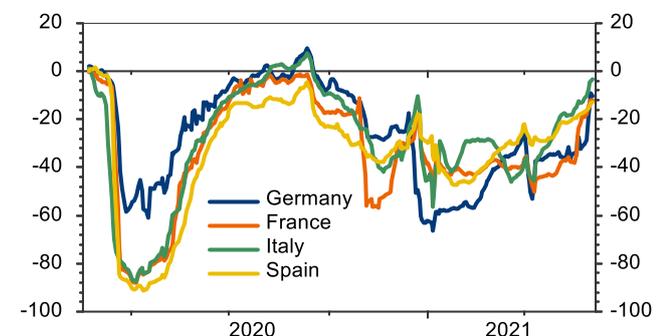
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 2 – Ai ritmi di vaccinazione correnti l'immunità di gregge potrebbe essere raggiunta in agosto**



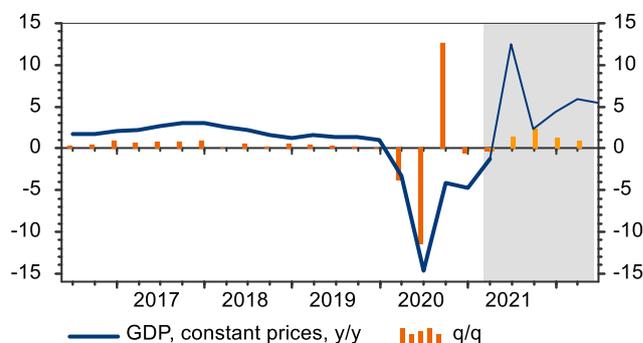
Nota: dati in percentuale sul totale della popolazione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 3 – L'allentamento delle restrizioni si riflette in un aumento della mobilità verso gli esercizi commerciali e i servizi ricreativi**



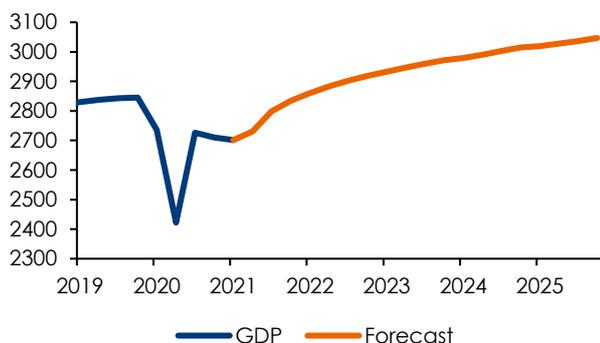
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Google Mobility Reports

**Fig. 4 – Ripresa al via dal 2° trimestre; prevista una accelerazione durante l'estate**



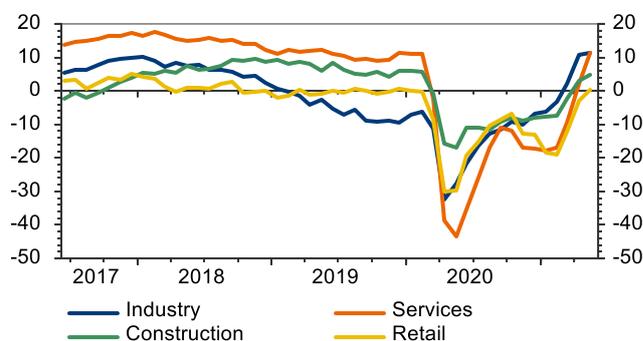
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 5 – Ritorno ai livelli di attività pre-COVID a inizio 2022**



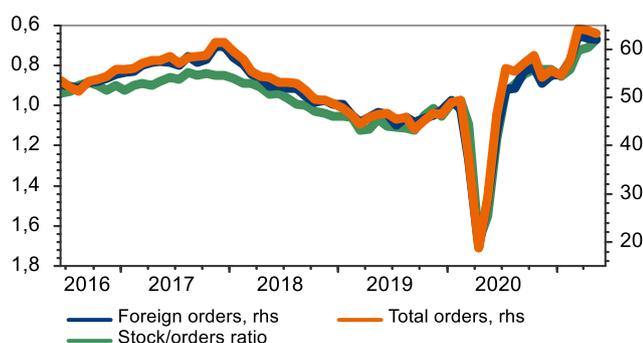
Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 6 – Le indagini di fiducia segnalano un miglioramento del morale diffuso a tutti i settori**



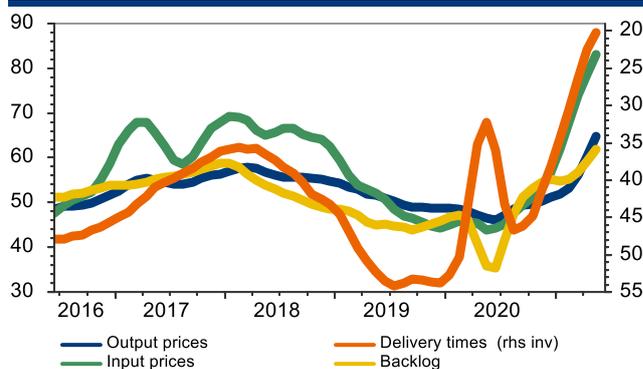
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Commissione Europea

**Fig. 7 – Gli indici PMI riportano una solida domanda di beni industriali...**



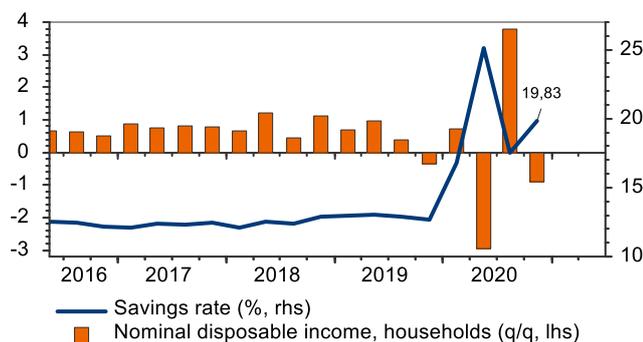
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, IHS Markit

**Fig. 8 – ... e significativi segnali di stress lungo le filiere produttive**



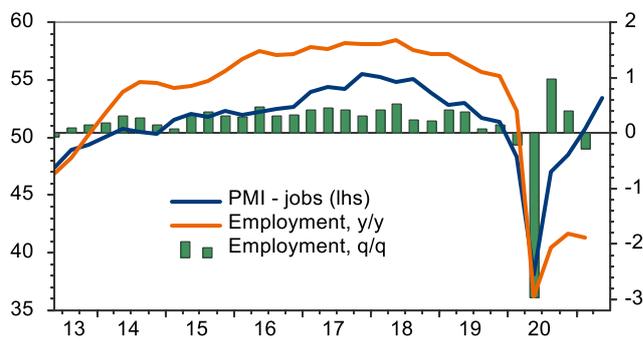
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, IHS Markit

**Fig. 9 – I risparmi accumulati durante il confinamento potrebbero sostenere i consumi**



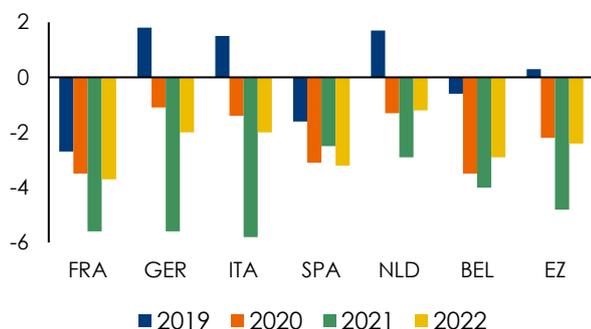
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 10 – Le indagini di fiducia offrono segnali incoraggianti per la ripresa delle assunzioni**



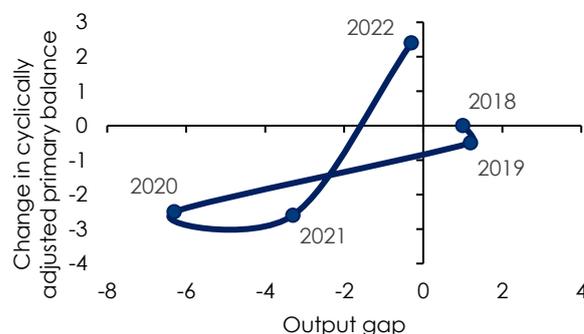
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 11 – Sulla base del saldo primario corretto per il ciclo, la politica fiscale rimarrà ultra-espansiva nel 2021...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

**Fig. 12 – ...e potrebbe cambiare di segno nel 2022, in relazione a un sostanziale assorbimento dell'output gap**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

### Inflazione: ancora rischi verso l'alto nel breve termine

Il 2021 ha visto sinora un forte aumento dell'inflazione, con l'indice generale che è passato dal -0,3% a/a di dicembre al +2,0% a/a di maggio. L'accelerazione è stata determinata da fattori *una tantum* quali 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. Parte della volatilità di quest'anno, inoltre, è spiegata dalla modifica della struttura di ponderazione delle componenti, che, tuttavia, in media annua, avrà un impatto lievemente negativo. Pertanto, riteniamo che l'effetto rialzista possa essere transitorio.

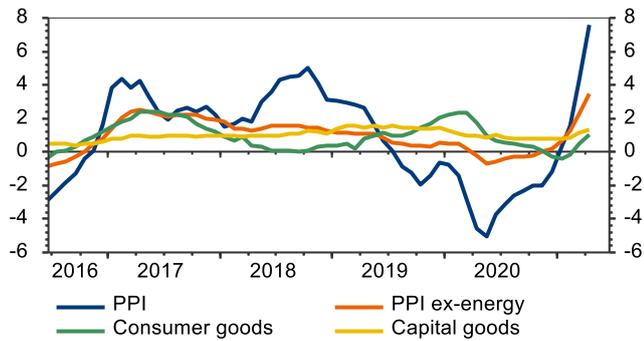
Nei prossimi mesi, l'inflazione sarà soggetta a fluttuazioni legate al consolidamento della domanda e alla riallocazione settoriale. La ripresa dei prezzi avrà caratteristiche asimmetriche, dal punto di vista settoriale e geografico. In particolare, le condizioni fiscali favorevoli, potrebbero portare ad un "surriscaldamento" in alcuni comparti. Il rischio è alto nell'edilizia, dove la forte domanda ha già innescato colli di bottiglia nella fornitura delle materie prime, ed è concentrato nei Paesi, tra cui l'Italia, che hanno destinato cospicue risorse al settore. Il nostro scenario previsionale incorpora un marcato recupero per i prezzi energetici, attesi in crescita dell'8,7% nel 2021 e del 3% nel 2022. La salita dei prezzi alla produzione conferma quanto anticipato dalle indagini PMI, ovvero la presenza di pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva attese persistere anche nei prossimi mesi. Di contro, il permanere di ampie risorse inutilizzate nel mercato del lavoro non appare coerente con una accelerazione della dinamica salariale. Nel medio termine, i salari torneranno a crescere, ma la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto sarà frenata dalla ripresa ciclica della produttività. La persistenza dell'inflazione da domanda dipenderà molto dalla velocità con cui gli extra risparmi accumulati durante i mesi di pandemia si trasformeranno in maggiori consumi. In ogni caso, l'ipotesi di uno scenario di accelerazione non transitoria dei prezzi appare al momento improbabile. Le indagini congiunturali della Commissione Europea, fra le imprese e i consumatori, indicano una ripresa moderata della crescita dei prezzi nel medio termine.

Per il 2021 abbiamo rivisto al rialzo di mezzo punto la previsione sull'inflazione area euro, all'1,9%. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 2,5% nel secondo semestre, con un possibile picco al 2,6% a ottobre. Tuttavia, la tendenza rialzista nell'Eurozona sarà meno marcata e persistente che negli Stati Uniti. Rispetto agli USA, l'inflazione dell'area euro sconta effetti base meno favorevoli (nel 2020 i prezzi dell'Eurozona hanno visto un calo meno pesante), minori frizioni attese nel mercato del lavoro e, infine, uno stimolo fiscale inferiore. Di conseguenza, l'inflazione è destinata a rallentare il prossimo anno: per il 2022, infatti, ci aspettiamo in media d'anno un'inflazione all'1,5%, di nuovo al di sotto dell'obiettivo BCE.

Aniello Dell'Anno

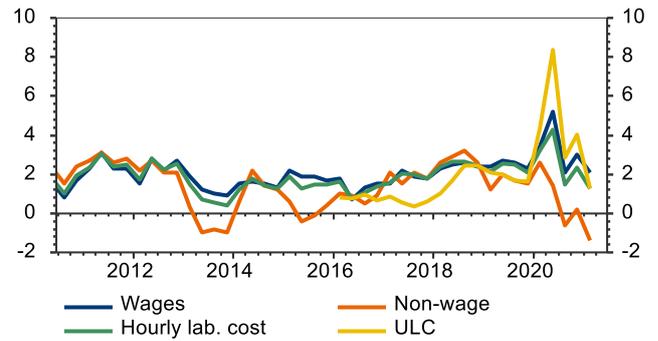
All'opposto, le migliori condizioni del mercato del lavoro porteranno ad un'accelerazione dell'indice sottostante al netto di alimentari freschi ed energia, dall'1,2% di quest'anno all'1,3% del 2022; ad ogni modo, l'indice core si manterrà su valori moderati. I rischi sulla previsione sono orientati verso l'alto.

**Fig. 13 – Prezzi alla produzione**



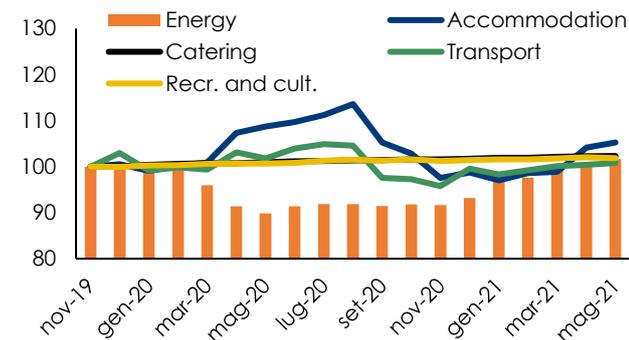
Fonte: Eurostat

**Fig. 14 – Crescita salariale**



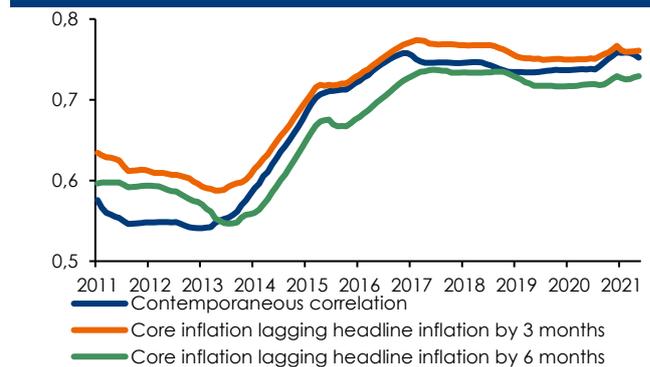
Fonte: Eurostat

**Fig. 15 – La ripresa dei prezzi sta coinvolgendo i settori maggiormente colpiti dalla crisi**



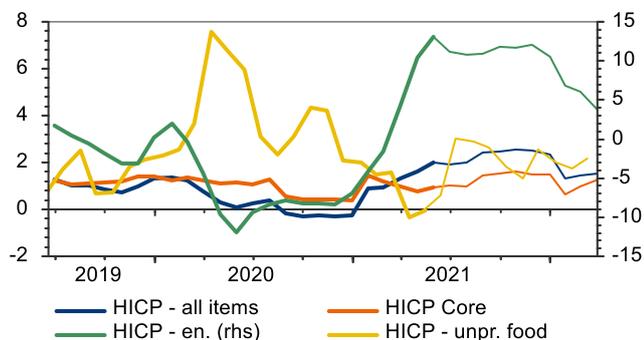
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 16 – Correlazione e struttura dei ritardi tra inflazione headline ed inflazione core**



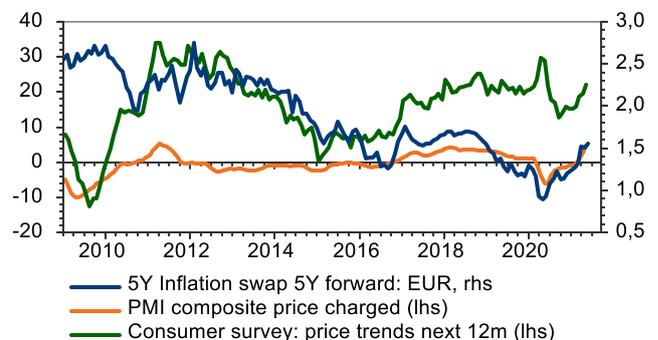
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 17 – Dinamica dei prezzi**



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 – Aspettative di inflazione**



Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

## BCE: la politica monetaria resta orientata a sostenere la ripresa

Luca Mezzomo

Malgrado la netta revisione al rialzo dello scenario economico 2021-22 e un giudizio sui rischi che è divenuto bilanciato, la Banca Centrale Europea ha deciso che anche nel terzo trimestre gli acquisti netti PEPP saranno condotti a un passo significativamente superiore a quello dei primi mesi dell'anno. Ovviamente, l'esecuzione continuerà a essere caratterizzata da "flessibilità", adattandosi al mutare delle condizioni di mercato. Tale flessibilità implicherà ampie variazioni settimanali del volume di acquisti netti, considerando che l'attività di mercato (inclusa quella di emissione) è soggetta normalmente a una netta flessione in agosto, che sarà presumibilmente compensata in altre settimane del trimestre<sup>1</sup>.

La decisione di mantenere immutato lo stimolo monetario è legata all'idea che l'attuale rialzo dell'inflazione abbia natura eminentemente transitoria, e che l'impatto negativo della pandemia sullo scenario futuro dell'inflazione non sia stato ancora riassorbito pienamente. La BCE prevede che l'inflazione sottostante sarà pari a 1,4% nel 2023, ancora ben sotto l'obiettivo; la crescita salariale è vista in moderata accelerazione, ma lo staff della BCE ritiene che il suo impatto sarà più che compensato dalla ripresa ciclica della produttività. La tesi della BCE è che la quota di forza lavoro inutilizzata sia eccessiva per immaginare che lo shock sui costi possa attivare processi inflattivi persistenti<sup>2</sup>.

La *forward guidance* è invariata:

- la condizione per il rialzo dei tassi è che l'inflazione converga con decisione verso l'obiettivo di inflazione del 2%, e che tale movimento sia accompagnato da tendenze coerenti dell'inflazione sottostante. Tale situazione ci appare improbabile prima del 2024; i mercati scontano una probabilità di rialzo fin dal 2023, che supera il 50% verso fine anno;
- Gli acquisti netti nell'ambito dell'APP continueranno fino a poco prima del rialzo dei tassi (ipotizziamo fino al terzo trimestre 2023 circa);
- I reinvestimenti delle scadenze di capitale dell'APP continueranno ben oltre il primo rialzo dei tassi (cioè riteniamo almeno per tutto il 2024).

Per quanto riguarda il PEPP, i progressi conseguiti nella lotta alla pandemia grazie alla campagna vaccinale dovrebbero consentire di chiuderlo alla scadenza del marzo 2022. La BCE potrebbe decidere di attribuire un plafond aggiuntivo temporaneo al programma APP, da utilizzare a partire da aprile 2022 per smussare il "gradino" creato dall'interruzione degli acquisti netti PEPP. Un'opzione alternativa potrebbe essere quella di estendere il PEPP di qualche mese e di utilizzare il plafond residuo a passo ridotto. Infine, una terza possibilità è che gli acquisti netti siano ridotti a partire dall'autunno e poi ulteriormente in primavera – al netto dei fattori stagionali. La scelta dipenderà dalla forza e dalla sostenibilità della ripresa che osserveremo nei prossimi mesi, ma anche dall'evoluzione delle condizioni di finanziamento. La decisione arriverà probabilmente soltanto a fine 2021.

Nei prossimi mesi, la BCE dovrebbe anche annunciare i risultati della revisione strategica in corso. Nell'audizione del 21 giugno al Parlamento Europeo, Lagarde ha dichiarato che sono stati fatti sostanziali progressi, ma si è astenuta dall'indicare su quali fronti. Riteniamo probabile il passaggio a un obiettivo di inflazione di medio termine simmetrico.

<sup>1</sup> Si veda l'[intervista a P. Lane](#) di Paul Gordon (Bloomberg TV) del 17 giugno 2021.

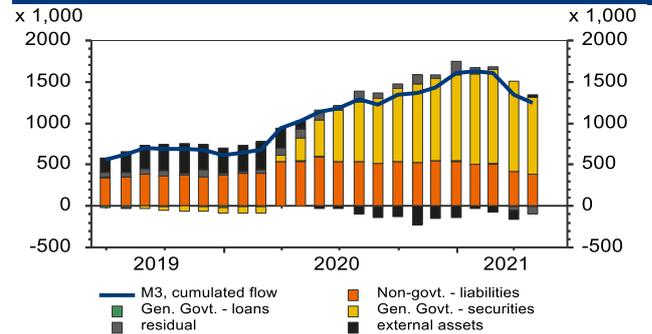
<sup>2</sup> Di nuovo Lane nella medesima intervista: "la differenza fondamentale tra il dibattito europeo e quello statunitense è che abbiamo una misura generale della disoccupazione che si aggira intorno al 15 per cento. È molto difficile, quando la disoccupazione è così alta, vedere una forte pressione salariale".

**Fig. 19 – Il flusso netto di prestiti alle imprese torna nella norma**



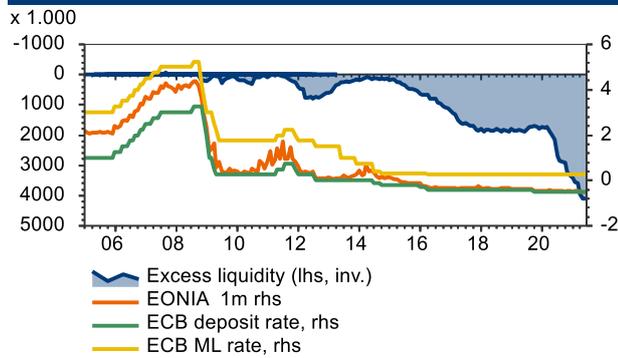
Fonte: elaborazioni su dati BCE

**Fig. 20 – La crescita di M3 riflette soprattutto gli acquisti di titoli**



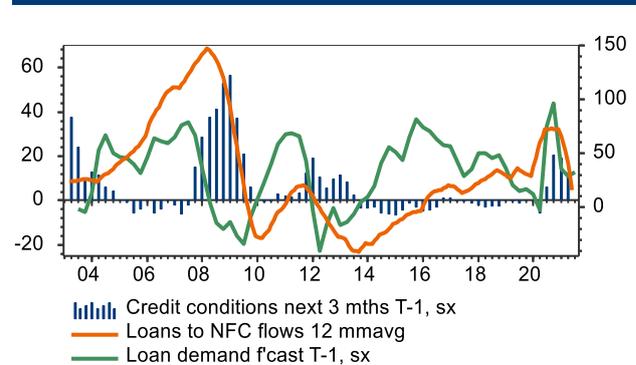
Fonte: elaborazioni su dati BCE

**Fig. 21 – L'eccesso di liquidità schiaccia i tassi monetari**



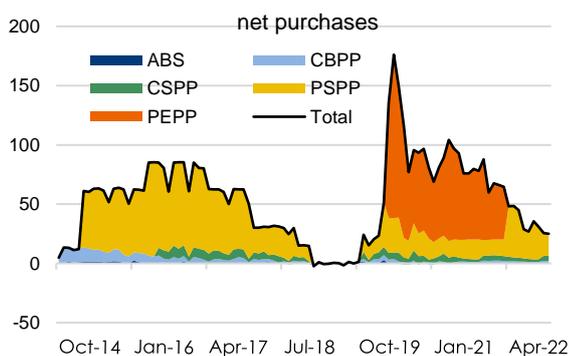
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv-Datastream

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



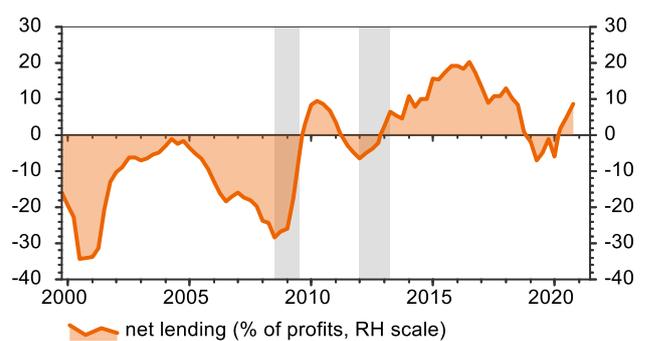
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni.  
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo da marzo 2021

**Fig. 24 – Risparmio netto delle imprese non finanziarie**



Fonte: BCE

## Germania: ritorno ai livelli pre-COVID già nel secondo semestre 2021

Dopo aver subito una caduta del PIL meno marcata della media Eurozona nel 2020, la Germania dovrebbe mostrare una ripresa meno forte della media quest'anno, stimiamo del 3,5%; è attesa però una significativa accelerazione, al 4,9%, nel 2022. L'economia è vista recuperare i livelli pre-COVID già nel secondo semestre di quest'anno. I rischi sulle stime di crescita sono al rialzo. L'appuntamento principale dei prossimi mesi saranno le elezioni di settembre per il rinnovo del Bundestag.

Dopo un primo trimestre difficile, l'economia tedesca inizia a dare segnali incoraggianti di ripresa. Prosegue l'allentamento graduale delle misure restrittive: il Governo ha annunciato la fine del "freno d'emergenza"<sup>3</sup> per il 30 giugno. La probabilità di una nuova ondata di contagi nei mesi autunnali appare contenuta grazie ai progressi della campagna vaccinale (Fig. 1).

Nel 1° trimestre il PIL è calato di -1,8% t/t (-3,1% a/a). Dal lato della domanda interna, si è registrato un calo di -5,4%t/t (-10,7% a/a) dei consumi privati, nonostante un aumento del reddito disponibile (+1,1% a/a) sostenuto dai trasferimenti pubblici: la dinamica divergente di reddito e consumi si è riflessa in un balzo della propensione al risparmio a 23,2%. Gli investimenti in macchinari sono risultati poco variati mentre quelli in costruzioni sono aumentati di +1,1% t/t. Un contributo negativo è arrivato dalla domanda estera (-0,7pp di PIL). L'andamento del valore aggiunto per settore ha evidenziato una contrazione di commercio, trasporti, servizi ricettivi e costruzioni, solo in parte compensata dall'apporto lievemente positivo dell'industria manifatturiera.

**L'economia tedesca dovrebbe tornare a crescere già nel 2° trimestre, con una intensità verosimilmente superiore a quella degli altri paesi dell'Eurozona (stimiamo un +2,2% t/t)**, sulla scia del recupero del valore aggiunto nel terziario e nel commercio e (dal lato della domanda) della ripresa dei consumi (attesi a +3,5% t/t). Il balzo degli indici di mobilità nelle ultime settimane segnala una possibile accelerazione nel trimestre estivo; la ripresa continuerà successivamente, anche grazie al sostegno fiscale e a condizioni finanziarie accomodanti. Il PIL, spinto soprattutto da domanda estera e investimenti, è atteso tornare su livelli superiori a quelli pre-crisi già nel secondo semestre di quest'anno. Una "normalizzazione" per i consumi sembra invece rimandata al prossimo anno, man mano che la minore incertezza del quadro sanitario consentirà alle famiglie di tramutare gli extra-risparmi accumulati in maggiori consumi (attesi accelerare oltre il 6% nel 2022). La bilancia commerciale è attesa migliorare nel 2021 per poi peggiorare nel 2022 in corrispondenza del rafforzamento della domanda interna. In sintesi, **ci attendiamo una crescita media annua di 3,5% nel 2021 e un'accelerazione a 4,9% nel 2022**. I rischi sulla previsione sono a nostro avviso verso l'alto.

L'**occupazione** ha mostrato dall'inizio della pandemia una contrazione ben inferiore a quella del PIL. Un ruolo chiave è stato giocato dalle misure a sostegno del mercato del lavoro che il Governo ha prorogato sino a dicembre. Vediamo un calo **del tasso di disoccupazione quest'anno, al 5,8%** dal 5,9% del 2020; si tornerà sotto i livelli pre-crisi però verosimilmente solo a inizio 2023, a causa della ripresa del tasso di partecipazione.

**L'inflazione è attesa toccare un picco nel 2021 al 2,6% (2,7% sull'indice armonizzato), per poi moderare a 1,8% (1,7% armonizzato) il prossimo anno.** La forte crescita dei prezzi riflette sia i rincari delle materie prime energetiche e agricole che il venir meno del taglio delle aliquote IVA in vigore nel 2° semestre dell'anno scorso. Il confronto statistico dovrebbe portare l'inflazione oltre il 3% nel secondo semestre 2021, con possibili picchi oltre il 3,5%, ma l'effetto-IVA causerà un gradino al ribasso da gennaio; la media 2022 dovrebbe tornare sotto il 2%. Nel corso dell'anno potrebbero innestarsi altri fattori, legati all'intensità della ripresa della domanda di beni e servizi

<sup>3</sup> Le misure note come "freno d'emergenza" scattano quando in un determinato distretto si registra un'incidenza settimanale superiore ai 100 casi per 100.000 abitanti per tre giorni consecutivi.

**Aniello Dell'Anno**

**Quadro sanitario meno incerto**

**Nel 1° trim. 2021 sono calati i consumi ma è aumentato il reddito disponibile**

**Sulla crescita nel biennio 2021-22 insistono rischi al rialzo**

**Disoccupazione in calo quest'anno**

**L'inflazione scenderà sotto il 2% nel 2022**

e ai problemi della catena di approvvigionamento nell'industria, che potrebbero prolungare la spirale inflazionistica. Inoltre, i picchi dei prezzi attesi nel secondo semestre potrebbero far insorgere rivendicazioni salariali con il rischio di una spirale tra salari, costi e prezzi. Per queste ragioni, la dinamica salariale e l'inflazione core sono attese in accelerazione l'anno prossimo, e i rischi sullo scenario di inflazione appaiono oggi al rialzo.

Il quadro di finanza pubblica è soggetto a incertezza nel breve periodo ma non desta preoccupazioni nel medio termine. **Il Governo stima che il rapporto deficit/PIL possa toccare il 9% quest'anno (dal 4,2% del 2020)**, con un disavanzo federale a 6,75%<sup>4</sup>. Ad aprile, il Parlamento ha approvato un aumento dello spazio di bilancio da 60 miliardi, che ha portato il tetto massimo sul disavanzo federale ad oltre 240 miliardi (circa il 6,9% del PIL)<sup>5</sup>; il Governo ipotizza un pieno utilizzo di questo plafond, che tuttavia a nostro avviso potrebbe non essere esaurito in toto. **La nostra stima è per un rapporto deficit/PIL al 7,3% nel 2021**: la previsione sconta un tasso di crescita più alto rispetto alla stima del Governo, e un utilizzo inferiore al 100% (circa 80%) dell'extra-budget approvato dal Parlamento. Di conseguenza, prevediamo un debito in marcato aumento quest'anno, ma destinato a scendere già dal 2022. I rischi sulla previsione sono al ribasso: è probabile che i principali indicatori di finanza pubblica manifestino un'evoluzione a consuntivo migliore di quanto atteso. In questo contesto di politica fiscale espansiva (Fig. 4) si innesta il Piano tedesco di Ripresa e Resilienza (DARP), che ammonta a 27,9 miliardi, oltre la metà dei quali servirà a finanziare il processo di digitalizzazione. In ogni caso, le cifre in rapporto al PIL sono ben più modeste di quelle in gioco negli altri tre grandi Paesi dell'Eurozona: **le misure finanziate attraverso NGEU ammonterebbero allo 0,3% del PIL nel 2021 e allo 0,1% nel 2022.**

**La politica fiscale è fortemente espansiva**

**La Germania sarà chiamata a eleggere il nuovo Bundestag il 26 settembre.** La ripresa economica attesa nei prossimi mesi potrebbe favorire la CDU (partito di maggioranza relativa) guidata dal nuovo segretario Armin Laschet, che però sconta un calo dei consensi dovuto a una gestione non ottimale della pandemia agli occhi dell'opinione pubblica. Già le recenti elezioni in Sassonia-Anhalt hanno evidenziato un recupero del centro-destra accanto a una battuta d'arresto delle forze di centro-sinistra (SPD e Verdi). Il risultato delle urne potrebbe confermare l'attuale compagine governativa, ma con un ridimensionamento della CDU (primo partito) e uno spostamento dell'asse di Governo verso i Verdi/SPD.

**Possibile spostamento verso sinistra dell'asse di Governo**

**Previsioni**

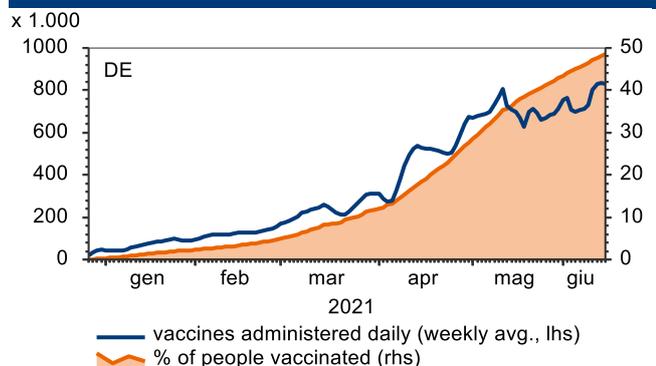
	2020	2021p	2022p	2020				2021				2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a)	-5.1	3.5	4.9	-11.2	-3.8	-3.3	-3.1	9.7	3.6	4.3	7.2	5.7	3.7		
- i/t				-9.7	8.7	0.5	-1.8	2.2	2.7	1.2	0.9	0.8	0.7		
Consumi privati	-5.7	-0.3	6.3	-13.2	11.2	-2.3	-5.4	3.5	4.3	2.0	1.0	0.6	0.4		
Investimenti fissi	-3.8	4.8	4.9	-6.9	4.1	2.4	0.2	1.3	2.3	1.6	1.0	0.8	0.7		
Consumi pubblici	3.7	1.4	1.2	1.3	1.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5		
Esportazioni	-10.2	11.0	5.8	-20.4	17.9	4.4	1.8	2.0	2.5	2.0	1.3	0.8	0.8		
Importazioni	-9.0	9.3	4.9	-16.9	9.2	3.3	3.8	2.7	1.5	1.5	0.9	0.9	0.9		
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.0	1.0	-0.4	1.1	-2.2	0.5	1.6	0.3	-0.6	-0.5	-0.1	0.2	0.2		
Partite correnti (% PIL)	6.9	2.6	2.6												
Deficit pubblico (% PIL)	-4.2	-7.3	-2.1												
Debito pubblico (% PIL)	69.8	73.7	71.7												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	2.7	1.7	0.7	-0.2	-0.6	1.7	2.2	3.2	3.5	1.5	1.5	1.7		
Produzione industriale (a/a)	-8.2	7.0	4.9	-18.1	-8.6	-1.5	-2.2	17.0	9.2	5.6	7.1	7.0	4.1		
Disoccupazione (ILO, %)	5.9	5.8	5.9	6.2	6.3	6.1	6.0	6.0	6.4	6.3	5.9	5.9	5.9		
Tasso a 10 anni (%)	-0.49	-0.22	0.06	-0.45	-0.49	-0.57	-0.44	-0.16	-0.18	-0.09	-0.04	0.06	0.10		

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

<sup>4</sup> Programma di Stabilità 2021

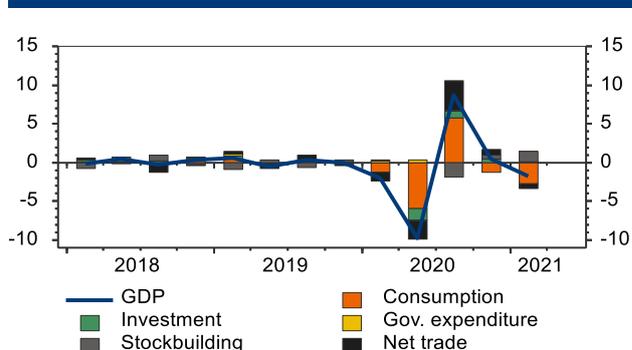
<sup>5</sup> La differenza tra l'indebitamento netto previsto nel budget federale per il 2021 (6,9% del PIL) e il deficit del Governo federale (circa 6,75% del PIL) è spiegata dalle voci off-budget.

**Fig. 1 – Circa il 50% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino**



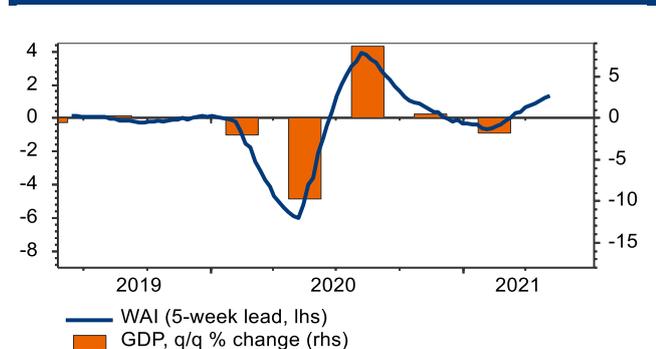
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo dei dati Refinitiv

**Fig. 2 – PIL e contributi dal lato della domanda**



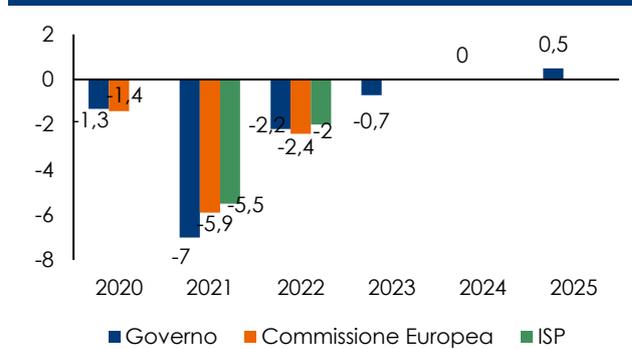
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo dei dati Destatis

**Fig. 3 - Indice settimanale di attività (WAI) e crescita del PIL**



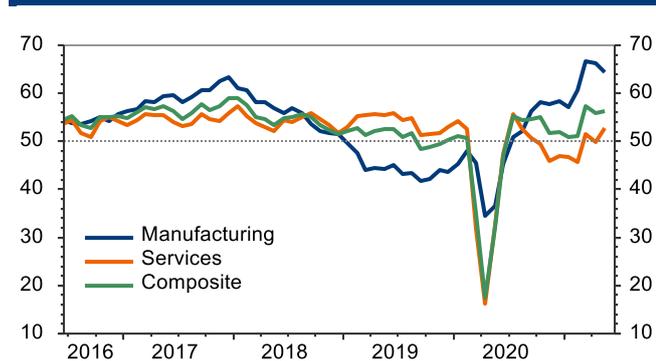
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati Bundesbank e DeStatis

**Fig. 4 – Saldo primario corretto per il ciclo (in % del PIL)**



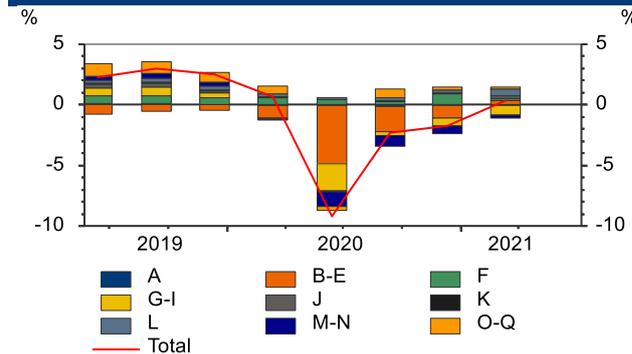
Fonte: Ameco, Bundesfinanzministerium

**Fig. 5 – PMI composito, manifatturiero e servizi**



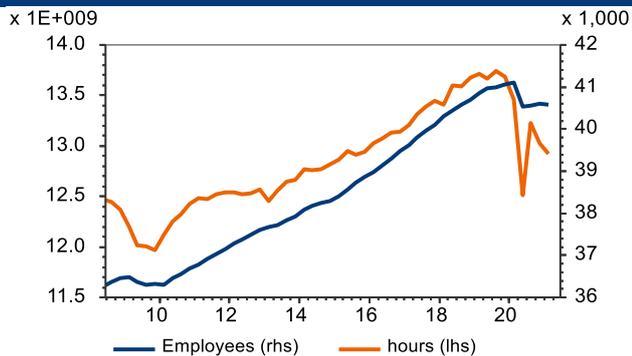
Fonte: IHS Markit, previsione Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Andamento del valore aggiunto per settore (var. % a/a)**



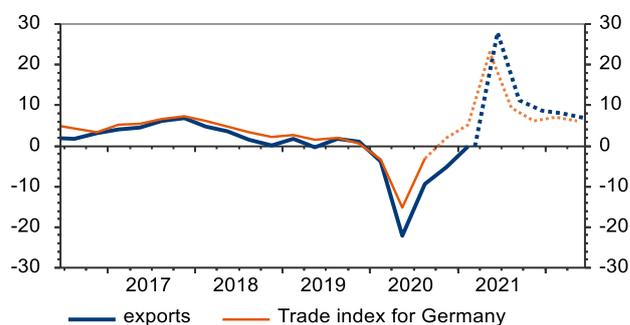
Nota: A=primario, B-E: industria, F: costruzioni, G-I: commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J: informazione e comunicazione; K: servizi finanziari; L: servizi immobiliari; M-N: servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q: servizi pubblici, istruzione, sanità. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Occupazione e ore lavorate**



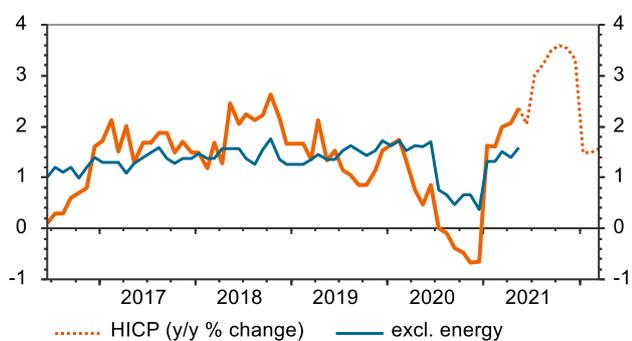
Fonte: Refinitiv-Datastream, DeStatis

**Fig. 8 – Export e indice di domanda estera rivolta alla Germania**



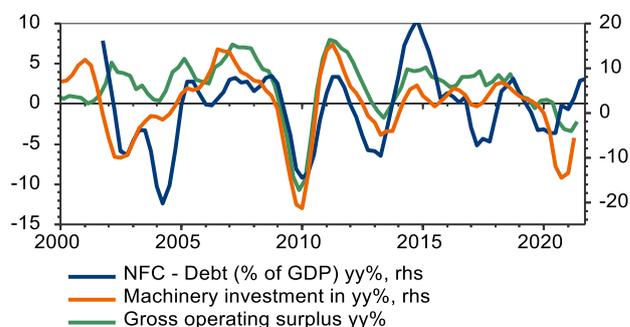
Fonte: DeStatis, proiezioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 – Inflazione, prezzi al consumo**



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

**Fig. 10 – Investimenti, profitti e debito delle imprese**



Fonte: DeStatis

## Francia: verso una accelerazione della ripresa nella seconda metà dell'anno

L'economia francese dovrebbe risultare all'incirca stagnante nel secondo trimestre dell'anno, conseguenza del ritardo nell'attuazione delle misure di contenimento della pandemia. Gli indici di fiducia e di mobilità, assieme al buon andamento della campagna vaccinale, sono coerenti con un forte ritorno alla crescita nel terzo trimestre e una più contenuta espansione nel quarto. Abbiamo rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL, al 5% (da un precedente 5,3%) nel 2021 e a 4,4% (da 4,8%) nel 2022. L'economia francese è attesa tornare sui livelli pre-crisi nel primo semestre del 2022.

In Francia, dal picco dello scorso 17 aprile, quando il numero di nuovi casi giornalieri di COVID-19 era pari a 675 per milione di abitanti, si è passati ai 52 del 15 giugno (-92%). Nel secondo trimestre, la quota di persone che ha ricevuto almeno una dose di vaccino è cresciuta in misura significativa (Fig. 1). La copertura vaccinale raggiunta tra i soggetti più fragili<sup>6</sup>, cioè gli over 70, ha reso possibile ridurre fortemente il numero di accessi in ospedale (in calo del 76% tra aprile e maggio), mentre dal mese di giugno dovrebbe prendere avvio la vaccinazione in età 12/18 anni. Permane tutt'oggi un certo ritardo della Francia nei confronti degli altri Paesi europei, sia in termini di soggetti completamente vaccinati sia in termini di singola dose somministrata. In ogni caso, **l'immunità di gregge, al tasso attuale, è attesa dal Governo entro la fine dell'estate**. La diminuzione della pressione ospedaliera, accanto all'accelerazione della campagna vaccinale, sta consentendo un completamento del processo di riapertura dell'economia, atteso concludersi entro il prossimo 30 giugno. Gli **indici di mobilità** (Fig. 2) mostrano per la Francia un ritorno ai livelli dello scorso agosto; nell'impiego dei mezzi pubblici (passato dal -43% di aprile al -6% dell'11 giugno) la Francia sta facendo registrare tassi di crescita superiori anche a Spagna e Italia, dove pure era stata avviata in anticipo la fase di allentamento delle misure anti-COVID.

**Tra le principali economie dell'area euro, la Francia è quella che dovrebbe conseguire la peggiore performance nel 2° trimestre, registrando una sostanziale stabilità** come a inizio anno (Fig.3). Ciò riflette il ritardo con cui il Paese ha introdotto le ulteriori misure di contenimento della pandemia. **La ripresa però appare solo rimandata al trimestre estivo, quando è attesa una crescita di oltre due punti percentuali e mezzo, seguita da una moderazione (poco sopra il punto percentuale) a fine anno.**

Un contributo positivo alla ripresa riteniamo giungerà dagli investimenti, anche grazie agli interventi previsti dal PNRR (in buona parte prefinanziati con la Legge di Bilancio 2021). **Nella seconda metà dell'anno, dovrebbero essere trainanti i servizi**, ma è atteso continuare il trend di crescita nell'industria, come segnalato dall'indice di fiducia (Fig. 4). Un apporto positivo al PIL (+0,4%) nel 2021 dovrebbe giungere anche dagli scambi con l'estero, fortemente penalizzati nel corso del 2020, sulla scia del recupero in corso della domanda mondiale.

Nel 2021, l'apporto maggiore alla crescita dovrebbe venire dai consumi privati, rimasti compressi dalle misure restrittive rimaste in vigore sino a poche settimane fa (Fig. 5). Gli indicatori di fiducia economica (Fig. 6) sono coerenti con un deciso recupero della spesa delle famiglie a partire dal trimestre estivo. L'extra risparmio accumulato nell'ultimo anno (Fig. 7) non potrà che favorire un rafforzamento dei consumi anche una volta esaurito l'effetto "riaperture". **L'eccesso di risparmio è atteso raggiungere un picco a fine 2021** (secondo le previsioni della Banca di Francia, i risparmi delle famiglie potrebbero arrivare a fine anno a 165 mld dai 110 mld di fine 2020). **A partire dal**

<sup>6</sup> Al 18 giugno 2021, nella fascia di età 80+, il 64,6% della popolazione risultava completamente vaccinata, mentre il 77,6% aveva ricevuto almeno una dose. Nell'età compresa tra i 70 ed i 79 anni, la percentuale si attestava rispettivamente a 65,2% e 86,6%. All'opposto, tra i 18 ed i 24 anni, il ciclo di vaccinazione è stato completato dal 3,2% dei soggetti, mentre il 27,4% aveva ricevuto almeno una dose. Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control (<https://www.ecdc.europa.eu/en>)

Lorenzo Biagioli

**Accelera la campagna vaccinale. Il processo di riapertura dovrebbe completarsi entro fine giugno**

**Dopo una possibile stagnazione nel 2° trimestre, la ripresa sarà di entità significativa nel trimestre estivo**

**I servizi dovrebbero guidare la ripresa nel secondo semestre**

**Discriminante per la ripresa sarà la tempistica nell'utilizzo dei risparmi in eccesso**

**2022, il tasso di risparmio dovrebbe intraprendere un percorso di graduale discesa verso i livelli pre-crisi.**

Anche nel 2021, la politica fiscale del Governo si conferma espansiva, prevedendo specifiche misure di sostegno a favore dei settori maggiormente colpiti dalla pandemia (tra cui sgravi fiscali per hotel, bar e ristoranti, misure compensative per le ore di lavoro perse, ampliamento degli ammortizzatori sociali). Nel 2021, la spesa pubblica (al netto delle misure di stimolo, che dovrebbero progressivamente ridursi dal 2022) è attesa aumentare del 2,7% dopo il 6,9% del 2020. Entro settembre, **la Francia potrebbe approvare un nuovo pacchetto di stimoli fiscali da 20 mld di euro (pari allo 0,9% del PIL)**, che si sommerebbe all'attuale piano pluriennale da 100 miliardi (France Relance). Il debito pubblico dovrebbe toccare un picco quest'anno al 117,8% del PIL, e non è atteso ridursi significativamente nei prossimi anni. A partire dal 2022, l'indebitamento netto dovrebbe invece intraprendere un percorso di progressivo ridimensionamento, fino a tornare al di sotto del 3% del PIL nel 2027. Il ministro dell'economia, Bruno Le Maire, attraverso il Programma di Stabilità inviato a Bruxelles, ha tracciato un percorso di risanamento dei conti pubblici da realizzare in cinque anni; secondo il ministro delle finanze Olivier Dussopt, l'approccio "whatever it takes" deve considerarsi concluso, ma senza che per questo si debba tornare all'austerità. Il prossimo 1° gennaio 2022, la Francia dovrà assumere la presidenza di turno del Consiglio dell'Unione europea, mentre **in aprile sono previste le elezioni Presidenziali**. Secondo i sondaggi più recenti, la corsa all'Eliseo dovrebbe risolversi in un ballottaggio Macron- Le Pen.

**Entro settembre potrebbero arrivare altri 20 mld di nuovi stimoli fiscali**

L'**inflazione** nel 2021 dovrebbe attestarsi all'1,4% (Fig.8), spinta soprattutto dai rialzi dei prezzi nel settore energetico e alimentare. L'inflazione potrebbe rimanere sugli stessi livelli anche nel 2022. Sullo scenario di inflazione, **permangono rischi verso l'alto**.

**L'inflazione dovrebbe restare al di sotto del 2%, sia nel 2021 che nel 2022**

Nel nostro scenario, il **tasso di disoccupazione** dovrebbe attestarsi in media al 9% nel biennio 2021-22, in crescita dall'8% del 2020, per effetto del ritorno degli inattivi tra le forze di lavoro e del venir meno delle misure sia pur parziali prese dal Governo per limitare i licenziamenti<sup>7</sup>, che potrebbero compensare il miglioramento della situazione economica. Il tasso di disoccupazione dovrebbe poi tornare a calare dal 2023.

**Cala il numero dei soggetti inattivi**

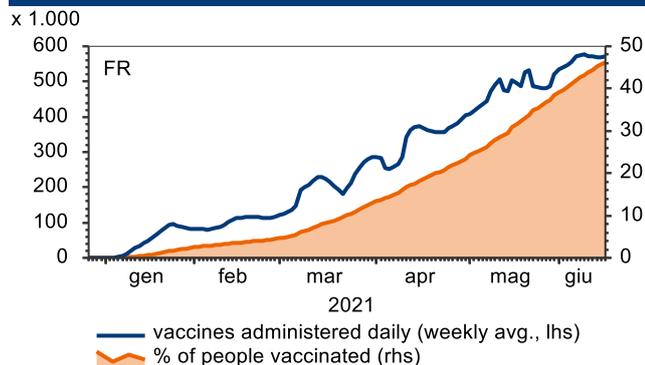
**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020			2021			2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-8.0	5.1	4.5	-18.4	-3.5	-4.6	1.2	16.5	0.8	3.6	4.8	5.8	4.0
- i/t				-13.2	18.5	-1.5	-0.1	-0.1	2.6	1.2	1.0	0.9	0.8
Consumi privati	-7.2	1.8	5.1	-11.7	18.2	-5.5	0.2	-0.8	2.0	1.6	1.3	1.2	1.1
Investimenti fissi	-8.9	9.9	5.8	-13.9	23.3	1.7	0.2	0.4	1.7	1.9	1.4	1.3	1.2
Consumi pubblici	-3.2	5.1	2.4	-11.3	17.8	-0.8	-0.1	0.1	0.8	1.0	0.6	0.5	0.4
Esportazioni	-16.1	8.6	5.8	-24.8	21.6	4.9	-0.2	1.3	2.7	1.8	1.3	1.0	0.9
Importazioni	-12.2	8.1	5.2	-18.3	16.2	2.2	1.1	1.5	2.4	2.3	1.0	0.6	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.7	-0.3	0.7	-2.0	0.6	0.2	0.3	0.9	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-2.8	-2.4	-2.1										
Deficit pubblico (% PIL)	-9.2	-9.0	-4.8										
Debito pubblico (% PIL)	115.7	117.1	116.5										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.5	1.4	1.3	0.3	0.4	0.1	0.6	0.8	0.4	0.0	0.5	0.6	0.1
Produzione industriale (a/a)	-10.8	7.2	2.6	-23.5	-7.6	-4.2	2.7	24.4	4.4	2.4	3.0	3.7	2.2
Disoccupazione (ILO, %)	8.0	9.2	9.1	7.1	9.1	8.0	8.2	8.8	9.4	9.8	9.9	9.3	9.0

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

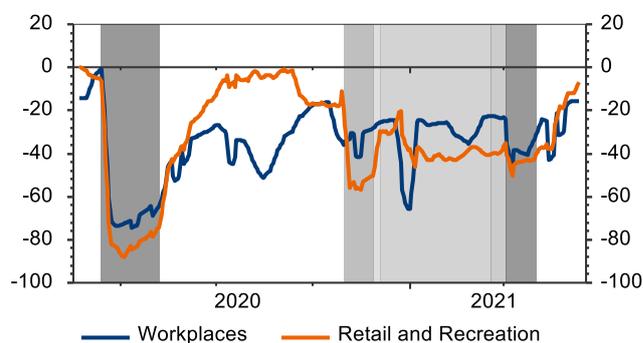
<sup>7</sup> In Francia sono state introdotte specifiche regole mirate ad accrescere il controllo sui licenziamenti da parte delle agenzie competenti (in Europa, soltanto in Italia è stato introdotto un vero e proprio blocco generale dei licenziamenti; Spagna e Grecia hanno attuato sospensioni ai licenziamenti economici, ma meno estese che in Italia).

**Fig. 1 – La campagna vaccinale procede a ritmi sostenuti...**



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

**Fig. 2 - ... riflettendosi sugli indici di mobilità**



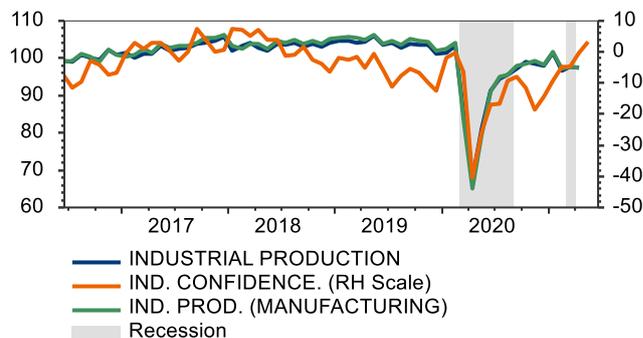
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – La crescita del PIL nel 2021 sarà tutta concentrata nel terzo e quarto trimestre...**



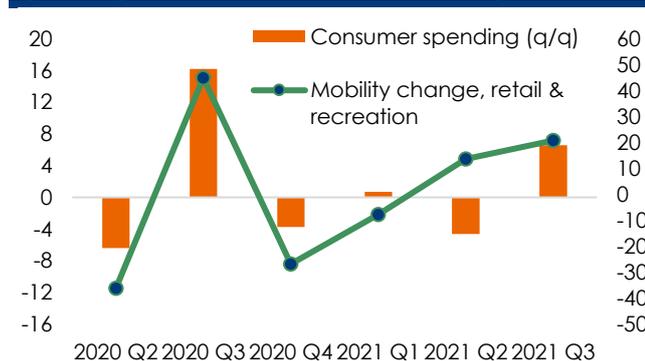
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream – Previsione: Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – ... grazie ai servizi, ma in presenza di un contributo ancora positivo dall'industria**



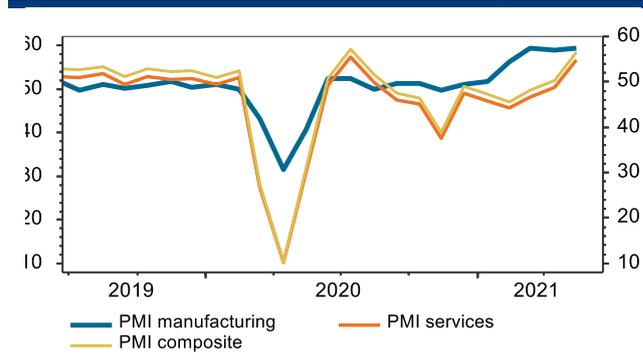
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – La ripresa estiva sarà trainata dai consumi privati**



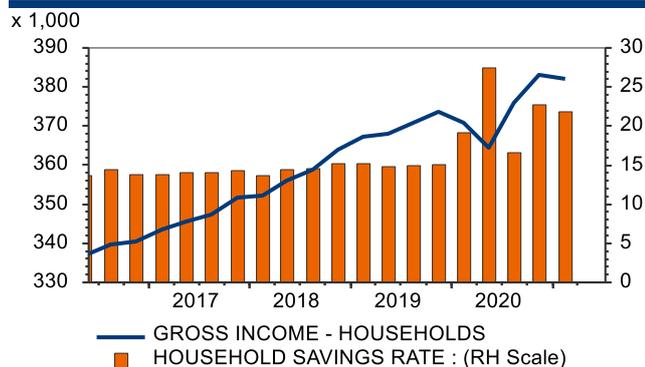
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Gli indicatori di fiducia sono sui massimi di periodo**



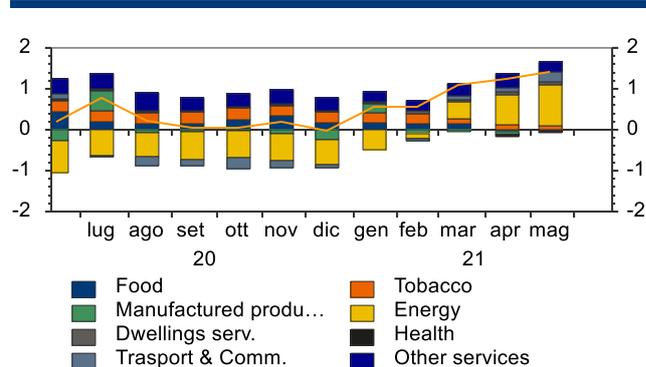
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – La crescita dell'eccesso di risparmio dovrebbe esaurirsi a fine 2021**



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

**Fig. 8 – L'inflazione dovrebbe stabilizzarsi all'1,4%, ma permangono rischi al rialzo**



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

## Italia: prima revisione al rialzo delle stime di crescita dallo scoppio del COVID

Rivediamo al rialzo le stime sul PIL italiano, a 4,6% nel 2021 e 4% nel 2022. L'economia quest'anno resterà inferiore di quasi il 5% rispetto ai valori del 2019, ma è attesa recuperare i livelli pre-COVID a fine 2022 (prima di quanto previsto in precedenza). Inoltre, la crescita potrebbe rimanere superiore al potenziale fino al 2026, per effetto sia del rimbalzo post-pandemico che degli effetti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

Paolo Mameli

In Italia, **il PIL è risultato poco variato a inizio anno** (+0,1% t/t, dopo il -1,8% di fine 2020), **ma è atteso tornare a mostrare una crescita significativa** (stimiamo dell'ordine di grandezza di un punto percentuale su base congiunturale) **già nel 2° trimestre dell'anno, per accelerare sensibilmente nel trimestre estivo**, per il quale stimiamo un'espansione dell'ordine di due punti percentuali. Tali stime sono soggette a un elevato grado di incertezza, e **i rischi sono verso l'alto**. Ci aspettiamo poi una moderazione nel ritmo di espansione a partire dalla fine di quest'anno, su ritmi comunque ben superiori a quelli medi storici per l'economia italiana (attorno a 0,8% t/t). In media d'anno, **rivediamo al rialzo la stima sulla crescita del PIL nel 2021, a 4,6%** da un precedente 3,7%, e per l'anno prossimo vediamo una ulteriore espansione dell'ordine del 4%. In generale, il PIL è atteso crescere al di sopra del potenziale per diversi anni (2,5% nel 2023, 1,6% nel 2024, 1% nel 2025, 0,8% nel 2026), spinto sia dal rimbalzo post-COVID che dagli effetti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Nel nostro scenario, **il PIL nel 2021 resterebbe di ben il 4,8% inferiore ai valori del 2019, ma recupererebbe i livelli pre-COVID già a fine 2022** (prima di quanto stimato in precedenza).

**Il PIL è atteso rimbalzare sia nel breve termine, sulla scia delle riaperture...**

La **revisione al rialzo del profilo previsivo di breve termine** deriva, oltre che dal dato superiore alle attese sul PIL nel 1° trimestre dell'anno, dai seguenti fattori:

- I progressi nel contenimento delle curve epidemiologiche stanno consentendo una **riapertura dell'economia più rapida del previsto**: il picco delle restrizioni è stato toccato nella seconda metà del mese di marzo; da fine aprile è iniziato un processo di graduale rilascio delle restrizioni, che ha visto una netta accelerazione nelle ultime settimane (entro fine giugno, l'intero Paese dovrebbe approdare in "zona bianca" ovvero non essere soggetto a particolari restrizioni a eccezione del divieto di assembramenti, dell'uso dei DPI e della sospensione degli eventi con un pubblico molto vasto);
- Le **indagini di fiducia** hanno visto una netta accelerazione nel mese di aprile: i progressi, tra le imprese, non sono più limitati solo a industria e costruzioni, ma iniziano a riguardare anche il commercio e i servizi;
- La **campagna vaccinale** ha cambiato di passo nelle ultime settimane, arrivando a superare l'obiettivo governativo delle 500 mila inoculazioni al giorno: a questi ritmi, l'obiettivo di immunizzare l'80% della popolazione sarebbe raggiunto a metà settembre ovvero un paio di settimane prima di quanto previsto dal Piano vaccinale nazionale. Ciò riduce il rischio di una possibile recrudescenza pandemica nel prossimo autunno.

La **revisione al rialzo del profilo previsivo di medio-lungo termine è dovuta, oltre che al rimbalzo post-COVID, agli effetti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che nella sua versione finale ha visto non solo un "potenziamento" con l'utilizzo delle risorse nazionali (Tabella 1), ma anche una allocazione dei fondi maggiormente orientata alla crescita rispetto alle bozze precedenti. Nella nostra stima, il PNRR potrebbe spingere il livello del PIL nell'ultimo anno del programma (2026) del 2,2%<sup>8</sup> rispetto allo scenario di base (contro l'1,8% in più nello scenario "basso", il 2,7% in più nello scenario "medio" e il 3,6% nello scenario "alto", secondo le stime del Governo). Stimiamo che **l'impatto "aggiuntivo" sul tasso di crescita del PIL possa raggiungere un picco nel 2022-23 (0,7% nel 2022, 0,5% nel 2023)**.

**...che nel medio termine, aiutato dalla spinta derivante dal PNRR**

<sup>8</sup> Nella [nostra simulazione](#), i minori effetti sul PIL rispetto a quanto stimato dal Governo dipendono da una maggiore attivazione di importazioni, nonché da una minore vivacità delle esportazioni, non da una minore intensità dell'impatto sulla domanda interna (anzi l'effetto da noi stimato sugli investimenti è superiore a quello indicato dal Governo nello scenario più ottimistico)

**Quest'anno, il maggior contributo alla crescita del PIL verrà, a nostro avviso, dagli investimenti**, trainati in particolare dalle costruzioni - unica componente di domanda (insieme ai consumi pubblici) ad essere già tornata ai livelli pre-COVID. La crescita degli investimenti rimarrà sostenuta nei prossimi anni, grazie alla riduzione dell'incertezza sullo scenario sanitario ed economico, e grazie all'impatto del PNRR: oltre agli effetti della maggiore spesa pubblica, gli investimenti privati beneficeranno delle agevolazioni fiscali sulla spesa in ricerca e sviluppo (ricomprese nel capitolo "Transizione 4.0") e sull'edilizia (il cosiddetto "Superbonus").

**I consumi delle famiglie mostreranno un recupero solo parziale quest'anno** (+3,6% dopo il -10,7% del 2020), ancora frenati dai servizi (soprattutto per via del calo di inizio anno), **ma sono destinati ad accelerare significativamente l'anno prossimo** (al 5,7%). Se tutto l'extra-risparmio accumulato nel 2020 fosse speso quest'anno, ne deriverebbe un impatto sui consumi nominali delle famiglie dell'ordine di 55 miliardi (quasi il 3% del PIL); tuttavia, la persistente incertezza suggerisce che l'impatto sui consumi sarà graduale; inoltre, la concentrazione dei risparmi aggiuntivi tra le famiglie a reddito più alto (con propensione al consumo più bassa) potrebbe attenuare l'impatto sulla spesa delle famiglie. Il tasso di risparmio, dopo essere quasi raddoppiato nel 2020 (a 15,8% dall'8,1% nel 2019), comincerà a calare già quest'anno (stimiamo al 13%), rimanendo comunque anche nel 2022 al di sopra dei livelli pre-pandemici (9,5%).

**Il commercio estero ha da tempo intrapreso un trend di ripresa**, poco intaccata dalla seconda e terza ondata di COVID dello scorso autunno e inverno: vediamo un rimbalzo a due cifre quest'anno sia per l'export che per l'import (che pure non recupereranno i livelli pre-crisi). Le esportazioni di beni si stanno dimostrando vivaci in particolare verso Stati Uniti e Asia, e potrebbero mostrare una accelerazione nei prossimi mesi verso gli altri Paesi europei; al contrario, l'export di servizi (con particolare riferimento alle attività turistiche) potrebbe non recuperare i valori pre-pandemici nemmeno nel 2022. In ogni caso, in questa fase l'import si sta dimostrando più vivace dell'export, con il risultato di un contributo negativo al PIL.

Sul fronte inflazione, il calo dei prezzi delle materie prime durante il primo lockdown aveva consentito alle imprese di preservare i margini di profitto durante la fase più acuta della crisi. La successiva ripresa della domanda a livello globale, più rapida del previsto, ha determinato dei colli di bottiglia in alcune filiere produttive, nelle quali l'offerta non ha tenuto il passo della domanda. Riteniamo che tali pressioni a monte della catena del valore (derivanti da fattori internazionali più che domestici) possano raggiungere un picco quest'anno e attenuarsi gradualmente nei prossimi mesi una volta che l'offerta si aggiusterà alla domanda (vediamo il PPI rallentare all'1,7% il prossimo anno dal 4,7% del 2021). **L'inflazione sui prezzi al consumo dovrebbe rimanere relativamente contenuta, e inferiore alla media dell'Eurozona, quest'anno (a 1,2%, nella nostra stima), prima di rallentare all'1% l'anno prossimo. Tuttavia, i rischi su queste previsioni sono al rialzo.** In ogni caso, il persistere di un ampio output gap e di un vasto bacino di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro (vediamo la disoccupazione raggiungere un picco in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022, appena sopra l'11%) continueranno a esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione di fondo, attesa rimanere al di sotto dell'1% nel biennio 2021-22.

**Quest'anno, la politica fiscale è ancora più accomodante rispetto all'anno scorso**, visto che sono stati approvati pacchetti di stimolo dal valore facciale superiore a quello del 2020. Tuttavia, **i risultati a consuntivo sul disavanzo potrebbero risultare migliori di quanto previsto** (come già accaduto lo scorso anno), in ragione di un non pieno utilizzo delle misure di sostegno nonché di una tenuta delle entrate fiscali. Vediamo un deficit all'11% del PIL quest'anno (dall'11,8% stimato dal Governo), e al 5,5% l'anno prossimo. Il debito pubblico dovrebbe toccare un picco quest'anno al 159,2% nella nostra stima, ma la discesa negli anni successivi sarà meno marcata di quanto stimato dal Governo (a nostro avviso, **potrebbero occorrere 15 anni per ritornare ai livelli di debito pre-COVID**). Tuttavia, riteniamo che le preoccupazioni degli investitori sul rischio-Paese Italia possano rimanere contenute nei prossimi 12 mesi, grazie al continuo supporto della BCE e all'elevata credibilità assicurata dal Presidente del Consiglio Mario Draghi.

**Quest'anno, il maggior contributo alla crescita verrà dagli investimenti, mentre la ripresa dei consumi sarà più graduale**

**Le spinte inflazionistiche a monte della catena produttiva dovrebbero rientrare nei prossimi mesi**

**La politica fiscale diverrà via via meno accomodante, ma la discesa del debito sarà molto lenta**

Sul fronte politico, il nostro scenario di base è che l'attuale esecutivo di "unità nazionale" possa durare sino alla fine della legislatura nel 2023. Sul fronte delle riforme, siamo fiduciosi che verranno raggiunti alcuni risultati, in particolare in merito alla riforma della pubblica amministrazione e della giustizia civile (due pilastri del PNRR italiano, che affrontano due delle tradizionali debolezze del Paese), mentre potrebbe essere più arduo raggiungere un accordo tra le principali parti politiche in merito alla riforma della giustizia penale e alla riforma fiscale. I prossimi appuntamenti politici vedono un turno di elezioni comunali in importanti città nel prossimo autunno (Roma, Milano, Napoli, Torino, Bologna), e l'elezione del nuovo Presidente della Repubblica da parte del Parlamento, prevista entro febbraio 2022. Il rischio di un voto anticipato nel 2022 non può essere escluso del tutto, nel caso in cui, all'emergere di temi divisivi nell'agenda del Governo, alcuni partiti siano tentati di ritirare il proprio appoggio a Draghi per beneficiare di una possibile vittoria alle elezioni anticipate; pensiamo che tale scenario abbia una probabilità inferiore al 50% ma non del tutto trascurabile (nel range 30-40%).

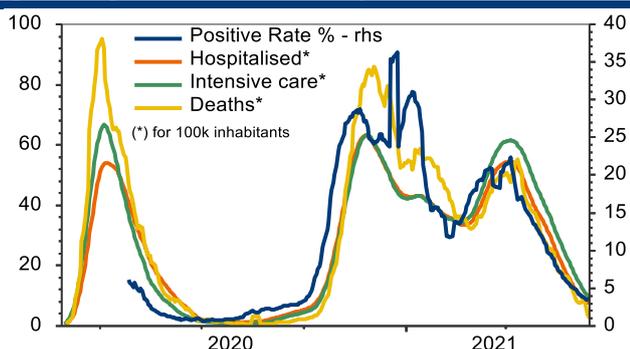
**L'attenzione nei prossimi mesi sarà incentrata sulla capacità del Governo di fare le riforme**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020	2021						2022p		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-8.9	4.6	4.0	-18.1	-5.2	-6.5	-0.8	15.1	1.3	4.0	4.8	4.6	3.4
- i/t				-12.9	15.9	-1.8	0.1	1.0	2.0	0.8	0.8	0.8	0.8
Consumi privati	-10.7	3.6	5.7	-11.8	13.0	-2.7	-1.2	2.7	3.3	1.4	1.1	0.9	0.7
Investimenti fissi	-9.2	15.0	6.4	-17.3	29.5	0.4	3.7	2.0	1.3	1.5	1.8	1.5	1.4
Consumi pubblici	1.6	2.0	0.8	-1.1	1.5	1.6	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	-14.5	10.7	5.7	-24.2	30.8	1.5	-0.1	2.5	2.0	1.5	1.3	1.2	1.0
Importazioni	-13.1	12.7	7.3	-18.2	14.5	5.7	2.3	3.0	2.5	2.3	2.0	1.2	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-1.6	0.5	0.9	-0.9	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.4	3.1	2.6										
Deficit pubblico (% PIL)	-9.5	-11.0	-5.6										
Debito pubblico (% PIL)	155.8	159.2	156.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	1.1	0.9	-0.2	-0.2	-0.4	0.7	1.1	1.4	1.3	0.9	0.7	0.9
Produzione industriale (a/a)	-11.0	11.4	3.9	-26.1	-4.2	-2.3	8.9	34.1	3.6	4.2	3.5	2.5	4.5
Disoccupazione (ILO, %)	9.3	10.8	11.1	8.3	9.9	9.9	10.4	10.8	11.0	11.2	11.3	11.2	11.0
Tasso a 10 anni (%)	160	118	164	207	147	118	104	104	119	146	158	164	166

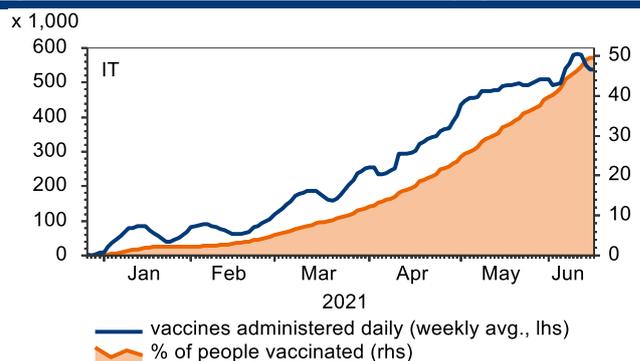
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Il miglioramento delle curve epidemiche...**



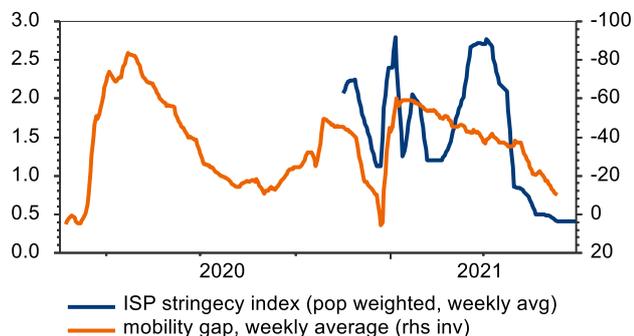
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Protezione Civile

**Fig. 2 – ...e la decisa accelerazione della campagna vaccinale...**



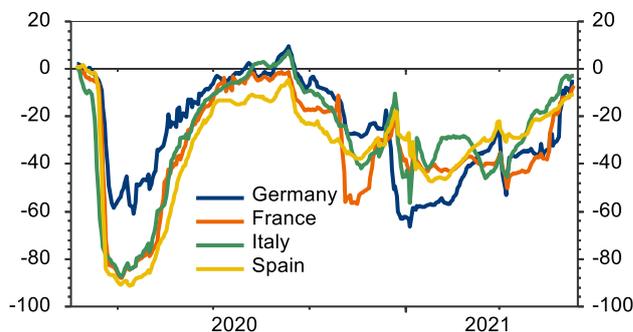
Fonte: Our World in Data, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – ...stanno consentendo un netto allentamento delle misure restrittive e un recupero della mobilità...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

**Fig. 4 – ...che appare anche più veloce di quello in corso negli altri grandi Paesi dell'Eurozona**



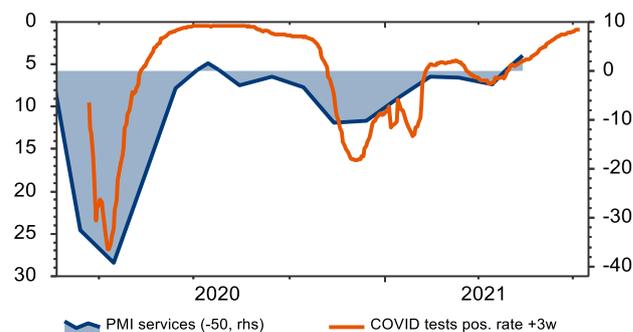
Fonte: Google Community Mobility Report

**Fig. 5 – Nei prossimi mesi, la ripresa sarà trainata dai consumi dal lato della domanda...**



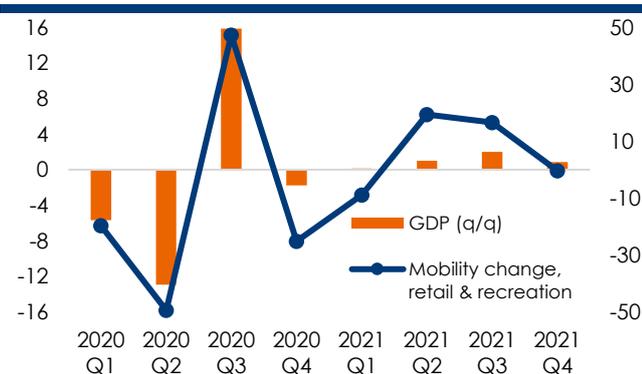
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google Community Mobility Report

**Fig. 6 – ...e dai servizi dal lato dell'offerta (ovvero, dalle componenti maggiormente penalizzate in precedenza)**



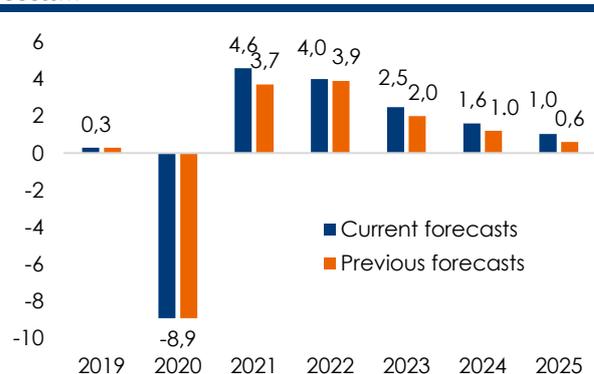
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit e Protezione Civile

**Fig. 7 – L'effetto riaperture sarà massimo nel 2° e 3° trimestre**



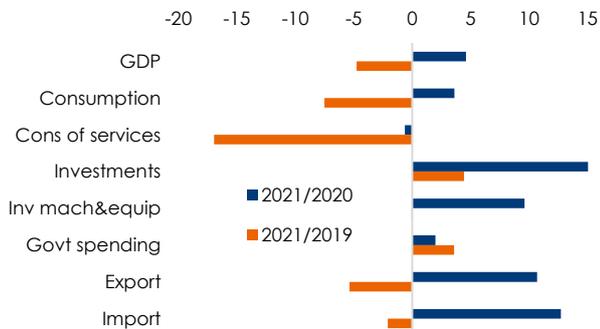
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

**Fig. 8 – Abbiamo recentemente rivisto al ribasso il profilo previsionale sul PIL italiano, non solo per il 2021 ma anche per gli anni successivi**



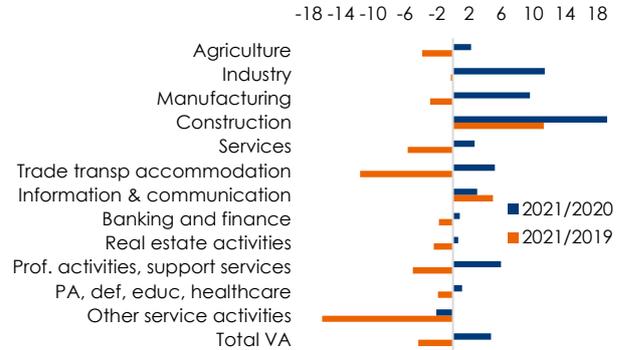
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su variazione % annua del PIL reale

**Fig. 9 – Pur con un rimbalzo del 4,6% nel 2021, il PIL resterebbe nel 2021 inferiore del 4,8% rispetto ai livelli del 2019 (frenato soprattutto dai consumi di servizi)**



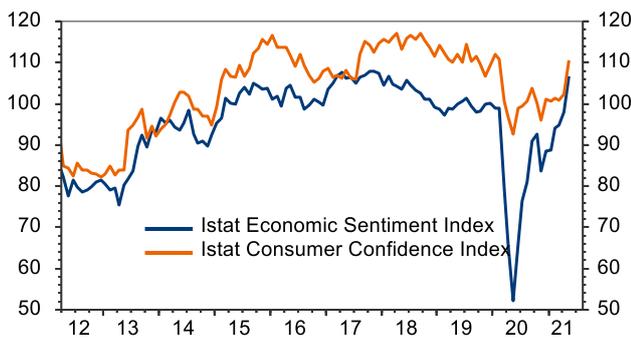
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 10 – Anche dal lato dell'offerta, i servizi saranno il principale freno al valore aggiunto, mentre le costruzioni sono attese in forte crescita**



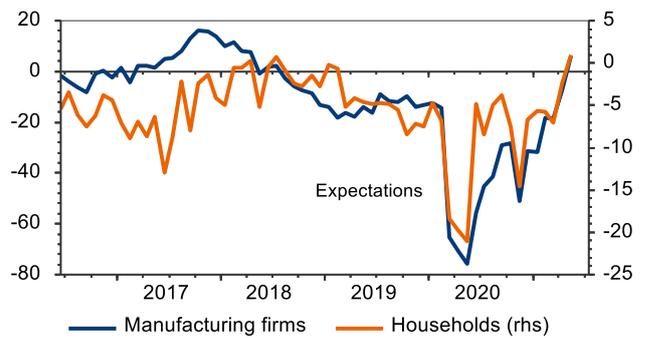
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 11 – Le indagini hanno visto una sensibile accelerazione negli ultimi mesi, sia per le famiglie che per le imprese...**



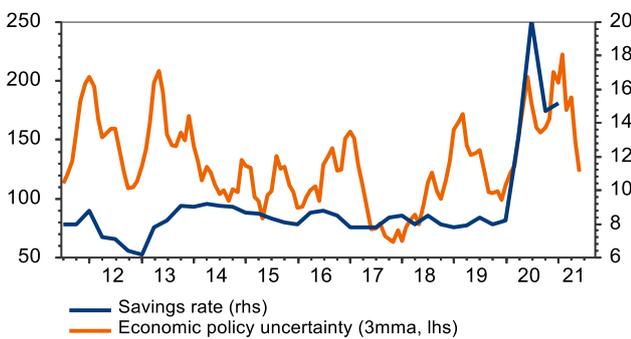
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 12 – ...particolarmente per quanto riguarda le aspettative sull'economia**



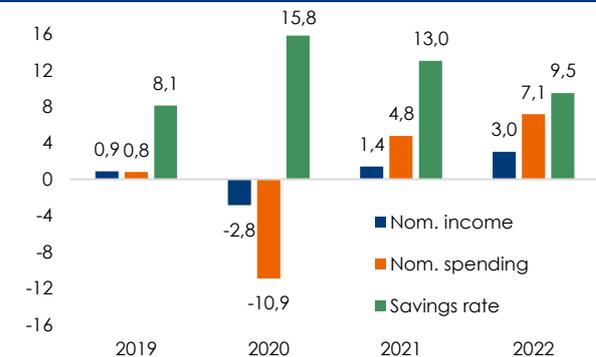
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 13 – Il tasso di risparmio è atteso ridursi al graduale diminuire dell'incertezza sulla situazione sanitaria ed economica...**



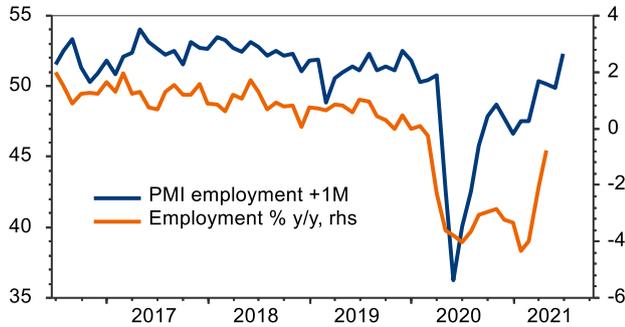
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

**Fig. 14 – ...ma il calo sarà graduale, limitando la ripresa dei consumi**



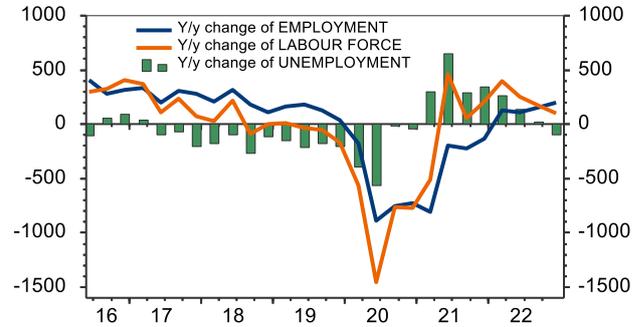
Nota: var. % a/a del reddito e della spesa delle famiglie a prezzi correnti, tasso di risparmio in % del reddito disponibile.  
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 15 – Le indagini stanno segnalando una ripresa dell'occupazione che inizia a essere visibile dai dati reali**



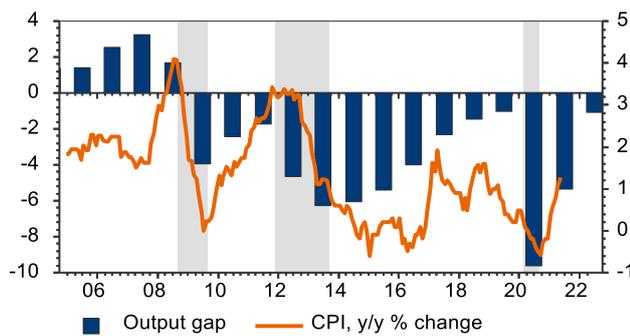
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, IHS Markit

**Fig. 16 – Tuttavia, la ripresa della partecipazione (assieme al venir meno del blocco dei licenziamenti e della CIG universale) farà sì che il tasso di disoccupazione possa svoltare solo a 2022 inoltrato**



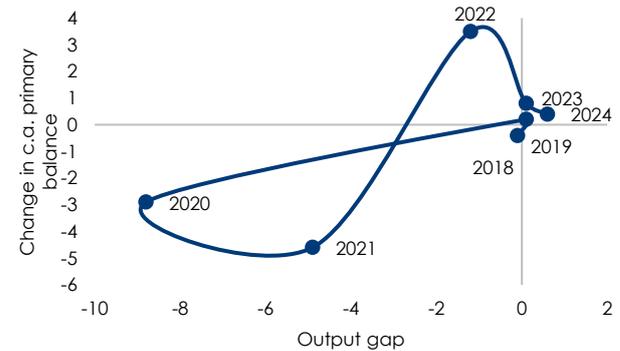
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 17 – L'ampio output gap continuerà a esercitare una pressione al ribasso sull'inflazione**



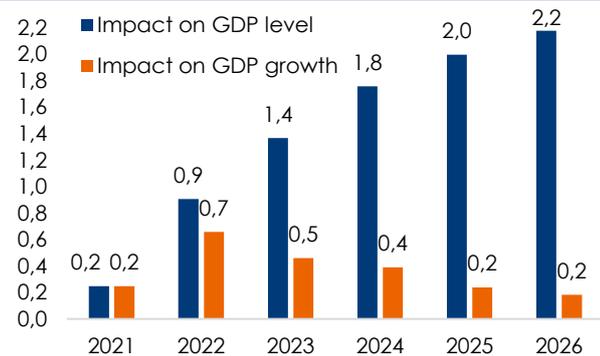
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e OCSE

**Fig. 18 – La politica fiscale è attesa in graduale "normalizzazione" nei prossimi anni, in relazione al chiudersi dell'output gap**



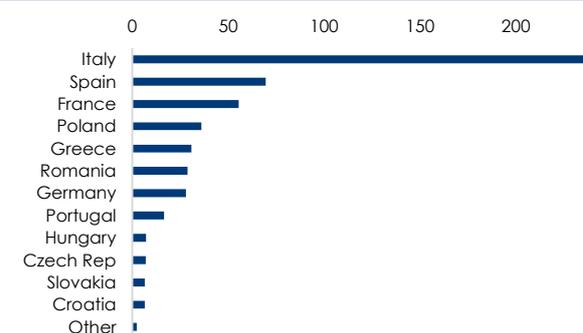
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

**Fig. 19 – Tuttavia, l'economia sarà sostenuta dagli effetti del Programma "NGEU"**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 20 – Il PNRR italiano è il più ambizioso in Europa**



Nota: Spagna e Portogallo si sono riservati di valutare in un secondo momento una possibile integrazione di debito (rispettivamente di 70 e 2.3 ml). Fonte: PNRR presentati alla Commissione UE, Bruegel

**Tab. 1 - Le principali cifre del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**

	Miliardi	% PIL 2021
RRF	191.5	11.0
React EU	13.5	0.8
<b>RRF + React EU</b>	<b>205.0</b>	<b>11.8</b>
Fondo complementare	30.6	1.8
<b>RRF + React EU + Fondo complementare</b>	<b>235.6</b>	<b>13.5</b>
Fondo Sviluppo e Coesione	15.5	0.9
<b>RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione</b>	<b>251.1</b>	<b>14.4</b>
Opere specifiche (orizzonte: 2032)	26.0	1.5
<b>RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione + Opere specifiche</b>	<b>277.1</b>	<b>15.9</b>

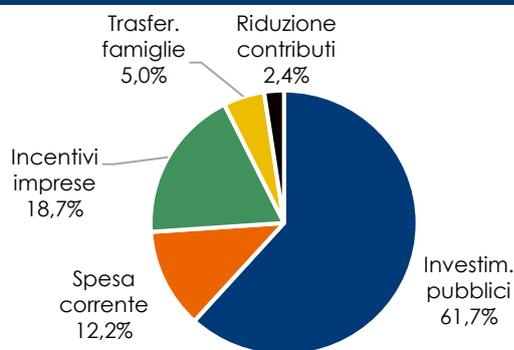
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

**Tab. 2 - Le risorse aggiuntive rispetto ai tendenziali di finanza pubblica**

Risorse aggiuntive per valutazione di impatto al 2026	Miliardi	In % PIL cumulado 2021-26
Sovvenzioni RRF	68.9	0.6
Prestiti aggiuntivi	53.5	0.5
React-EU	13.5	0.1
<b>Totale risorse aggiuntive UE</b>	<b>135.9</b>	<b>1.2</b>
Fondo complementare nazionale	30.6	0.3
Anticipo Fondo Sviluppo e Coesione nazionale	15.5	0.1
<b>Totale risorse aggiuntive nazionali</b>	<b>46.1</b>	<b>0.4</b>
<b>Totale risorse aggiuntive</b>	<b>182.0</b>	<b>1.7</b>

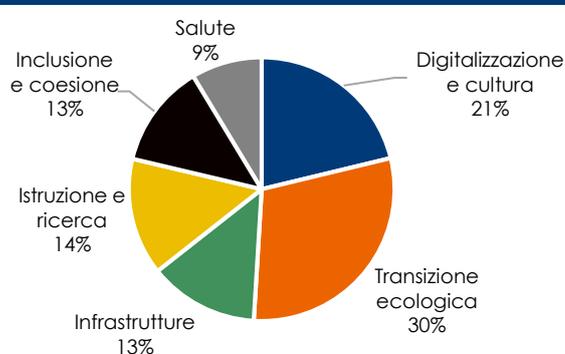
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

**Fig. 21 - Classificazione del PNRR in base alla tipologia di aumenti di spesa o riduzioni di entrate (risorse aggiuntive)**



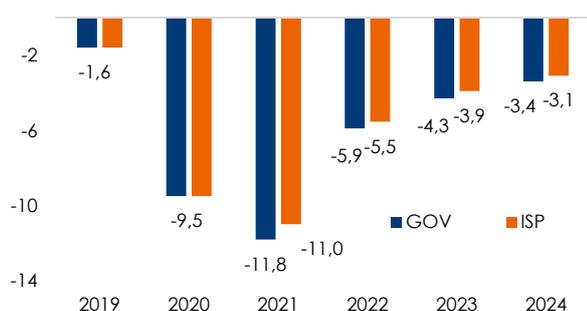
Fonte: PNRR

**Fig. 22 - Classificazione del PNRR in base alle "missioni" di allocazione delle risorse totali**



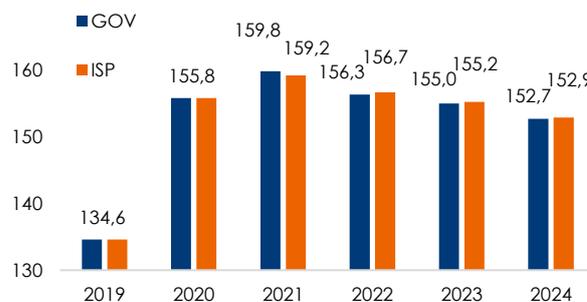
Fonte: PNRR e elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 23 - Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



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

**Fig. 24 - Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



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

## Spagna: crescita sopra la media area euro nel 2021-22

L'economia spagnola è stata la più colpita dalla crisi pandemica nel 2020, ma dovrebbe tornare a crescere a partire dal trimestre primaverile grazie ai progressi sanitari e all'allentamento delle restrizioni. La ripresa è vista in accelerazione durante la stagione estiva. Vediamo una crescita al 5,6% nel 2021 e al 6,4% nel 2022, sostenuta anche dagli effetti del piano *España Puede*. Il ritorno ai livelli di attività pre-COVID dovrebbe avvenire nella seconda metà del prossimo anno.

Andrea Volpi

La Spagna è risultata tra i primi paesi dell'area euro a programmare un percorso di alleggerimento delle misure restrittive su base regionale. Il processo è consentito dal calo dei contagi, che a metà giugno sono tornati sui livelli della scorsa estate (Fig. 1), e dal rapido progredire delle vaccinazioni: a metà giugno il 45% della popolazione ha ricevuto almeno una dose (Fig. 2) e la campagna vaccinale sembra ben instradata per raggiungere l'obiettivo governativo di immunizzare il 70% della popolazione entro fine agosto. **I progressi vaccinali dovrebbero quindi permettere una ulteriore riduzione delle restrizioni nei prossimi mesi con un ritorno alla normalità entro fine anno e favorire una duratura ripresa dell'attività economica.**

**La Spagna ha anticipato gli altri paesi dell'area euro nel riaprire l'economia**

Dopo la stagnazione registrata a fine 2020, nel 1° trimestre del 2021 il PIL spagnolo si è contratto di -0,5% t/t (-4,3% a/a). Consumi e investimenti sono tornati a calare per effetto delle restrizioni di inizio anno, a fronte di un contributo positivo da parte del canale estero (con importazioni in flessione a tassi superiori rispetto alle esportazioni). Negativo invece l'apporto delle scorte. Dal lato dell'offerta sono state la manifattura e le costruzioni a frenare la crescita del valore aggiunto, a fronte di un marginale apporto positivo da parte dei servizi.

**Il PIL è tornato a calare nel 1° trimestre...**

L'allentamento delle restrizioni si sta riflettendo in un vistoso miglioramento della mobilità (Fig. 3), in particolare verso gli esercizi commerciali e le strutture ricreative, coerente con un rimbalzo del PIL di oltre un punto percentuale nel 2° trimestre (Fig. 4). Anche le indagini di fiducia offrono segnali robusti sulla ripartenza dell'economia in tutti i settori, con l'indice PMI dei servizi che ad aprile ha raggiunto quello manifatturiero in territorio ampiamente espansivo (Fig. 5). Il PIL dovrebbe quindi beneficiare di un rimbalzo dei consumi già dalla primavera; gli investimenti delle imprese dovrebbero tornare a crescere, e la riapertura dell'economia nei confronti dei flussi turistici internazionali e la ripresa della domanda globale dovrebbero sostenere le esportazioni. Tali dinamiche sono attese rafforzarsi durante la stagione estiva, quando la crescita del PIL potrebbe superare il 3% t/t, e nei trimestri successivi. **Dopo la contrazione del PIL di -10,8% registrata nel 2020, stimiamo una crescita al 5,6% nel 2021 e al 6,4% nel 2022.** La limatura della stima relativa all'anno in corso rispetto allo Scenario Macroeconomico di tre mesi fa (6,0% nel 2021, 6,3% nel 2022) risente prevalentemente della revisione dei dati relativi al 2020, nonché di una flessione del PIL leggermente più forte delle attese a inizio 2021, a fronte però di un profilo di crescita più solido già a partire dalla primavera.

**...ma è atteso tornare alla crescita in primavera, e accelerare durante l'estate**

Tra le principali economie dell'area euro, quella spagnola è risultata tra le più penalizzate dalla pandemia nel 2020 a causa dell'elevata esposizione ai settori particolarmente colpiti dalle restrizioni, come il turismo e i servizi ricreativi. Per le stesse ragioni il Paese dovrebbe quindi beneficiare di un rimbalzo più accentuato, trainato dai settori maggiormente penalizzati in precedenza, ed esprimere **ritmi di crescita annua nel biennio 2021-22 più vivaci rispetto ad altre economie. La sovraperformance relativa non implica però un più rapido recupero dei livelli di attività pre-COVID che, al contrario, dovrebbe essere raggiunto nel secondo semestre del 2022** (Fig. 6), **in ritardo rispetto alla media dell'area euro** (ma in lieve anticipo rispetto al nostro precedente scenario).

**Per il ritorno ai livelli pre-COVID sarà necessario attendere la seconda metà del 2022**

**L'industria turistica** occupa un ruolo particolarmente rilevante nell'economia del Paese (oltre il 14% del PIL considerando gli effetti diretti, indiretti e indotti<sup>9</sup>); il grado di normalizzazione dei flussi internazionali in vista della stagione estiva rappresenta un elemento cruciale per lo scenario (Fig.

**La normalizzazione dei flussi turistici internazionali sarà cruciale per lo scenario**

<sup>9</sup> Fonte: World Travel and Tourism Council

7). Secondo le più recenti indagini condotte tra le imprese del settore, nel 3° trimestre le esportazioni di servizi turistici dovrebbero rimanere ancora inferiori di circa il 50% ai livelli registrati nello stesso periodo del 2019 e potrebbe essere necessario attendere il 2023 per un pieno ritorno alla normalità per il comparto. Nell'estate 2021 i progressi sanitari e vaccinali potrebbero favorire il turismo interno e il Green Pass europeo dovrebbe facilitare gli spostamenti all'interno dell'area Schengen. Anche il Regno Unito (i britannici pesano per oltre il 20% dei turisti internazionali), nonostante le recenti preoccupazioni per la diffusione della variante Delta, potrebbe presto optare per regole meno severe per i viaggi internazionali, uno sviluppo che sarebbe decisamente positivo per la ripresa del settore. Al contrario, occorrerà aspettare nella migliore delle ipotesi l'anno prossimo per vedere un riavvicinamento alla normalità per i flussi turistici dai Paesi extra-UE.

Sul fronte occupazionale lo schema ERTE, recentemente rinnovato sino a fine settembre, ha contribuito a mitigare l'impatto della pandemia. Il **tasso di disoccupazione** è infatti salito meno del previsto, al 15,6% nel 2020 dal 14,1% del 2019. Nel 2021 il tasso dei senza lavoro potrebbe salire ancora, soprattutto a partire dall'autunno con la scadenza di ERTE, prima di tornare a scendere gradualmente sull'onda della ripresa economica.

La dinamica dei prezzi è salita in misura considerevole e superiore alle attese nel primo semestre dell'anno, trainata soprattutto dal comparto energetico (Fig. 8). L'inflazione è attesa al 2% in media annua nel 2021 (1,8% per la misura armonizzata), sostenuta anche da un effetto base destinato verosimilmente a venir meno già dai primi mesi dell'anno prossimo. A partire dal 2022 l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi intorno all'1,6% (1,5% armonizzato). La dinamica al netto di alimentari ed energia è rimasta debole nei primi mesi dell'anno, ma è vista in graduale rialzo a partire dall'estate sulla scia della ripresa della domanda. In media annua l'**inflazione core** dovrebbe quindi rimanere stabile allo 0,7% nel 2021, per salire all'1% nel 2022.

Sul versante delle **finanze pubbliche**, la politica fiscale rimarrà ancora espansiva nell'anno in corso, anche in misura superiore rispetto al 2020 se si escludono le poste *una tantum*, e in quello successivo (Figg. 9-10). Il **deficit**, dopo aver superato il 15% del PIL nel 2020, dovrebbe scendere gradualmente (Fig. 11) grazie alla progressiva rimozione delle misure straordinarie varate per contrastare gli effetti economici della pandemia, nonché agli effetti della ripresa economica. Assai più lenti saranno i miglioramenti sul fronte del **debito**, atteso rimanere su livelli relativamente elevati, superiori al 110% del PIL e superiori a quelli pre-COVID anche nei prossimi anni (Fig. 12). A partire dal 2021 il sostegno alla ripresa economica verrà anche dal Programma NGEU: il Piano **España Puede** prevede, almeno per il momento, l'utilizzo delle sole sovvenzioni per un totale di 70 miliardi di euro concentrati nel triennio 2021-23, con oltre 25 miliardi che potrebbero essere utilizzati già nel 2021.

**Il tasso di disoccupazione potrebbe toccare un picco nell'anno in corso**

**L'inflazione headline dovrebbe toccare un picco nel 2021. Inflazione core in graduale recupero**

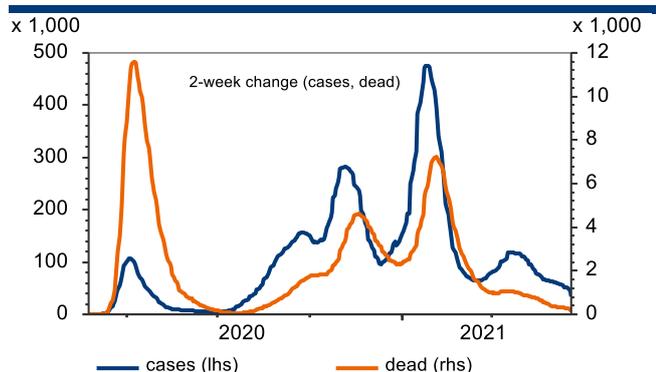
**Nel 2021 la politica fiscale sarà ancora espansiva e la ripresa potrà godere dei primi fondi NGEU**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020			2021			2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-10.8	5.6	6.4	-21.6	-8.6	-8.9	-4.3	18.1	4.3	6.6	8.4	8.0	5.4
- i/t				-17.8	17.1	0.0	-0.5	1.4	3.4	2.2	1.2	1.0	0.9
Consumi privati	-12.1	5.8	8.1	-19.7	20.9	0.0	-1.0	1.5	2.8	2.2	2.0	1.8	1.6
Investimenti fissi	-11.4	8.5	10.0	-20.5	21.5	1.0	-1.9	2.9	5.6	3.0	1.7	1.6	1.4
Consumi pubblici	3.8	2.4	-0.1	0.6	1.3	1.3	0.5	0.3	-0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	-20.2	9.8	7.2	-34.0	31.1	4.6	-0.1	3.0	2.5	2.0	1.5	1.4	1.3
Importazioni	-15.8	9.2	6.6	-28.6	26.8	6.2	-1.3	2.0	2.0	2.0	1.5	1.4	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.2	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	0.5	0.4	-0.3	-0.4	-0.3
Partite correnti (% PIL)	0.7	1.5	3.0										
Deficit pubblico (% PIL)	-15.5	-7.6	-5.0										
Debito pubblico (% PIL)	120.0	118.9	115.3										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	1.8	1.5	-0.6	-0.6	-0.8	0.5	2.2	2.3	2.2	1.5	1.4	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	15.6	17.1	16.6	15.5	16.6	16.2	16.4	16.6	17.5	17.8	17.6	17.2	16.3

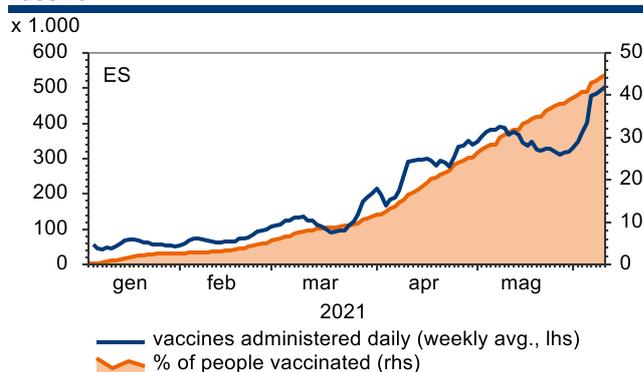
\* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 -In calo contagi e decessi, ai minimi dalla scorsa estate**



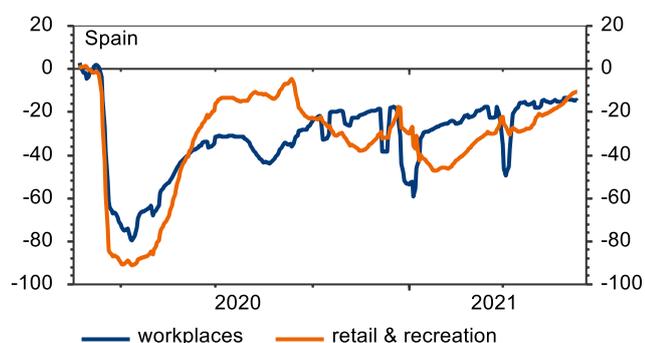
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 2 -Il 45% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino**



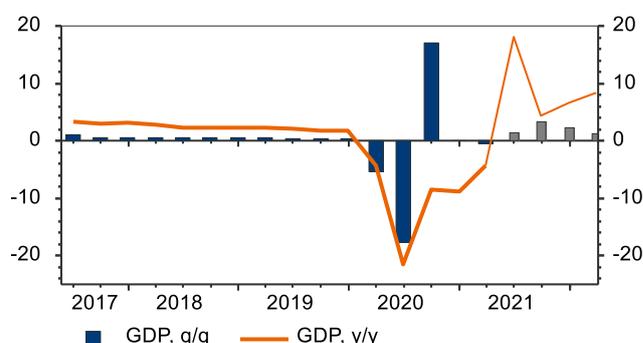
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 3 -Il gap di mobilità si sta progressivamente chiudendo**



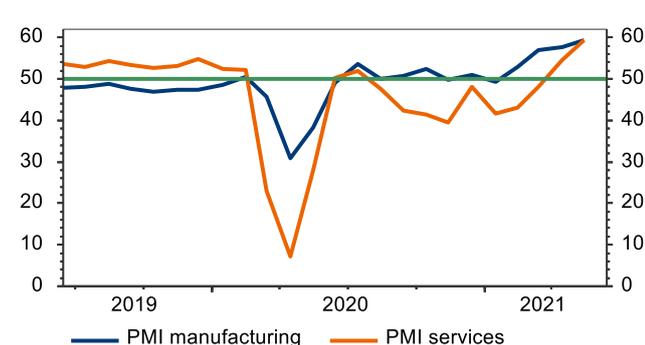
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Google Mobility Reports

**Fig. 4 -Ritorno alla crescita dal 2° trimestre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 5 -Le indagini PMI offrono incoraggianti segnali di recupero diffusi a tutti i settori**



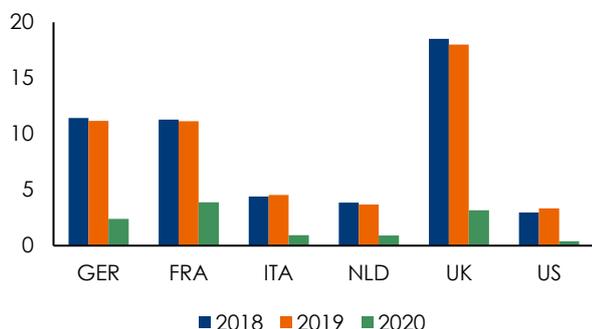
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 6 - Ritorno ai livelli pre-COVID entro fine 2022**



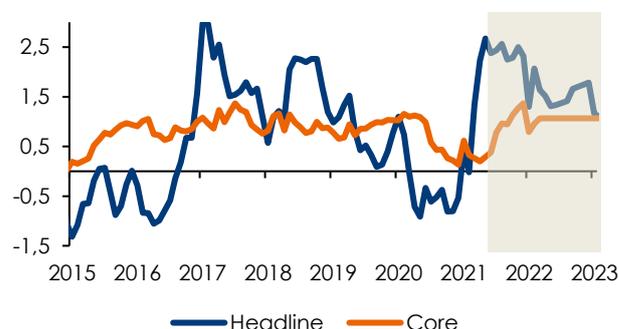
Nota: 2008 Prices Chain Linked. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 7 – Numero di turisti internazionali per paese di provenienza (dati in milioni di unità)**



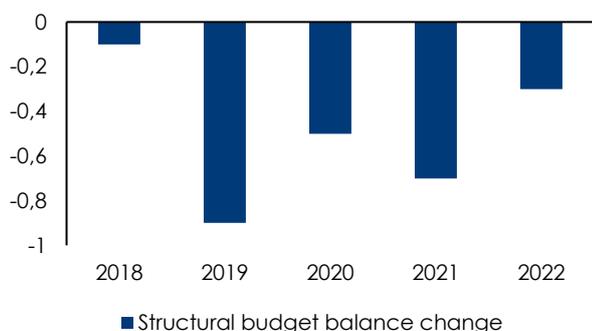
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

**Fig. 8 – L’inflazione headline dovrebbe ridimensionarsi a partire dai primi mesi del 2022. Atteso un rialzo solo graduale per il CPI core**



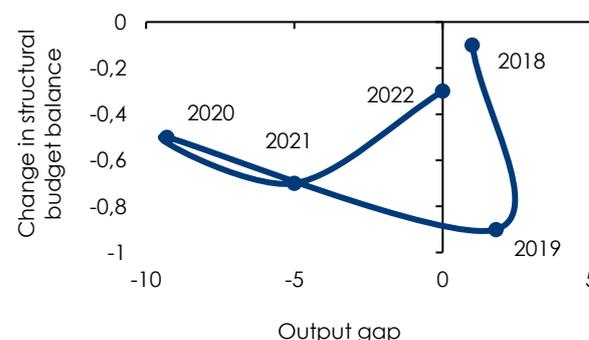
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 9 - Sulla base del saldo di bilancio strutturale, la politica fiscale nel 2021 risulterà più accomodante rispetto al 2020...**



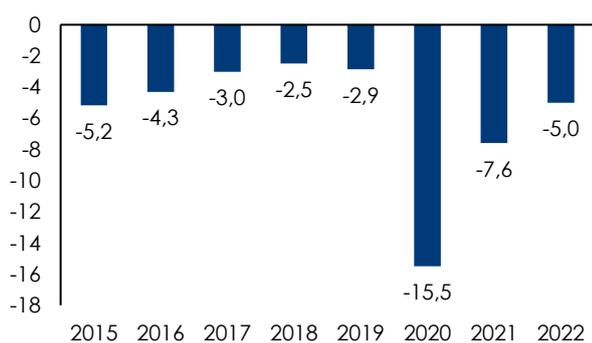
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

**Fig. 10 – ...ed è attesa “normalizzarsi” nel 2022**



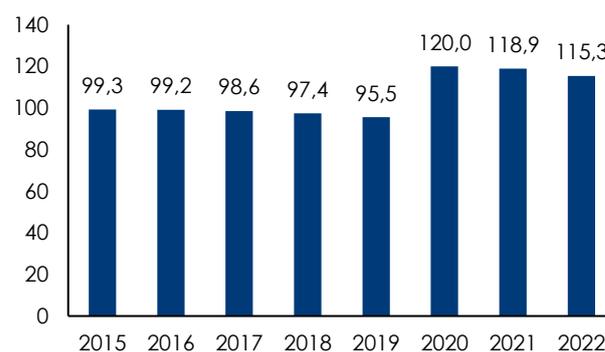
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

**Fig. 11 - In rapporto al PIL il deficit è visto in graduale ridimensionamento...**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 12 - ... mentre la discesa del debito dovrebbe risultare più lenta**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

## Paesi Bassi: la ripresa inizia in un contesto di instabilità politica

Nei Paesi Bassi l'attenzione è sulla formazione di un probabile Governo Rutte IV, malgrado il calo di popolarità del premier. Ci aspettiamo una crescita del PIL di 2,9% nel 2021, e una accelerazione a 3,5% nel 2022; i rischi sulla previsione sono al rialzo. Il peggioramento dei conti pubblici quest'anno è consistente, ma non in grado di destare preoccupazioni.

Il violento impatto della terza ondata di COVID-19 ha costretto i Paesi Bassi a mantenere misure restrittive per buona parte del 2° trimestre. Dalla fine di aprile, il Governo ha previsto un programma di significativo allentamento delle restrizioni articolato in cinque fasi<sup>10</sup> (riapertura degli esercizi commerciali non essenziali, revoca del coprifuoco, apertura di palestre, teatri, cinema, ecc.) che ha permesso un'accelerazione della ripresa già nei mesi primaverili. Intanto, prosegue spedita la campagna vaccinale, che ha dato un contributo significativo al miglioramento della situazione epidemica. Se da un lato il quadro sanitario appare più rassicurante, maggiore incertezza traspare dal contesto politico. Per quanto un quarto Governo Rutte appaia assai probabile, la figura del primo Ministro uscente ha sofferto un calo di popolarità, allungando i tempi per la formazione di un nuovo esecutivo. Il contesto politico dovrà fare i conti con maggiori divisioni tra i partiti e all'interno degli stessi. In questo scenario, il nuovo Governo dovrà affrontare nodi cruciali emersi già prima della pandemia che riguardano la transizione energetica, oltre ai colli di bottiglia nel mercato immobiliare e nel mercato del lavoro.

**Nel primo trimestre il PIL è calato nuovamente**, anche se meno delle attese, registrando un -0,5% t/t (-1,9% a/a) da -0,1% t/t (-3,0% a/a) di fine 2020. Lo spaccato indica un contributo negativo della domanda interna di -1,1 punti (da -0,4 precedente); i consumi privati sono diminuiti di -3,5% t/t, mentre gli investimenti fissi sono aumentati del +3,7% t/t. Il commercio estero ha contribuito positivamente alla crescita per +0,4 punti (da +0,2 precedente), con le esportazioni a +1,6% t/t da +1,0% t/t e le importazioni a +1,3% t/t da +0,9% t/t.

**Nel secondo trimestre, l'economia dovrebbe mostrare un rimbalzo di poco superiore al punto percentuale in termini congiunturali**, trainata principalmente dalla ripresa dei consumi (+2,5% t/t) e, in minor misura, dagli investimenti (+1,3% t/t). Rispetto alle nostre stime precedenti, abbiamo rivisto al rialzo le prospettive per il trimestre corrente, per effetto delle riaperture programmate dal Governo. La ripresa è attesa acquisire forza nel secondo semestre: il PIL dovrebbe toccare un picco a +1,6% t/t nel trimestre estivo, per poi moderare a +1,2% t/t nei mesi autunnali. In media annua, **prevediamo un rimbalzo dell'attività economica del 2,9% nel 2021**, ma i rischi sulla previsione sono verso l'alto; alla crescita di quest'anno dovrebbe seguire **una accelerazione a 3,5% nel 2022**. La dinamica della domanda interna, trainata dagli investimenti (+7,8% t/t) quest'anno e dai consumi il prossimo (+4,1% t/t), guiderà la ripresa nel biennio; un contributo positivo dovrebbe arrivare anche dal commercio estero (+1,5pp nel 2021 e +1,3pp nel 2022).

**L'inflazione** ha sperimentato una marcata accelerazione in questa fase iniziale del 2021 (da 1% a/a di dicembre a 2,1% a/a di maggio). In media annua vediamo un IPCA in crescita di 1,8% (2,0% armonizzato) nel 2021 dall'1,3% del 2020; il prossimo anno l'indice, nonostante il consolidamento della ripresa, dovrebbe segnare un marginale rallentamento all'1,7% (1,9% armonizzato).

**Anche per i Paesi Bassi, l'impatto della pandemia sul mercato del lavoro è stato rilevante**. Il numero delle persone in cerca di lavoro, seppure in decisa flessione, rimane alto (316 mila unità), per un totale di oltre 292 mila sussidi di disoccupazione erogati a fine aprile. Questo calo, insieme ad una riduzione del tasso di partecipazione, si è riflesso in una diminuzione del tasso di disoccupazione negli ultimi mesi (a 3,4% ad aprile, minimo da oltre un anno). Tuttavia, anche alla luce del graduale allentamento delle misure a sostegno del mercato del lavoro e del rientro degli

Aniello Dell'Anno

**I Paesi Bassi devono fare i conti con una maggiore frammentazione politica**

**L'economia olandese è calata meno del previsto**

**La crescita sarà forte nel 2° semestre, non si escludono eventuali sorprese al rialzo**

**L'inflazione armonizzata cresce più della media Eurozona**

**La disoccupazione non calerà nel 2021**

<sup>10</sup> <https://www.government.nl/topics/coronavirus-covid-19/plan-to-reopen-society>

inattivi nelle forze di lavoro, non ci attendiamo un ulteriore calo nei prossimi mesi: la disoccupazione potrebbe risultare pari al 3,8% quest'anno (in linea con la media 2020) e toccare un picco al 4,2% nel 2022.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, **il deficit dovrebbe raggiungere il 4,2% del PIL nel 2021**. Per il 2022 stimiamo un disavanzo decisamente più basso rispetto a quest'anno, allo 0,7% del PIL; difficilmente il saldo pubblico tornerà in avanzo prima del 2024. Siccome i Paesi Bassi non hanno ancora presentato il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza per accedere ai fondi RRF, la quasi totalità della spesa dovrebbe essere finanziata attraverso risorse nazionali. La politica fiscale espansiva spingerà il debito pubblico al 56,7% nel 2021 dal 54,5% dello scorso anno. Dopo aver toccato un massimo quest'anno, il debito è atteso in diminuzione già dal 2022. Per tali ragioni, il peggioramento dei conti pubblici non desta particolari preoccupazioni.

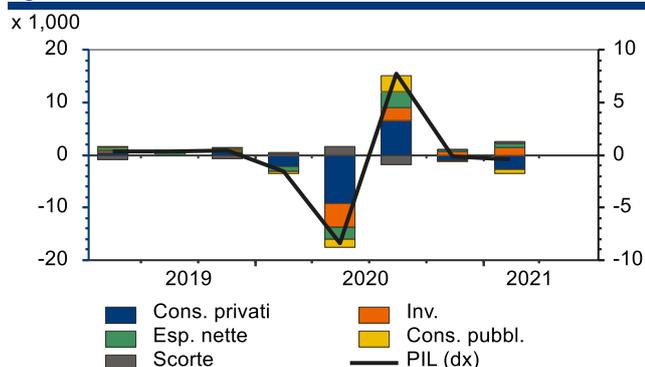
**Deficit e debito pubblico sono attesi in diminuzione dal 2022**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020	2021			2022p					
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.7	2.9	3.5	-9.1	-2.4	-3.0	-1.9	8.3	2.1	3.4	4.7	4.1	3.1
- t/t				-8.4	7.7	-0.1	-0.5	1.1	1.6	1.2	0.8	0.6	0.6
Consumi privati	-6.4	0.3	4.1	-11.2	9.0	-1.4	-3.5	2.5	3.0	1.3	0.5	0.3	0.3
Investimenti fissi	-3.6	7.8	3.3	-11.3	7.2	1.7	3.7	1.3	2.0	1.2	0.6	0.4	0.2
Consumi pubblici	0.6	-0.6	-0.5	-3.1	6.9	-0.4	-1.5	-0.9	-1.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-4.3	6.3	4.8	-9.7	8.0	1.0	1.6	1.1	2.6	1.5	1.0	0.6	1.0
Importazioni	-4.3	5.2	3.8	-9.2	6.7	0.9	1.3	1.2	2.2	1.4	0.6	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.3	-0.1	1.0	-1.2	0.1	0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	7.8	9.5	9.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-5.6	-4.2	-0.7										
Debito pubblico (% PIL)	54.5	56.7	54.5										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.1	2.0	1.9	1.2	1.0	0.9	1.8	1.8	2.1	2.2	1.7	2.1	1.9

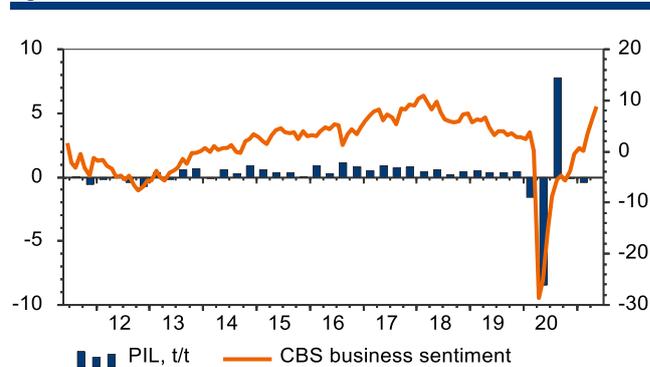
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



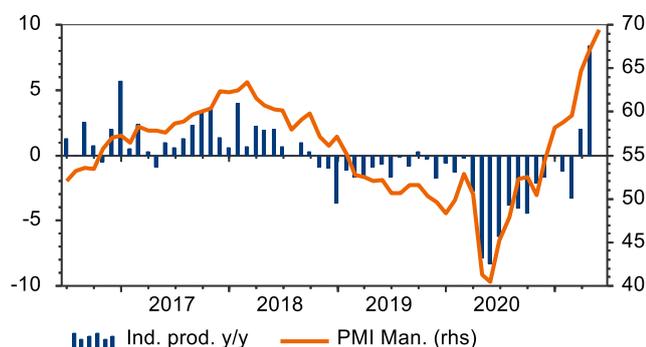
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



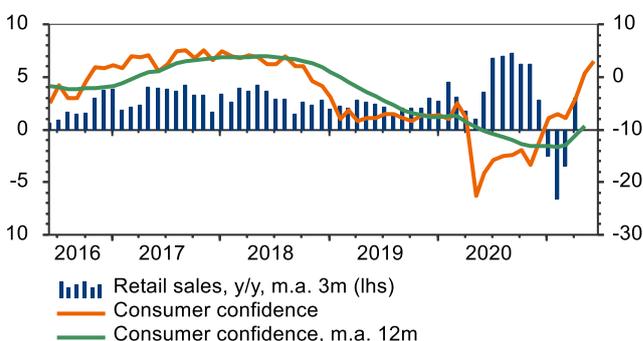
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Andamento della produzione industriale**



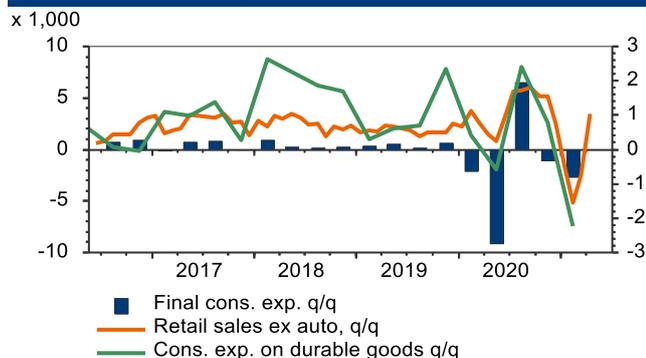
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Andamento delle vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie**



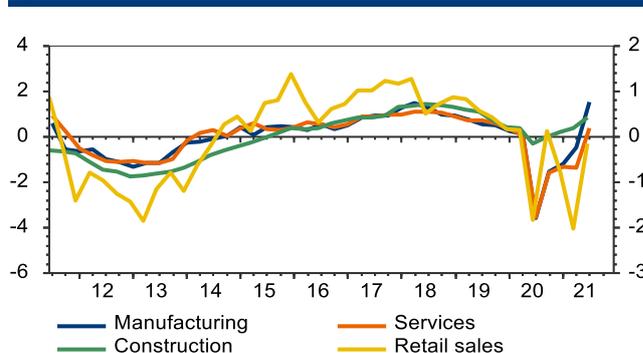
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



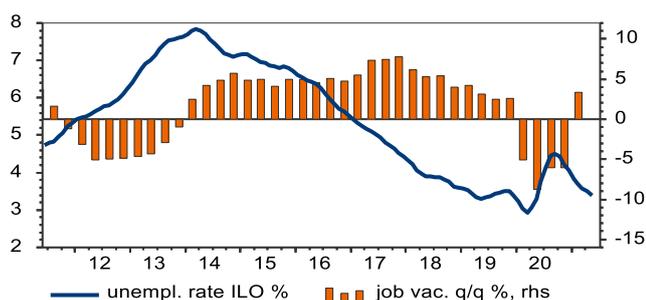
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Indici di attività nei vari settori produttivi**



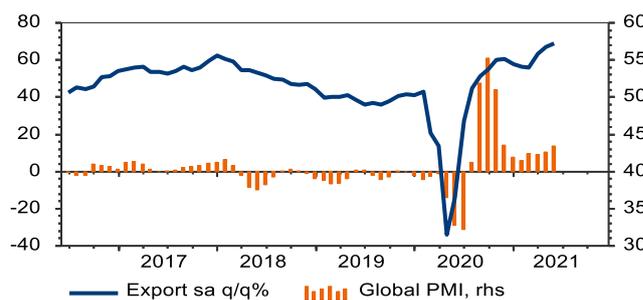
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Disoccupazione e domanda di lavoro**



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

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



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

## Asia

### Giappone: la pandemia continua a dominare lo scenario economico

Due ondate di contagi nel 2021 riportano in calo il PIL nel 1° semestre. La lentezza della campagna vaccinale mantiene i rischi ampiamente verso il basso, con la crescita spinta dal canale estero e da un andamento altalenante della domanda domestica privata.

Contrariamente a quanto sta avvenendo negli altri paesi avanzati, in Giappone **la crescita resta frenata da COVID-19**, con l'economia sostenuta dall'attività del manifatturiero e dalla ripresa globale, ma frenata dallo stato di emergenza in atto in gran parte del paese e da misure di contenimento che resteranno in vigore almeno per gran parte del mese di giugno. Lo scenario economico giapponese rimane infatti dominato da una nuova ondata pandemica e dalla lentezza iniziale della campagna di vaccinazioni, con rischi di riprese dei contagi nei mesi estivi. La previsione è di **crescita di 2,2% nel 2021 (con una spinta determinante dal canale estero), in accelerazione a 3% nel 2022, dopo -4,7% nel 2020**. La domanda privata domestica rimane poco dinamica e dipendente dalle misure fiscali.

La **partenza ritardata e lenta delle vaccinazioni**, iniziata solo a metà febbraio, lascia la popolazione ampiamente scoperta di fronte al virus SARS-Cov-2. Attualmente, solo il 16,4% ha ricevuto almeno una dose di vaccino e il 6,4% è pienamente vaccinato, nonostante una recente accelerazione della campagna vaccinale. Il ritardo è dipeso da una combinazione di fattori: un atteggiamento culturale scettico nei confronti dei vaccini, dovuto a effetti negativi di precedenti campagne per altre patologie, unito a blocchi burocratici. La procedura di approvazione dei vaccini è stata lenta, con sperimentazioni locali prolungate e senza adeguamenti alla fase di emergenza. Fino a metà maggio era stato approvato solo il vaccino Pfizer-BioNTech, a cui si sono aggiunti poi i vaccini AstraZeneca e Moderna. Entro fine 2021 il Giappone dovrebbe avere la disponibilità di dosi sufficienti a vaccinare l'intera popolazione.

Finora, le vaccinazioni sono state somministrate solo ai lavoratori nei settori sanitari (3,7 mln) e alla popolazione >65 anni (circa 36 mln). Secondo il governo, a partire da luglio i vaccini saranno estesi alla popolazione >16 anni (circa 72 mln, su 126 mln), con l'obiettivo di somministrare almeno una dose a tutti entro settembre. Il ritmo di somministrazioni ha finalmente raggiunto 1 mln al giorno, da circa 100 mila al giorno a inizio maggio e i tempi per il raggiungimento dell'immunità di gregge rimangono incerti. I sondaggi mostrano una diffusa insoddisfazione per l'operato del governo, con il 75% di opinioni negative sulla gestione della pandemia.

Il risultato è che **il paese rimarrà soggetto ad altre possibili ondate pandemiche nei prossimi mesi**. La ripresa dei contagi ad aprile ha determinato l'imposizione dello stato di emergenza in gran parte del paese, con proroghe ed espansioni territoriali delle misure restrittive fino a giugno. Il quadro sanitario continuerà a influenzare il sentiero dell'economia giapponese nella parte centrale dell'anno, mettendo a rischio lo svolgimento delle Olimpiadi anche nella versione limitata all'assenza di spettatori. Le previsioni sono per una **stagnazione nel 2° trimestre, dopo la contrazione di -1,3% t/t vista nel 1° trimestre, con una ripresa a ritmi compresi fra 1,2% e 1,5% t/t nella seconda metà dell'anno**, sempre che le misure di contenimento siano sufficienti a fare rientrare stabilmente i nuovi contagi. Come mostra la Fig. 1, il calo dei contagi dell'ondata di gennaio si è invertito già poche settimane dopo aver toccato un minimo locale intorno a 1000, con la fine delle restrizioni. Pertanto, i rischi per le previsioni sono univocamente verso il basso.

Lo scenario sottostante della **domanda finale domestica** rimane dipendente dallo stimolo fiscale, che ha sostenuto il reddito delle famiglie in parte attraverso l'espansione ed estensione dell'Employment Adjustment Subsidy (che ha evitato i licenziamenti attraverso sussidi alle imprese per il pagamento dei salari), e in parte attraverso altri interventi diretti e indiretti. Nella seconda metà del 2020 i programmi "GoTo" a sostegno delle attività ricreative e turistiche hanno avuto

Giovanna Mossetti

**Crescita ancora frenata dalla pandemia nel 2021, graduale ripresa nel 2022**

**COVID-19 resta un pericolo chiaro e immediato**

**Rischi di ulteriori ondate pandemiche**

**Consumi ancora in balia dei contagi**

effetti significativi per l'espansione dei servizi. Tuttavia, da inizio 2021, il susseguirsi delle nuove ondate pandemiche e le conseguenti restrizioni hanno bloccato questo canale di stimolo. I **consumi** sono pertanto tornati a scendere (-1,4% t/t nel 1° trimestre) e solo a fine 2021 dovrebbero avere recuperato i livelli pre-COVID, con una **crescita attesa di 1,5% quest'anno e 3% nel 2022**.

Gli **investimenti fissi non residenziali** sono deboli fin dalla Grande Crisi Finanziaria, e hanno subito una frenata con il rialzo dell'imposta sui consumi (Figg. 9 e 10), trasmessa dalla correzione dei profitti. Dal 2015 al 2020 gli investimenti in proprietà intellettuale sono stati stagnanti e restano inferiori di -1,8% rispetto a inizio 2020, mentre per i macchinari ex-trasporti il trend in rialzo si è interrotto nel 2018 e dopo il crollo del 2020 i livelli sono ancora circa -2% rispetto a fine 2019. La stima della crescita potenziale del Cabinet Office, in calo a 0,5% a fine 2020, registra un costante calo della Total Factor Productivity da circa 1% fino al 2014 a 0,4%, probabile riflesso dei mancati investimenti in innovazione. Le indagini di settore mostrano espansione di attività nel manifatturiero, e correzione nei servizi in concomitanza con il nuovo stato di emergenza, dopo un periodo di ripresa a fine 2020 grazie ai programmi "GoTo". La previsione di riaccelerazione dall'estate è soggetta ai rischi relativi alla pandemia, ma lo scenario centrale vede una **crescita di 1,1% nel 2021 e 4,3% nel 2022**.

**Investimenti fissi non residenziali tiepidi**

La componente di domanda in rialzo più solido è il **canale estero**, grazie alla ripresa internazionale che spinge le esportazioni (Fig. 7). L'export ad aprile è in rialzo di 38% a/a spinto da USA (45% a/a) e Cina (34% a/a). **Il contributo delle esportazioni nette alla crescita dovrebbe essere di 1,2pp nel 2021 e 0,5pp nel 2022**, dopo -0,9pp nel 2020.

**Sostegno dalle esportazioni nette, grazie alla ripresa internazionale**

Il quadro di **finanza pubblica** è previsto in miglioramento nel 2021, con il **deficit atteso a -8%** del PIL nel 2021, da una stima di -14% nel 2020 e il deficit primario a -7% previsto quest'anno. Il governo proietta una riduzione del deficit primario/PIL verso -2% nel 2025 e del debito/PIL da 218% nel 2020 (e 190% nel 2019), a 213% nel 2021, seguita da una stabilizzazione intorno a 207% negli anni successivi, con un'ipotesi di espansione del PIL in calo da 2,2% nel 2021 verso 1% nel 2030. La **politica monetaria** è in stallo, con un ruolo limitato al continuo acquisto di JGB e una prospettiva di mantenimento delle politiche in atto per il futuro prevedibile, alla luce delle previsioni di inflazione persistentemente al di sotto del 2%.

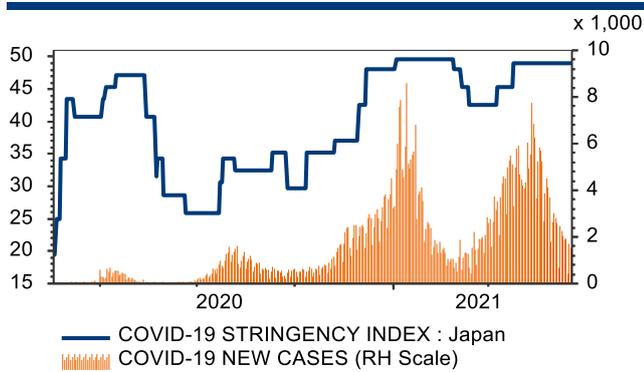
**Politica fiscale poco reattiva nel 2021, politica monetaria in stallo**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2020			2021			2022p			
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4.7	2.5	3.0	-10.2	-5.6	-1.0	-1.5	7.0	3.2	1.6	3.2	3.9	2.8
- trim/trim annualizzato				-28.6	22.9	11.7	-4.0	-0.6	6.2	4.9	2.5	2.0	1.7
Consumi privati	-6.0	1.5	3.0	-29.2	22.0	9.0	-5.8	-1.6	7.9	6.1	2.1	1.4	1.1
IFL - priv. non residenziali	-6.2	1.4	4.3	-22.3	-8.1	18.3	-4.6	6.3	5.1	4.5	4.2	3.9	3.7
IFL - priv. residenziali	-7.0	-0.9	1.7	2.3	-21.0	0.2	4.9	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
Investim. pubblici	3.7	1.8	1.2	9.1	3.4	5.3	-2.1	0.1	1.4	2.3	1.4	0.9	0.7
Consumi pubblici	2.7	2.0	0.3	0.8	12.0	7.3	-4.5	1.2	1.1	0.3	0.2	-0.1	0.1
Esportazioni	-11.8	12.7	6.4	-53.7	32.5	55.7	9.2	9.2	7.8	6.8	6.3	5.9	5.0
Importazioni	-7.3	5.4	4.0	-2.6	-29.0	20.7	16.5	8.0	6.3	3.9	3.3	3.2	3.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	1.0	-1.5	-2.4	1.9	-1.3	0.5	0.1	0.0	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.2	3.6	3.9										
Deficit (% PIL)	-12.4	-10.5	-6.0										
Debito/PIL (% PIL)	243.7	250.4	249.3										
CPI (a/a)	0.0	-0.2	0.2	0.1	0.1	-0.8	-0.4	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
Produzione Industriale	-10.6	10.3	2.5	-20.7	-12.7	-4.2	-1.4	22.7	14.1	8.3	5.6	2.3	1.2
Disoccupazione (%)	2.8	2.7	2.5	2.7	3.0	3.0	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4
Dollaro/Yen (Yen)	106.8	109.1	113.8	107.5	106.1	104.5	106.1	109.2	109.5	111.7	112.9	113.7	114.2

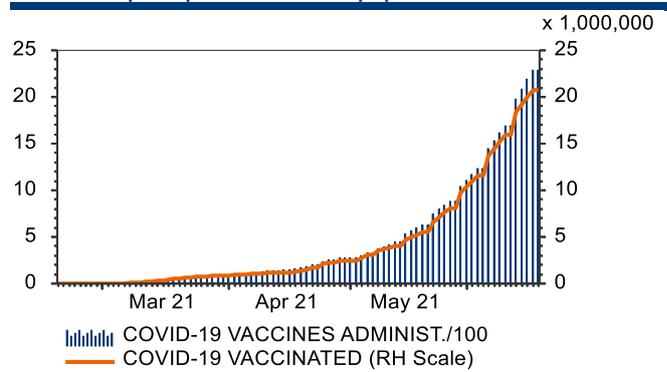
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Lo stato di emergenza nazionale ha contribuito a riportare sotto controllo la seconda ondata di contagi...**



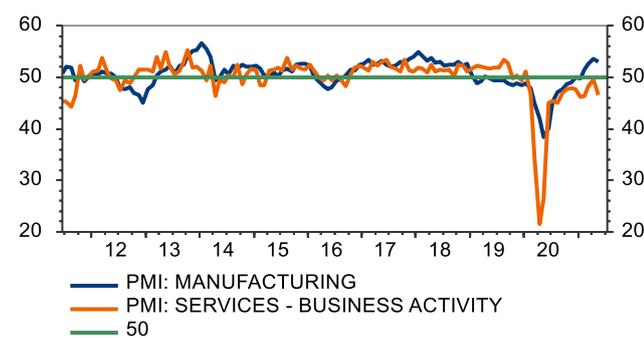
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – ...ma sul fronte dei vaccini il Giappone è molto indietro rispetto agli altri paesi avanzati: finora somministrata almeno una dose solo a poco più del 16% della popolazione**



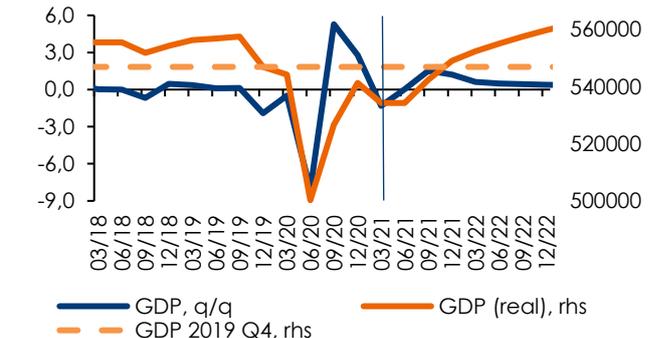
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – La seconda ondata del 2021 ha riportato i servizi in recessione, frenato l'espansione del manifatturiero...**



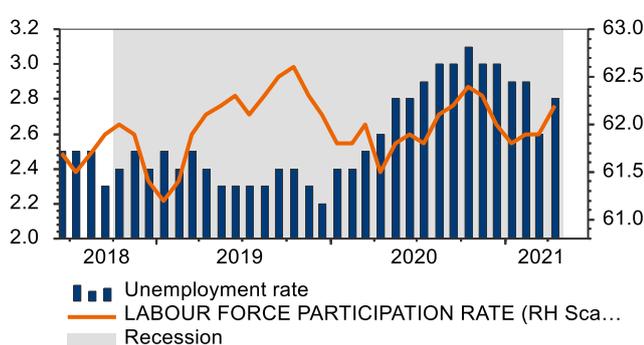
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – ...e determinato un calo del PIL nel 1° trimestre 2021**



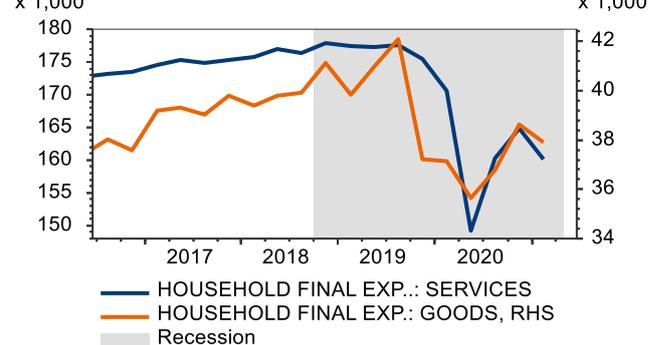
Nota: previsioni Intesa Sanpaolo dopo il 1° trimestre 2021. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – La disoccupazione resta moderata grazie al programma pubblico che sussidia il pagamento dei salari**



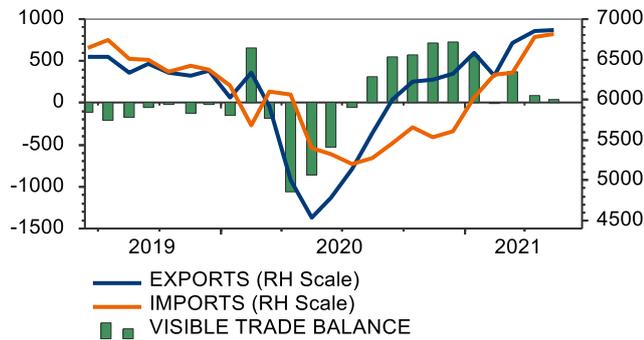
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – La spesa delle famiglie è sempre dipendente dalla pandemia e dallo stimolo fiscale**



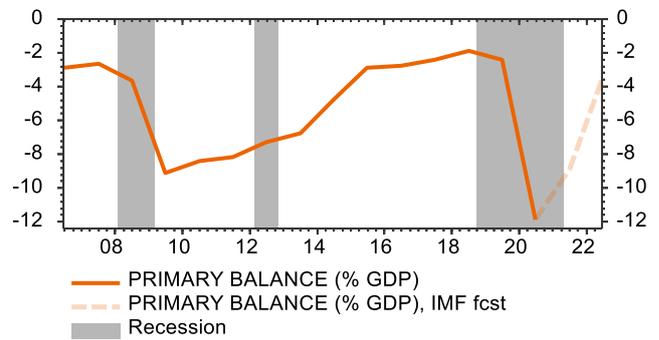
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Flussi commerciali in ripresa**



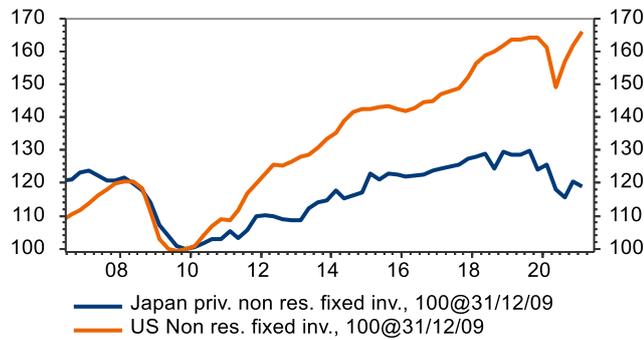
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 - Il FMI prevede un miglioramento dei conti pubblici**



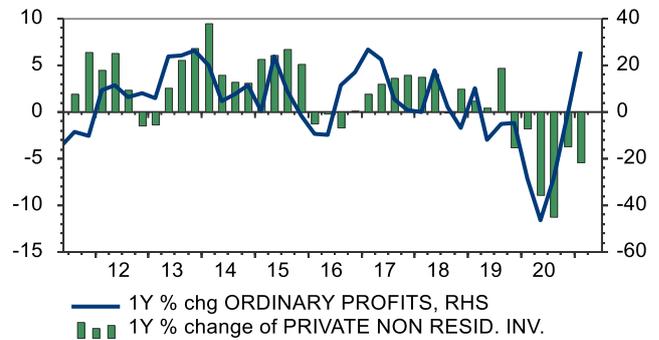
Fonte: FMI "Fiscal Monitor"

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



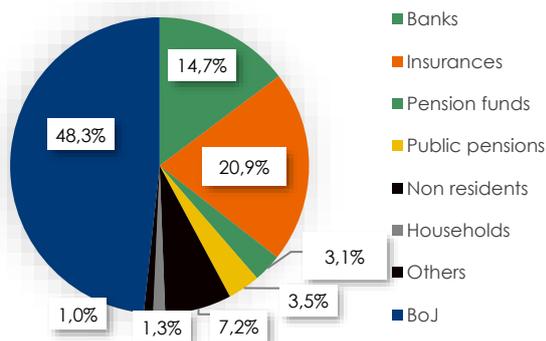
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – ...e non accennano a riaccelerare dalla frenata coincisa con il rialzo dell'imposta sui consumi**



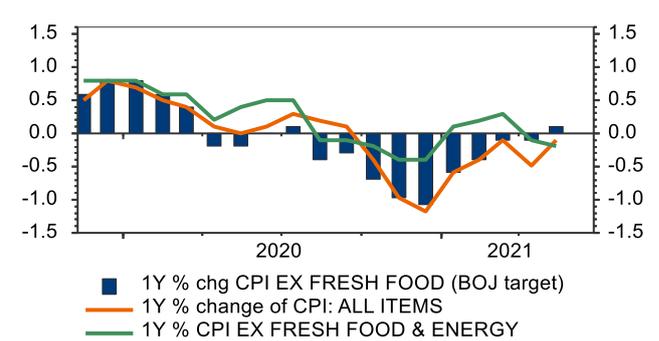
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 11 – La BoJ detiene quasi il 50% dei JGB in circolazione**



Fonte: Ministry of Finance, dati a dicembre 2020. Per memoria: totale JGB= 1,043 tln di Yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,219 tln di yen

**Fig. 12 – Inflazione core sempre lontana dal 2%**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Cina: ripresa sfidata da qualche vento contrario

L'attività economica dovrebbe tornare ad accelerare nel 2° trimestre dopo la pausa imposta dalle misure di contenimento dei focolai di COVID-19 nel 1° trimestre, per decelerare nella seconda parte dell'anno. Il rallentamento atteso degli investimenti indotto dalla moderazione del credito dovrebbe essere in parte compensato da una accelerazione dei consumi privati e da un contributo positivo del canale estero. I rischi sullo scenario del 2021 restano però al ribasso.

Silvia Guizzo

**La crescita del PIL è balzata dal 6,5% a/a nel 4° trimestre 2020 al 18,3% a/a nel 1° trimestre 2021** spinta verso l'alto da un forte effetto base favorevole. Il rimbalzo più rilevante si è registrato nel settore industriale (+24,4% a/a) mentre è stato molto più contenuto nei servizi (+15,6% a/a). Dal lato della domanda, il maggior contributo è venuto dai consumi, con il consumo pro-capite delle famiglie salito di più nelle aree rurali (21,1% a/a) rispetto alle aree urbane (15,7% a/a). La crescita del PIL **ha registrato però un netto rallentamento in termini congiunturali da 3,2% t/t destagionalizzato** (rivisto al rialzo da un precedente 2,6% t/t) **a un mero 0,6% t/t**. Su di esso hanno avuto un considerevole impatto i focolai di COVID-19 e l'imposizione delle misure di contenimento che hanno frenato soprattutto il recupero dei servizi nei primi due mesi dell'anno. La mancanza della serie destagionalizzata in livelli del PIL e il cambio di anno base (dal 2015 al 2020) rendono inoltre difficile la valutazione. La ripresa dell'attività economica segnalata in marzo dai dati mensili non esclude però che il rallentamento rispetto al 4° trimestre sia stato sovrastimato.

L'economia continuerà a rallentare in termini tendenziali, in ragione del confronto meno favorevole con i restanti trimestri dell'anno scorso, mentre nel complesso gli indici PMI (Fig. 5) sono coerenti con **un'accelerazione congiunturale nel 2° trimestre, sostenuta da un ritmo di espansione solido nel settore industriale e in risalita nel settore dei servizi**. In maggio la dinamica mensile della produzione industriale è rimasta stabile rispetto ad aprile (0,52% m/m), di poco inferiore rispetto alla media del primo trimestre (0,65% m/m), verosimilmente frenata dalle strozzature dell'offerta. La crescita degli investimenti si è mitigata a 0,2% m/m rispetto a 0,9% m/m in aprile mentre quella delle vendite al dettaglio è accelerata, a 0,8% m/m da 0,3% m/m in aprile, e l'aumento degli ordini ha sostenuto il commercio estero (Fig. 7). Il ritmo di espansione dell'economia è tornato sui livelli pre-pandemia (Fig. 4) ma è atteso rallentare in termini congiunturali nel 2° semestre. **Confermiamo le nostre precedenti previsioni di crescita del PIL a 8,6% a/a nel 2021**, supportata dal rialzo dei consumi privati, da un contributo positivo del canale estero e da una moderata crescita degli investimenti. Lo **scenario è però sottoposto a rischi al ribasso** provenienti dall'evoluzione della situazione pandemica e dalla normalizzazione monetaria e fiscale. Quest'ultima dovrebbe indurre - venuto anche meno l'effetto base positivo sulla dinamica del PIL nel 2021 - **un rallentamento della crescita a 5,4% nel 2022**.

Il miglioramento atteso della situazione pandemica e l'avanzamento della campagna vaccinale dovrebbero permettere una ulteriore emersione della domanda repressa anche nel settore dei servizi e favorire l'**accelerazione dei consumi privati** nei prossimi mesi. Quest'ultima resta supportata dalle politiche fiscali ma **limitata da condizioni del mercato del lavoro** che, **non ancora tornate al livello pre-pandemia** (Fig. 8), incoraggiano ancora i risparmi precauzionali. La prosecuzione della **stretta sul settore Fin-Tech e sull'e-commerce**, recentemente estesa all'istruzione privata, **e i limiti alla concessione di credito al settore immobiliare** continueranno a porre un freno alla dinamica del credito totale, già in rallentamento da fine anno (Fig. 11), condizionando la ripresa degli investimenti. Il recupero della domanda estera, supportato dall'atteso miglioramento sul fronte pandemico nei paesi dei principali partner commerciali e dall'enorme stimolo fiscale varato negli USA, trainerà l'accelerazione dell'export.

**L'inflazione dei prezzi al consumo**, a 1,3% a/a in maggio, rimane **modesta rispetto a quella dei prezzi alla produzione salita a 9,0% a/a** (Fig. 9), **il livello più elevato dal 2008**, e spinta, in parte, dal confronto con il forte calo dell'anno scorso e, in parte, dal continuo aumento dei prezzi delle

materie prime, per lo più importate. Quest'ultimo, trainato da una ripresa della domanda superiore alle attese in un contesto di scorte basse e problemi logistici e di approvvigionamento a livello mondiale, permarrà nel breve periodo. Il Governo ha comunque annunciato a fine maggio **diverse misure per contrastare comportamenti speculativi** da parte delle imprese, disincentivare le esportazioni (riduzione o cancellazione dei ritorsi e aumento dei dazi sull'export, per esempio sull'acciaio) e favorire le importazioni (esenzione da dazi o riduzione) di materie prime, in modo da aumentare l'offerta interna, compresa quella di carbone. Ha poi annunciato, in giugno, il rilascio di parte delle riserve strategiche di alluminio, zinco e rame per la prima volta in dieci anni. Condividiamo le attese della PBOC di una **trasmissione degli aumenti dal PPI al CPI modesta e temporanea**, vista l'assenza di forti pressioni da domanda, la scarsa trasmissione passata e l'apprezzamento del cambio. Un atteso calo dei prezzi degli alimentari e un effetto base favorevole limiteranno l'inflazione dei prezzi al consumo nei prossimi mesi. Rivediamo lievemente da 1,6% a 1,4% a/a la **previsione per il 2021, con un aumento a 2,5% nel 2022**.

**La campagna vaccinale procede molto spedita** (Fig. 2) **e la situazione sul fronte pandemico rimane positiva nonostante il recente aumento di contagi interni nel Guangdong** (225 casi nelle ultime 3 settimane su 126 milioni di abitanti). Questo aumento ha indotto le Autorità a testare tutti gli abitanti di Guangzhou (18 milioni) in pochi giorni e a prendere misure drastiche di contenimento come la limitazione all'entrata delle navi nei porti principali della Provincia (Yantian, Shekou, Chiwan e Nansha). Questa imposizione, data la dimensione del traffico portuale, potrebbe esacerbare le strozzature dal lato dell'offerta a livello interno e internazionale nel breve termine e far lievitare ulteriormente i costi della logistica. **La severità delle misure di contenimento** rispetto all'entità di nuovi focolai **rischia però di limitare il potenziale della ripresa**. **La presenza di varianti del virus e un inaspettato peggioramento della situazione pandemica come accaduto in altri paesi** asiatici (Taiwan, Giappone ma anche negli stati ASEAN), così come nel Regno Unito a dispetto dell'alto tasso di vaccinazioni, **lasciano i rischi al ribasso sullo scenario**.

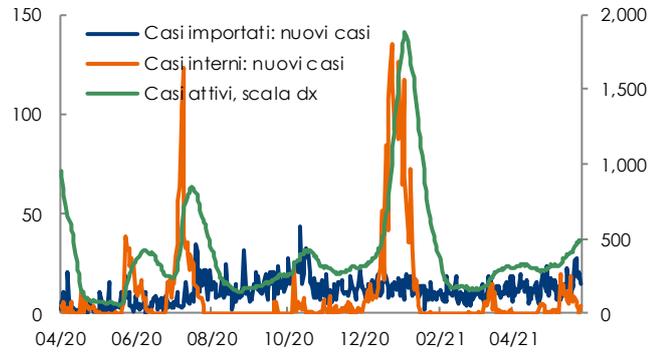
Continuiamo a ritenere che la **normalizzazione della politica monetaria nel 2021** passerà per una **gestione oculata della liquidità** che eviti aumenti dei tassi monetari e dei rendimenti molto sopra i livelli di fine 2020, per passare a una fase di graduali rialzi dei tassi solo nel 2022, quando la ripresa sarà consolidata. Riteniamo però probabile una **revisione verso l'alto del rischio finanziario** prezzato sul mercato, derivante da un aumento dei default in seguito al rallentamento del credito e alla progressiva normalizzazione delle misure di stimolo monetarie e fiscali. A questi fattori se ne sommano altri che aumentano i rischi al ribasso sullo scenario: possibili difficoltà dal piano di ristrutturazione in corso di **Huarong**, la più grande delle quattro *bad bank* statali, e una più stringente supervisione dei legami tra banche, assicurazioni e i loro maggiori azionisti, come testimoniano i recenti controlli su **Evergrande**, la più indebitata tra le grandi imprese immobiliari.

**Previsioni**

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
PIL (prezzi costanti)	6.9	6.7	6.0	2.3	8.6	5.4
Consumi privati	9.4	8.1	5.9	-3.4	9.4	9.3
Consumi pubblici	1.6	7.1	7.5	7.5	6.4	1.9
Investimenti fissi	6.2	7.3	4.5	5.2	5.9	4.7
Esportazioni	6.9	4.4	2.4	2.1	18.8	3.1
Importazioni	8.1	6.9	-1.0	-1.9	9.9	9.2
Produzione industriale	5.9	5.8	4.9	2.6	10.3	5.3
Inflazione (CPI)	1.5	2.1	2.9	2.5	1.4	2.5
Tasso di disoccupazione (%)	3.8	3.7	4.2	6.8	5.1	3.8
Salari medi	10.0	9.6	9.2	6.4	10.4	8.0
Tasso Shibor 3m (media) (%)	4.37	3.75	2.83	2.39	2.70	3.34
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.57	3.64	3.18	2.95	3.21	3.71
Cambio USD/CNY (media)	6.76	6.61	6.91	6.90	6.57	6.72
Saldo delle partite correnti (md di USD)	189	24	103	274	401	328
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.5	0.2	0.7	1.8	2.3	1.7
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.8	-4.7	-5.6	-8.6	-7.4	-7.2
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	33.7	33.6	35.1	38.8	40.2	43.4

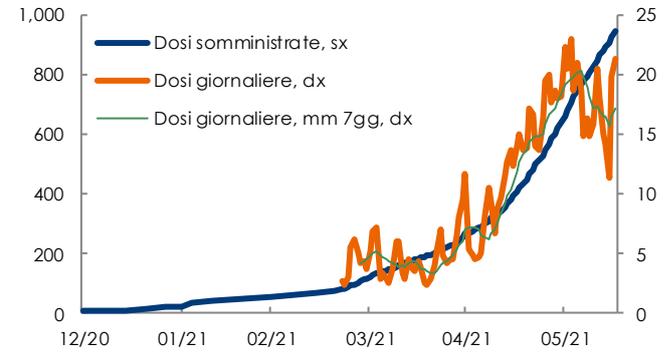
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Cina: COVID-19, casi attivi (media mobile a 7 giorni)**



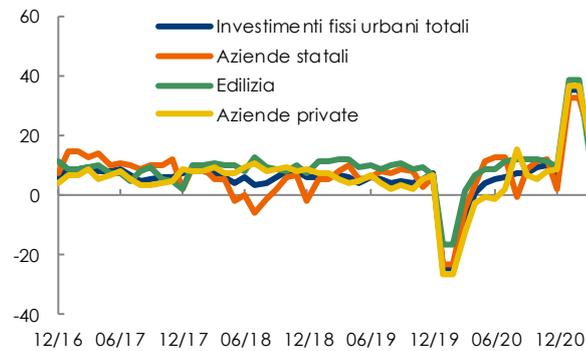
Fonte: CEIC da NHC

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



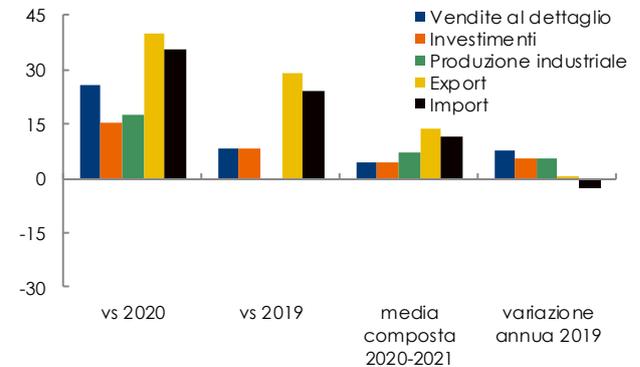
Fonte: CEIC da NBS

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



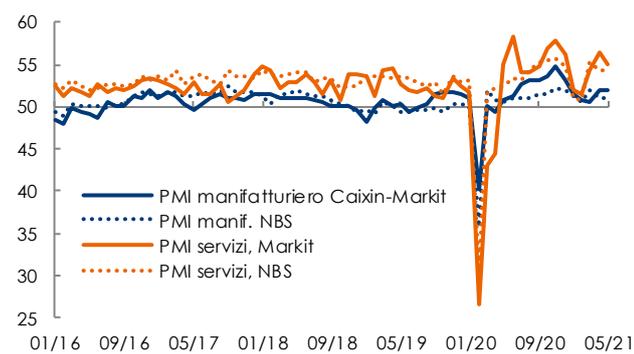
Nota: (\*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Variazioni cumulate a/a dei primi cinque mesi del 2021**



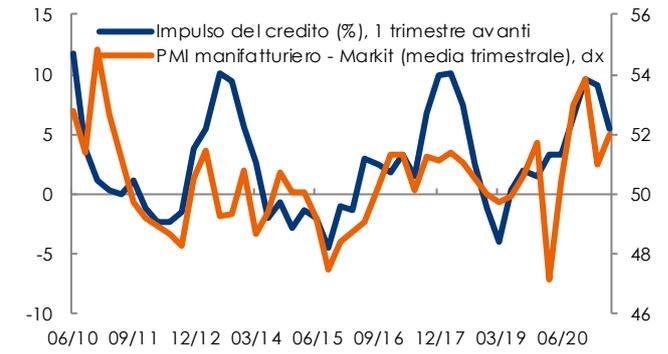
Fonte: Bloomberg, CEIC e comunicati del NBS

**Fig. 5 - Indici PMI**



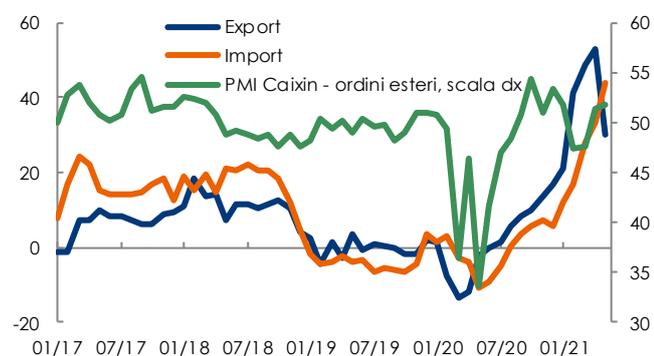
Fonte: Caixin-Markit

**Fig. 6 – Impulso del credito\***



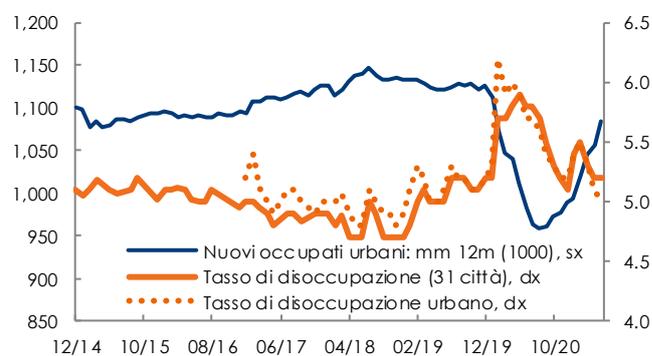
Nota: (\*) Variazione del nuovo credito (finanza sociale) rispetto all'anno precedente su PIL. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



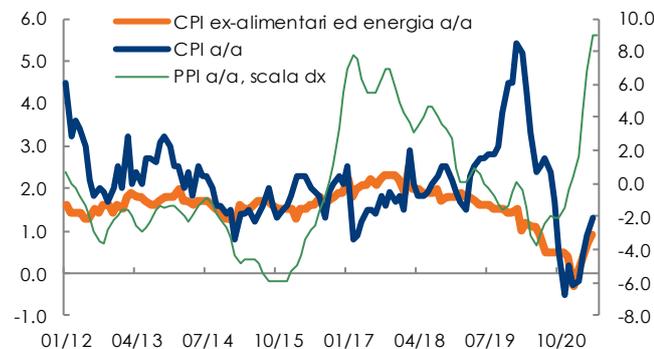
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Mercato del lavoro**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 - Inflazione**



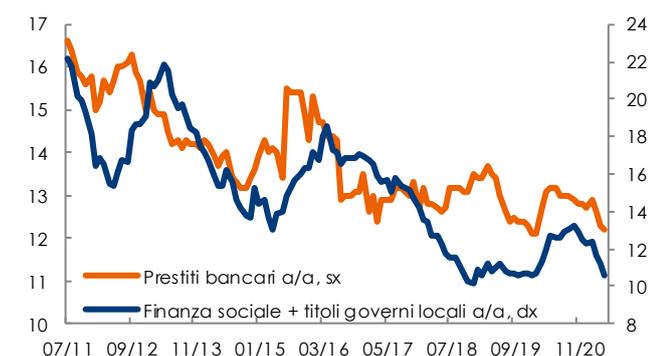
Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Cambio**



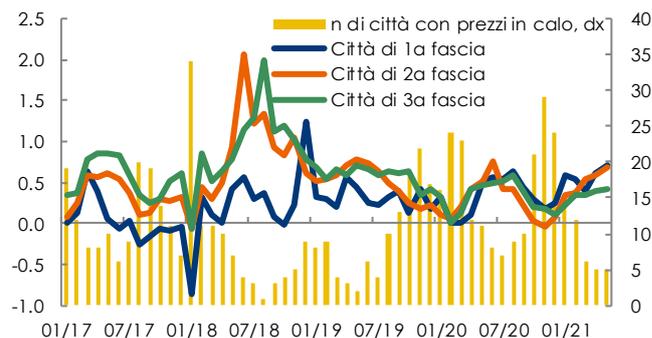
Fonte: Bloomberg

**Fig. 11 - Credito aggregato**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Nota: (\*) media delle var. % m/m. Fonte: CEIC

## India: il peggio è già passato

Nel momento di consolidamento della ripresa e di miglioramento della fiducia da fine marzo una seconda ondata di contagi ha colpito pesantemente il Paese. La situazione pandemica è però già in miglioramento e l'impatto sull'attività economica si annuncia sensibile ma confinato al 2° trimestre del 2021 e inferiore a quello causato dal lockdown nazionale dell'anno scorso.

Silvia Guizzo

Nel 1° trimestre del 2021 il PIL è salito dell'1,6% a/a, più delle nostre attese (0,6% a/a), e in accelerazione rispetto allo 0,4% a/a registrato nell'ultimo trimestre del 2020. Dal lato della **domanda**, l'accelerazione degli investimenti, insieme alla ripresa dei consumi, ha compensato un contributo negativo del canale estero causato dal più cospicuo aumento delle importazioni. Dal lato dell'**offerta**, a una crescita ancora robusta ma in rallentamento del settore agricolo si sono affiancati un rimbalzo del settore industriale, guidato principalmente dal settore costruzioni, e il ritorno in territorio positivo della dinamica tendenziale del settore dei servizi.

Nel momento di consolidamento della ripresa e di miglioramento della fiducia di imprese e consumatori (Fig. 3 e Fig. 6) una **seconda ondata di contagi** ha colpito pesantemente il Paese a partire da fine marzo. Grazie a strette misure di contenimento imposte in molti Stati, la situazione pandemica è in netto miglioramento rispetto al picco di inizio maggio (Fig. 1) nonostante il numero dei morti continui ad essere ancora elevato (oltre 3000 al giorno) e quello dei contagi sia verosimilmente sottostimato, soprattutto nelle zone rurali. La campagna vaccinale sta riprendendo quota (Fig. 2) anche se il numero delle dosi giornaliere inoculate (in media intorno ai 3 milioni nella seconda settimana di giugno) dovrebbe salire poco sopra i 5 milioni per coprire l'obiettivo di vaccinare 300 milioni di persone entro agosto.

Il Governo, diversamente dall'anno scorso, non ha imposto **un fermo** a livello nazionale ma **molti Stati**, che in maggio sono arrivati a coprire circa l'**80% del PIL**, hanno imposto fermi con **diversa intensità**. La **mobilità** è scesa drasticamente in tanti settori anche se **non ha raggiunto i minimi toccati nella primavera del 2020** (Fig. 5). Molte attività economiche sono infatti rimaste aperte anche in Stati che hanno attuato fermi stringenti. Alcuni hanno annunciato l'estensione dei fermi alla prima o alla seconda settimana di giugno mentre altri stanno cominciando ad allentarli. L'indice PMI del settore manifatturiero in maggio è sceso a 50,8 da 55,5 in aprile, rimanendo in territorio marginalmente espansivo, la caduta del PMI dei servizi è stata invece più marcata (da 54,0 in aprile a 46,4 in maggio,) ma molto inferiore a quella registrata durante il lockdown nazionale dello scorso anno (Figg. 4 e 8). **Gli indici di mobilità** di Apple e Google hanno toccato un minimo a metà maggio e **stanno gradualmente risalendo** prefigurando un miglioramento dell'attività economica fin da giugno. L'aumento del consumo di elettricità nella prima metà del mese, il calo del tasso di disoccupazione (stimato dal CMIE all'8,7% nella seconda settimana di giugno dal picco del 14,7% nella terza settimana di maggio) nonché l'aumento delle transazioni rilevate dalle fatture elettroniche confortano queste attese.

**L'impatto della seconda ondata** sull'attività economica si annuncia quindi sensibile ma **inferiore a quello causato dal lockdown nazionale dell'anno scorso e confinato al 2° trimestre del 2021**. Questo fattore, insieme a un effetto base favorevole per il 2° trimestre e a una crescita superiore alle attese nel 1° trimestre, **limita la nostra revisione al ribasso sulle previsioni di crescita del PIL 2021 dall'attuale 10,2% a/a a 9,4% a/a**. La normalizzazione monetaria, una dinamica del credito limitata dai problemi del settore bancario e un effetto confronto sfavorevole dovrebbero determinare un **rallentamento a 6,4% a/a nel 2022**, rivisto verso l'alto **da un precedente 5,8%**.

Lo scenario rimane soggetto a **rischi al ribasso** visto il ritmo attuale della campagna vaccinale, la probabile sottostima dei contagi e la maggiore contagiosità e severità della variante locale del virus a cui sembrerebbe essere associato un netto aumento di casi di mucormicosi. La **crescita economica nel 2021 sarà ancora disomogenea**, trainata inizialmente dall'agricoltura e dall'industria manifatturiera che dovrebbe beneficiare dell'ottimo andamento delle esportazioni. **La crescita sarà inoltre spinta dalla ripresa degli investimenti, sostenuta**

**dall'accelerazione degli investimenti pubblici, mentre il recupero dei consumi privati sarà moderato dalle misure di restrizione e dal livello ancora basso della fiducia dei consumatori.**

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, contenuta nel range 4,1%-5,5% a/a nei primi quattro mesi dell'anno grazie ad un rallentamento dei prezzi degli alimentari, è balzata da 4,2% a/a in aprile a 6,3% a/a in maggio (Fig. 10). Il rialzo mensile dei prezzi è stato generalizzato a tutte le categorie di prodotti e ha fatto salire anche l'indice core, stimiamo a 6,6% a/a in maggio da 5,4% a/a in aprile, così che entrambe le misure d'inflazione sono ora al di sopra dell'intervallo target della RBI (4%±2%). L'incremento dell'1,6% m/m del CPI totale, ben al di sopra della media storica (1%), spingerà l'inflazione nel secondo trimestre intorno al 5,7%, molto oltre le previsioni della RBI (5,1% a/a) e delle nostre (4,9%), rendendo necessaria una revisione del profilo annuale. **Alcuni fattori di mitigazione misti a rischi verso l'alto aumentano l'incertezza sul profilo d'inflazione.** Gran parte del recente rialzo dei prezzi è dovuto all'aumento dei costi delle materie prime e della logistica (esacerbato da strozzature dal lato dell'offerta a livello interno e internazionale) ed è stato per lo più confinato ai prezzi all'ingrosso (+12,9% a/a in maggio), a cui si è aggiunto un effetto base sfavorevole. L'allentamento delle misure di contenimento in seguito alla normalizzazione della situazione pandemica dovrebbe mitigare le strozzature contribuendo a ridurre la pressione sui costi. D'altro canto, il protrarsi delle strozzature in un momento di riemersione della domanda repressa potrebbe favorire un parziale trasferimento ai prezzi al consumo. Il Governo sta valutando, anche su recente indicazione della RBI, un abbassamento delle accise sui carburanti (che aveva aumentato di circa il 20% quando il prezzo del petrolio era crollato nel 2020) nonché altri interventi per migliorare l'offerta dei legumi e degli oli edibili. La previsione da parte del Dipartimento di Meteorologia di un monzone sud-occidentale normale, con pioggia al 101% rispetto alla media di lungo periodo, depone inoltre a favore di un'altra buona annata per l'agricoltura allentando le pressioni al rialzo sul comparto degli alimentari. Considerando tutti questi diversi fattori **rivendiamo al rialzo le previsioni d'inflazione a 5,4% nel 2021 e a 5% nel 2022** da un precedente 4,6%.

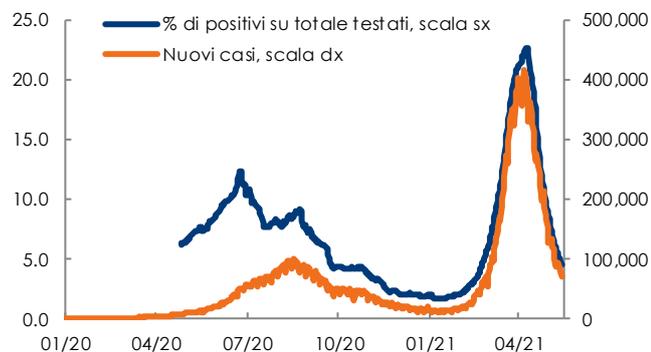
L'incertezza sull'entità della ripresa economica continua a supportare una previsione di **tassi fermi per il resto dell'anno** e di un'oculata gestione della liquidità che permetta l'assorbimento delle emissioni di titoli governativi, necessari al finanziamento del deficit, evitando un aumento eccessivo dei rendimenti. Il consolidamento della ripresa, atteso nella seconda metà dell'anno nell'ipotesi di remissione della pandemia, renderà necessaria una normalizzazione della politica monetaria inducendo la RBI a **cambiare l'orientamento da accomodante a neutrale tra il 3° e il 4° trimestre** e ad avviare una fase di rialzo dei tassi nel 1° trimestre del 2022.

**Previsioni**

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
PIL (prezzi costanti)	6.1	7.3	4.8	-7.0	9.4	6.4
Consumi privati	5.6	7.8	6.7	-9.4	8.2	7.0
Consumi pubblici	13.4	6.4	7	-1.1	27.1	2.7
Investimenti fissi	5.6	12.5	6	-13	21.4	8.1
Esportazioni	5	10.7	1.8	-9	14.3	8.3
Importazioni	13.4	14.2	0	-17.1	23.2	9.5
Produzione industriale	3.5	5.2	0.7	-11	12.4	5.1
Inflazione (CPI)	3.3	3.9	3.7	6.6	5.4	5.0
Tasso di disoccupazione (%)	6.9	6.1	6.0	10.1	7.7	6.4
Salari medi	9.1	10.8	5.6	2.9	9.4	8.6
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	6.50	7.30	6.70	4.80	3.82	5.40
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	6.70	7.70	7.00	6.10	6.18	6.71
Cambio USD/INR (media)	65.11	68.40	70.42	74.12	74.22	72.39
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	-39	-66	-30	33	-45	-47
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.5	-2.4	-1.0	1.3	-1.5	-1.4
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.9	-3.6	-4.4	-6.0	-9.3	-5.7
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	45.5	44.7	47.1	56.6	59.3	59.6

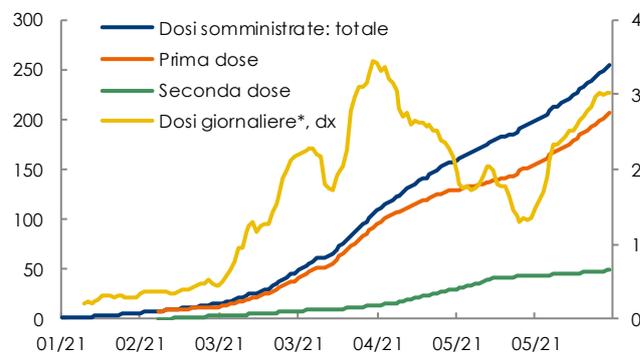
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

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



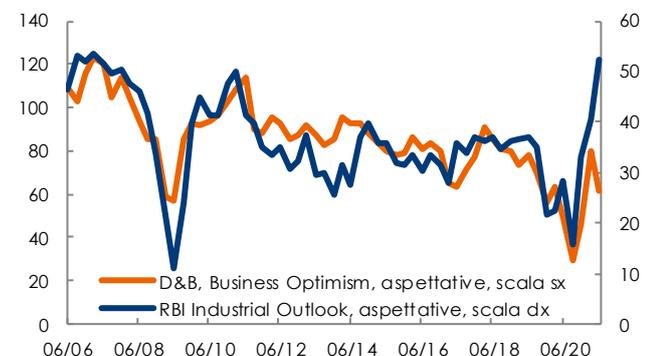
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW)

**Fig. 2 – PIL andamento delle vaccinazioni (milioni)**



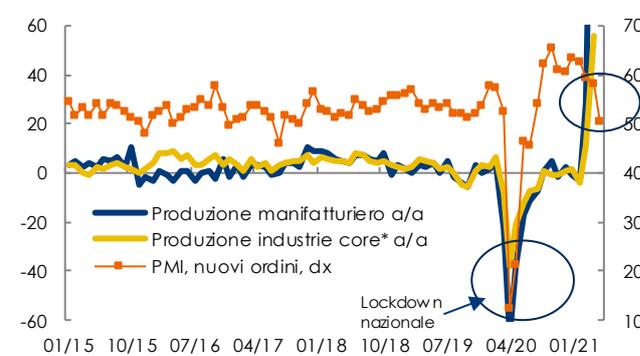
Nota: (\*) media mobile a 7 giorni. Fonte: CEIC

**Fig. 3 - Fiducia delle imprese**



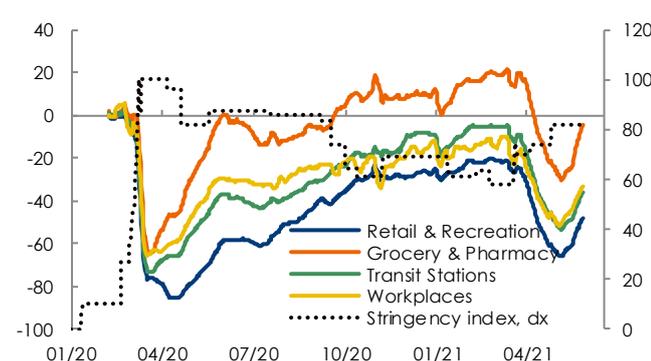
Fonte: CEIC

**Fig. 4 – Produzione industriale**



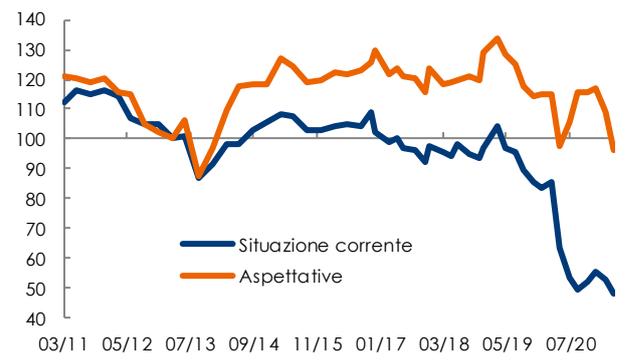
Nota: (\*) Otto principali industrie di produzione di materie prime industriali ed energetiche. Cerchiati i dati di aprile e maggio. Fonte: CEIC, Markit

**Fig. 5 – Google Mobility Trends - India (media mobile a 7 giorni)**



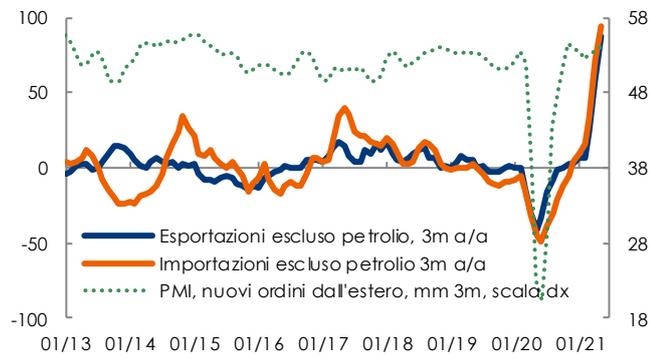
Fonte: CEIC

**Fig. 6 - Fiducia dei consumatori**



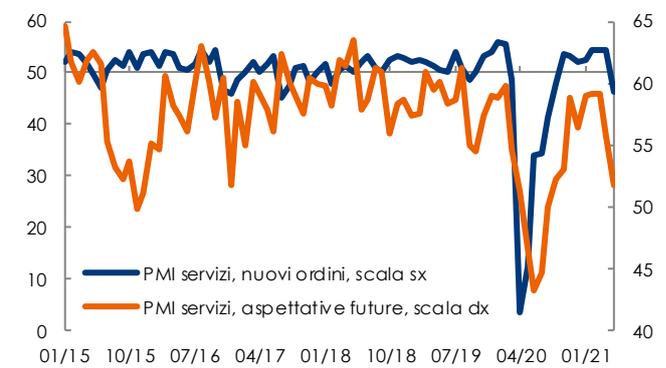
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

**Fig. 7 - Commercio estero**



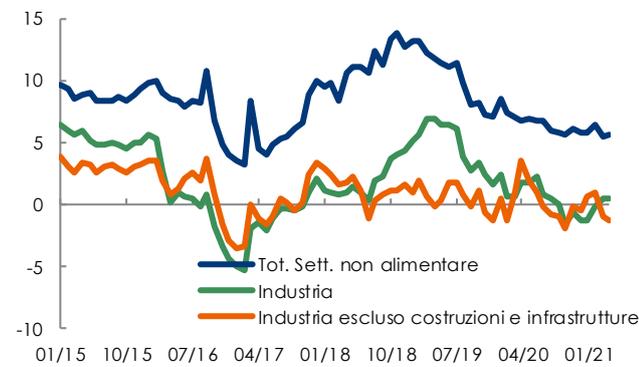
Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Servizi**



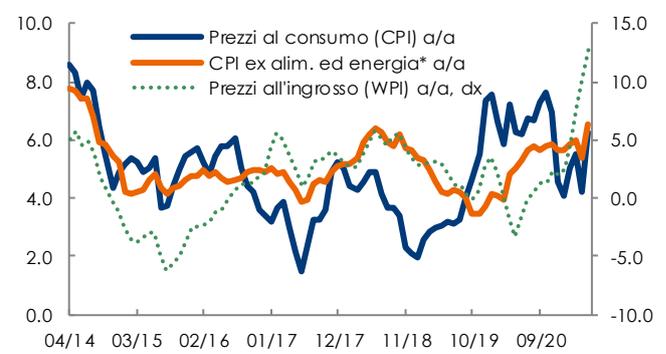
Fonte: IHS-Markit

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



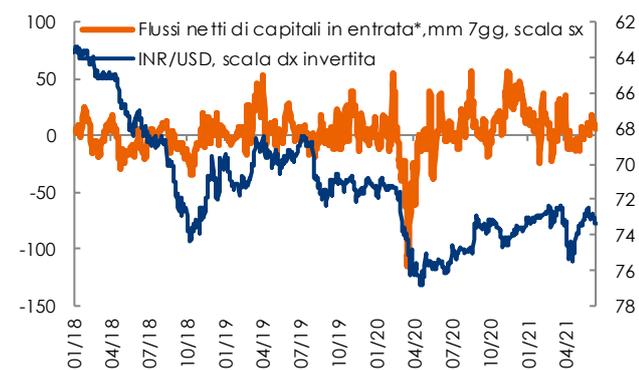
Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Inflazione**



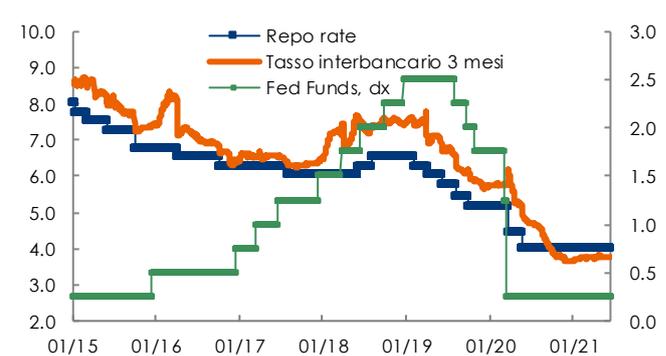
Nota: (\*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

**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**



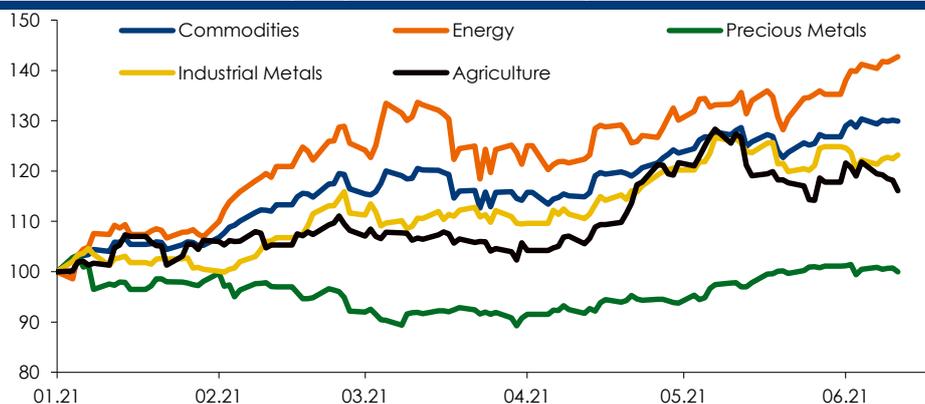
Fonte: CEIC, Bloomberg

## Materie prime: scarsità alimentata da fattori transitori

I motivi alla base dei significativi e diffusi aumenti dei prezzi registrati in tutti i principali mercati delle materie prime sono riconducibili sia a uno scenario macroeconomico favorevole, destinato a perdurare, sia a fattori di natura transitoria legati alla pandemia, destinati a scomparire gradualmente.

Daniela Corsini

### Rendimenti da inizio anno dei principali settori delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I forti aumenti registrati nel 2020 e sinora nel 2021 hanno spinto i prezzi delle principali materie prime ben oltre i livelli pre-pandemia. Considerando gli ultimi 18 mesi, metalli industriali e merci agricole hanno riportato i rialzi più significativi, mentre il settore energetico è stato penalizzato dal crollo senza precedenti del prezzo del petrolio nell'aprile 2020. Al contrario, da inizio anno l'energia ha sovraperformato le altre materie prime, grazie a mercati sempre più tesi per petrolio, gas naturale e diritti di emissione di CO<sub>2</sub>.

I motivi alla base di questi significativi e diffusi aumenti dei prezzi sono riconducibili sia a uno scenario macroeconomico favorevole, sia a fattori di natura transitoria legati alla pandemia.

Da un lato, nei prossimi trimestri, lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere coerente con elevati prezzi delle materie prime, grazie a una solida crescita nel settore manifatturiero, una attesa ripresa del settore dei servizi, politiche monetarie espansive e ambiziosi piani di stimolo fiscali orientati verso redistribuzione, investimenti in infrastrutture e transizione verde.

A nostro avviso, gli anelli più deboli dell'attuale scenario macroeconomico sono un probabile rafforzamento nei prossimi sei mesi del dollaro americano e l'inflazione. Infatti, gli indici dei prezzi hanno toccato nuovi massimi pluriennali. Sinora, le principali banche centrali ritengono che queste pressioni inflazionistiche siano soltanto transitorie e che, pertanto, non dovrebbero forzare immediati cambiamenti nelle attuali politiche monetarie. Tuttavia, se tali aspettative dovessero rivelarsi troppo ottimistiche e gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione dovessero rimanere elevati, l'impegno delle banche centrali per sostenere la crescita potrebbe diventare più difficile da mantenere e le politiche monetarie potrebbero divenire meno accomodanti più rapidamente del previsto.

Dall'altro lato, nei prossimi trimestri, il sostegno di alcuni fattori transitori strettamente legati alla pandemia dovrebbe gradualmente svanire, poiché l'impatto negativo del virus dovrebbe ridursi con il progredire delle campagne vaccinali e con il parziale ritorno delle abitudini di vita alle routine pre-2020, almeno nei Paesi occidentali.

Negli ultimi diciotto mesi, il più sorprendente e imprevedibile fattore che ha stravolto i mercati delle materie prime è stato l'improvviso cambiamento dei modelli di consumo, soprattutto negli

Stati Uniti, dove il sostegno fiscale del governo è stato più generoso. I consumatori, costretti a stare in casa, hanno infatti concentrato la loro capacità di spesa su prodotti ritenuti necessari per far fronte alla pandemia (carta, plastica per prodotti monouso e consegne online...), prodotti manifatturieri (beni durevoli, elettrodomestici, PC, elettronica, attrezzature sportive...) e hanno investito per migliorare la qualità delle loro abitazioni (mobili e arredamento, ristrutturazioni, acquisti di nuove unità abitative...). Purtroppo, diverse filiere non sono riuscite a far fronte a un aumento così elevato della domanda aggregata, in un periodo caratterizzato da estrema incertezza e frequenti colli di bottiglia che limitavano gravemente le attività produttive e logistiche.

Infatti, le misure adottate per contenere la diffusione del virus hanno spesso imposto la sospensione delle attività in stabilimenti produttivi, come accaduto più volte alle miniere in America Latina e Sud Africa, e in importanti hub logistici. L'esempio più recente è la congestione dei porti della Cina meridionale, originata a fine maggio dai ritardi causati dalle misure per il contenimento di un focolaio epidemico al terminal di Yantian, vicino a Shenzhen, nella provincia cinese del Guangdong.

La risposta dell'offerta all'espansione della domanda aggregata è stata rallentata anche da **livelli di scorte estremamente bassi** a inizio 2020 nella maggior parte delle filiere e dalla lentezza nella ricostituzione dei magazzini commerciali, dovuta a problemi logistici e all'incertezza sull'andamento della pandemia, che ha ritardato le decisioni di investimento.

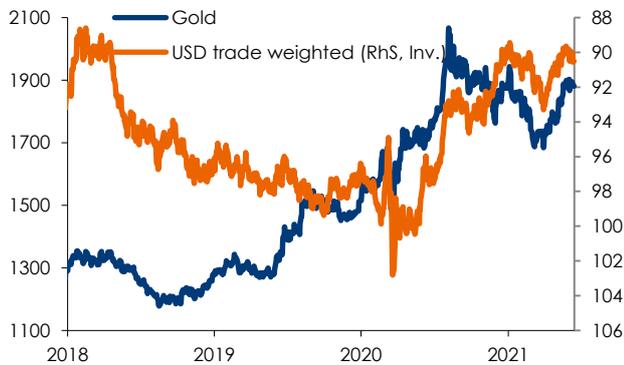
Il risultato finale di questi fattori transitori è stata una preoccupante scarsità sui mercati fisici di diverse materie prime. I prezzi, pur elevati, dei futures non riflettevano pienamente le condizioni reali dei mercati fisici, gravati dal rapido aumento dei premi regionali, da forti ritardi nelle consegne e difficoltà nel reperire materiali.

A nostro avviso, nei prossimi trimestri dovrebbero lentamente migliorare le prospettive e dovrebbe gradualmente allentarsi la scarsità sul mercato fisico registrata finora in vari settori, poiché le filiere stanno rispondendo ai segnali dei prezzi e le scorte commerciali stanno lentamente aumentando.

Tuttavia, riteniamo che **ancora per diversi trimestri i prezzi della maggior parte delle materie prime siano destinati a rimanere superiori ai livelli medi registrati nel 2019**. In particolare, energia e metalli industriali dovrebbero continuare a subire pressioni al rialzo derivanti dalla ripresa economia mondiale in atto e dalla transizione verso tecnologie e fonti energetiche più pulite. Inoltre, normalmente nel settore dei metalli la risposta dell'offerta ai prezzi elevati è lenta e spesso sono necessari diversi anni prima che la capacità produttiva mondiale riesca ad adeguarsi ad un più elevato livello di domanda aggregata.

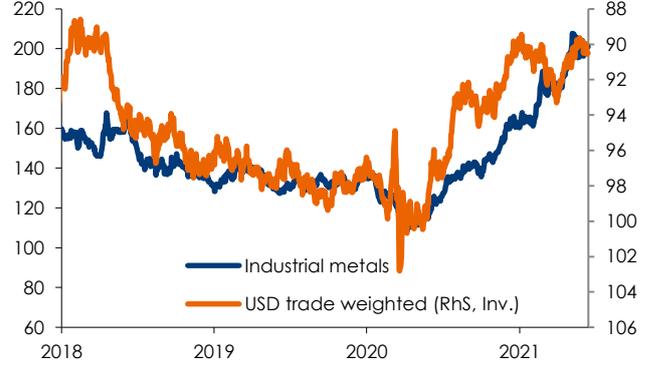
Per contro, **ci attendiamo una diminuzione più rapida dei prezzi della maggior parte delle merci agricole**. Infatti, nonostante il supporto fornito da più elevati costi di produzione, normalmente la risposta dell'offerta in questo settore richiede tempi più brevi, grazie ai cicli annuali di coltivazione.

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



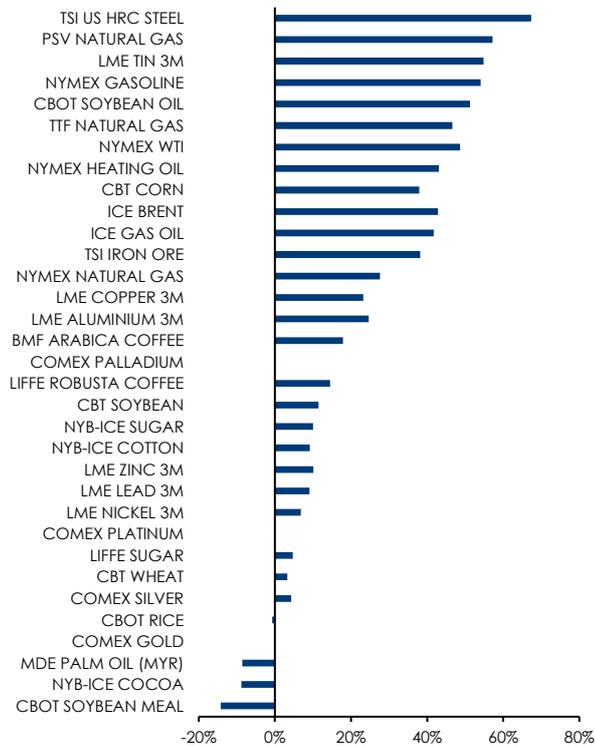
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



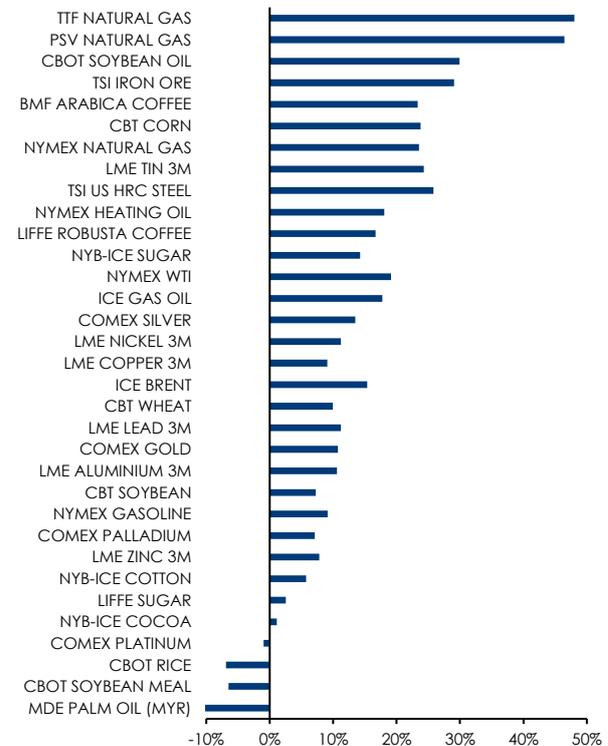
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**2021, rendimenti da inizio anno all'11 giugno 2021**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rendimenti da inizio trimestre all'11 giugno 2021**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni per l'universo delle materie prime**

**Petrolio.** Il mercato petrolifero mondiale raggiungerà probabilmente un equilibrio nel secondo semestre del 2021, poiché l'OPEC+ dovrebbe modulare la propria produzione per soddisfare la crescita della domanda globale. Nel nostro scenario di base prevediamo che in media il Brent scambi nella parte superiore di un intervallo di 65 e 76 dollari per i prossimi sei mesi e di un intervallo di 70 e 82 dollari per il 2022. In media, le quotazioni del Brent dovrebbero attestarsi su un livello di 68,8 dollari nel 2021 e di 75,0 dollari nel 2022. Prevediamo uno spread medio tra Brent e WTI di circa 2 dollari, a fronte di una debole crescita della produzione statunitense e di persistenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Africa. Nei mesi estivi la volatilità sarà sostenuta

dalle oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi globali e l'atteso ritorno delle forniture iraniane. Attualmente, l'Iran è il principale rischio al ribasso per le nostre previsioni.

**Mercati energetici.** I prezzi europei dell'energia dovrebbero rimanere elevati, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione, di elevati costi degli input produttivi, quali gas naturale e carbone, e di un'accelerazione della crescita dei consumi domestici grazie alla ripresa economica in atto e al consolidamento del trend verso l'elettrificazione.

**Metalli preziosi.** L'aumento dei rendimenti dei Treasury, il rafforzamento del dollaro americano e i discorsi sul tapering della Federal Reserve rappresentano forti ostacoli per l'oro e potrebbero determinare una progressiva diminuzione del prezzo del metallo giallo nel corso dei prossimi anni. Al contrario, le quotazioni di platino e palladio dovrebbero continuare a crescere, grazie a mercati fisici sempre più tesi.

**Metalli industriali.** Nel breve termine, i prezzi della maggior parte dei metalli potrebbero subire temporanee pressioni al ribasso, dovute al rallentamento della domanda cinese e all'aumento delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, a nostro avviso tali timori avranno natura transitoria, poiché la crescita mondiale dovrebbe consolidarsi e le pressioni sui prezzi dovrebbero rallentare. Pertanto, manteniamo una view rialzista sul complesso dei metalli industriali sia per i prossimi sei mesi, sia per i prossimi due anni. Tenendo conto dell'attesa crescita della domanda nei principali settori di applicazione e dei vincoli che gravano sulla crescita dell'offerta, i metalli non ferrosi dovrebbero sovraperformare ferro e acciaio. I nostri metalli preferiti sono rame, nickel e alluminio.

**Mercati agricole.** I timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi poiché, nella maggior parte dei casi, i raccolti dovrebbero rivelarsi soddisfacenti nonostante le difficili condizioni registrate un surplus già nella stagione 2021/2022. Di conseguenza, i prezzi dovrebbero diminuire sia nel 2° semestre 2021, sia nel 2022.

**Previsioni di prezzo per le principali materie prime, scenario di base**

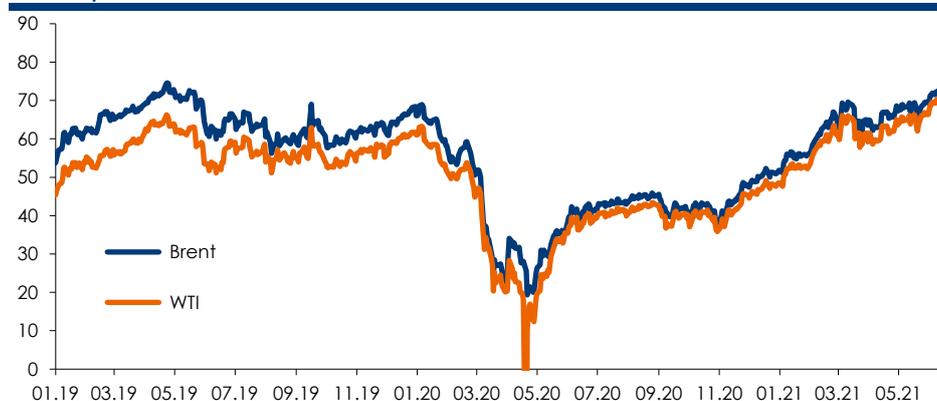
Al 14.06.2021	2T21	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	69,0	72,0	73,0	68,8	75,0	76,0	78,0
NYMEX WTI	66,0	70,0	71,0	66,2	73,0	74,0	76,0
NYMEX NATURAL GAS	2,9	3,0	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2
JKM LNG	9,0	10,5	11,0	9,9	10,5	10,7	10,9
TTF NATURAL GAS	23,5	25,0	27,0	23,5	24,0	25,0	26,0
PSV NATURAL GAS	24,0	25,5	27,5	23,9	24,5	25,3	26,2
PUN	72,0	83,5	86,5	75,0	80,0	82,0	85,0
EEX Power	62,0	69,5	72,5	63,3	70,0	74,0	78,0
EUA	50,0	59,0	64,0	52,6	68,0	70,0	72,0
LBMA GOLD	1.830	1.860	1.800	1.820	1.740	1.690	1.660
LBMA SILVER	27,0	27,8	28,0	27,3	27,0	26,5	26,0
LBMA PLATINUM	1.200	1.200	1.200	1.190	1.290	1.310	1.320
LBMA PALLADIUM	2.830	2.855	2.950	2.760	3.050	3.100	3.150
LME COPPER 3M	9.800	10.500	11.000	9.945	11.500	12.100	12.600
LME ALUMINIUM 3M	2.400	2.580	2.650	2.430	2.740	2.780	2.800
LME NICKEL 3M	17.300	18.500	19.200	18.150	19.600	20.200	20.600
LME ZINC 3M	2.950	3.100	3.200	3.000	3.250	3.300	3.350
LME LEAD 3M	2.130	2.260	2.300	2.180	2.320	2.340	2.360
LME TIN 3M	28.700	31.500	32.000	28.980	32.500	33.000	33.400
SGX IRON ORE	200	220	215	200	200	198	195
TSI U.S. HRC STEEL	1.500	1.650	1.600	1.485	1.600	1.580	1.560
CME HRC NWE	1.050	1.160	1.150	1.025	1.150	1.140	1.130
LME HRC FOB China	930	950	910	870	910	900	890
LME REBAR	705	730	715	695	715	710	700
LME SCRAP	490	520	510	490	510	515	518
CBT CORN	670	640	570	605	530	500	480
CBT WHEAT	685	650	570	640	545	530	520
CBT SOYBEAN	1.530	1.450	1.380	1.440	1.350	1.300	1.250
NYB-ICE ARABICA COFFEE	155	168	160	155	156	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1.500	1.550	1.520	1.480	1.500	1.490	1.480
ICE SUGAR	455	455	450	455	430	415	405
NYB-ICE SUGAR	17,0	17,0	16,8	16,8	16,0	15,5	15,0
CBT SOYBEAN MEAL	400	360	340	380	325	315	305
CBT SOYBEAN OIL	65,0	67,0	65,0	61	62,0	58,0	56,0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

**Petrolio: mercati bilanciati, ma volatilità in aumento**

Il mercato petrolifero mondiale dovrebbe raggiungere un equilibrio nel secondo semestre del 2021, poiché l'OPEC+ dovrebbe modulare la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale. La volatilità registrerà probabilmente un aumento, alimentata dalle oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi mondiali e il probabile ritorno delle forniture iraniane. Tuttavia, vediamo un moderato potenziale di rialzo per le quotazioni del Brent nei prossimi anni

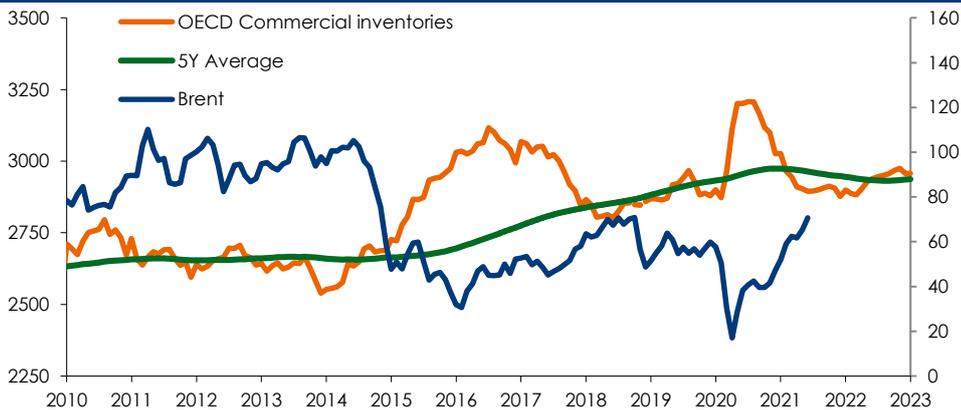
**Prezzi di petrolio Brent e WTI in dollari al barile**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A inizio giugno le quotazioni del petrolio erano tornate ai livelli pre-pandemia, con il Brent sopra i 72 dollari, il massimo da oltre due anni, grazie ad uno scenario favorevole caratterizzato da un aumento dei consumi globali a fronte di un'offerta limitata artificialmente dai produttori OPEC+. L'eccesso di scorte causato dalla pandemia era completamente riassorbito: le scorte di greggio e prodotti petroliferi dei Paesi OCSE erano tornate ai livelli pre-2020 e finalmente inferiori alla media a 5 anni, pur restando ancora sopra la media pre-2015.

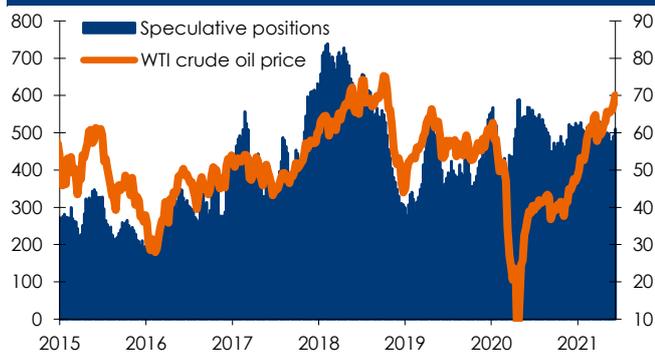
**Scorte commerciali OCSE in mb rispetto alla media a 5 anni, prezzo del Brent (scala destra)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

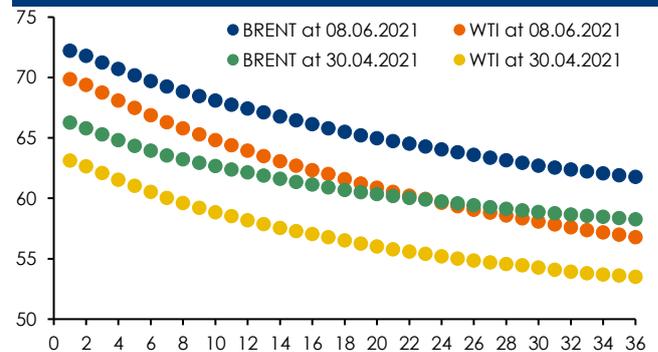
Le curve forward erano in backwardation, riflettendo l'erosione delle scorte mondiali. Tuttavia, i dati pubblicati dalla Commodity Futures Trading Commission statunitense (CFTC) mostravano che, nonostante i roll yield positivi, le posizioni non commerciali nette lunghe sul WTI, normalmente detenute da money manager e hedge fund, erano in calo perché gli speculatori si attendevano un limitato potenziale di rialzo dei prezzi spot nel breve termine per l'indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta.

**Posizioni speculative e prezzo del petrolio WTI (scala destra)**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

**Brent e WTI, curva forward**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

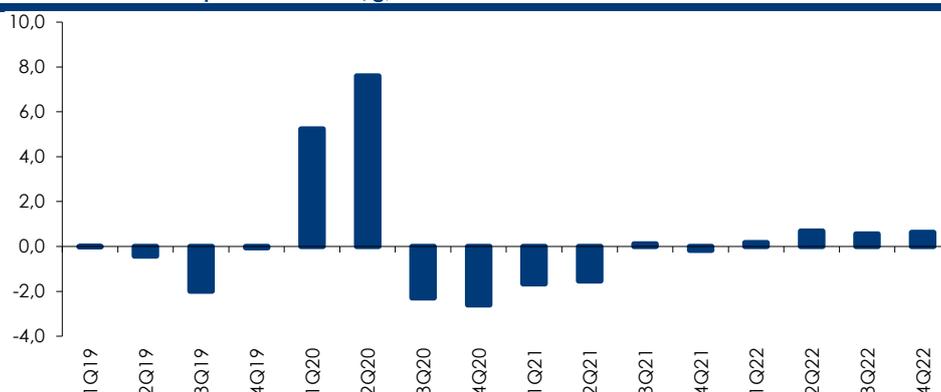
Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato a giugno la U.S. Energy Information Administration (EIA) prevede che, dopo un surplus di 2,0 mb/g del 2020, il mercato mondiale del petrolio dovrebbe registrare un deficit di circa 0,8 mb/g nel 2021 (dato rivisto al ribasso rispetto al deficit di 1,0 mb/g previsto a maggio) e potrebbe registrare un surplus di ben 0,5 mb/g nel 2022 (rispetto alla precedente previsione di un mercato bilanciato).

**Stime di domanda e offerta pubblicate nello Short-Term Energy Outlook dalla U.S. Energy Information Administration**

June 2021 in mb/d	Global Demand	Non-OPEC Supply	U.S. Output	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude*	Market Balance**
2020	92.3	63.5	11.3	5.1	25.6	23.6	2.0
2021	97.7	64.7	11.1	5.3	26.9	27.7	-0.8
y/y change	5.4	1.2	-0.2	0.2	1.3	4.0	
2022	101.3	67.6	11.8	5.5	28.7	28.2	0.5
y/y change	3.6	2.9	0.7	0.2	1.8	0.5	

Nota: \* "Call on OPEC crude = World Consumption - Non OPEC Supply - OPEC LNG supply"; \*\* "Market balance = OPEC crude supply - Call on OPEC crude". Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

**Bilancio del mercato petrolifero in mb/g, secondo le stime della U.S. EIA**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

In base al modello dell'EIA, la domanda mondiale dovrebbe registrare un aumento da 92,3 mb/g nel 2020 a 97,7 mb/g nel 2021 (+5,4 mb/g a/a, dato invariato) e a 101,3 mb/g nel 2022 (+3,6 mb/g a/a, in diminuzione rispetto alla precedente previsione di 101,4 mb/g). Il consumo mondiale di petrolio dovrebbe continuare a crescere nei prossimi trimestri (+2,1 mb/g t/t nel 3° trimestre 2021, +1,3 mb/g t/t nel 4° trimestre 2021) ma l'OPEC+ dovrebbe aumentare la produzione di conseguenza, garantendo un equilibrio sul mercato mondiale.

L'offerta non OPEC dovrebbe crescere da 63,5 mb/g nel 2020 a 64,7 mb/g nel 2021 (+1,2 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente previsione di 64,5 mb/g) e a 67,6 mb/g nel 2022 (+2,9 mb/g a/a, in rialzo rispetto alla precedente previsione di 67,4 mb/g).

La produzione statunitense di greggio dovrebbe diminuire da 11,3 mb/g nel 2020 a 11,1 mb/g nel 2021 (-0,3 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo da 11,0 mb/g) per poi tornare nuovamente a crescere nel 2022, attestandosi a un livello medio di 11,8 mb/g (+0,7 mb/g a/a, stima invariata) raggiungendo un picco di 12,1 mb/g nel 4° trimestre 2022. Nel 2020 gli Stati Uniti sono stati mediamente esportatori netti, con un livello medio di esportazioni nette di 0,7 mb/g, ma torneranno a ricoprire il loro tradizionale ruolo di importatori netti di greggio e prodotti petroliferi, con un livello medio di importazioni di circa 0,4 mb/g nel 2021 e di 0,5 mb/g nel 2022. Gli Stati Uniti potrebbero tornare a essere esportatori netti nel 4° trimestre 2022, con un livello medio di esportazioni di appena 0,1 mb/g.

La produzione OPEC di greggio dovrebbe crescere da una media di 25,6 mb/g nel 2020 a 26,9 mb/g nel 2021 (+1,3 mb/g a/a, stima invariata) e a 28,7 mb/g nel 2022 (+1,8 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo da 28,5 mb/g). Nel 1° trimestre 2021 la produzione OPEC si attestava a 25,1 mb/g. Successivamente, dovrebbe aumentare di circa 0,6 mb/g t/t nel 2° trimestre 2021 a 25,7 mb/g e conseguire un'ulteriore espansione nel 2° semestre del 2021: di 2,3 mb/g t/t a 28,0 mb/g nel 3° trimestre 2021 e di 0,8 mb/g t/t a 28,8 mb/g nel 4° trimestre 2021. Successivamente dovrebbe

rimanere stabile, vicina a una media di 28,7 mb/g nel 2022. Considerando i tagli attuali, l'eccesso di capacità produttiva dell'OPEC si attesterà probabilmente a un livello medio di 5,9 mb/g nel 2021 (-0,4 mb/g a/a) e di 4,7 mb/g nel 2022 (-1,2 mb/g a/a).

In base al modello dell'EIA, le quotazioni del Brent potrebbero raggiungere un livello medio di 65,2 dollari al barile nel 2021 (dato rivisto al rialzo da 62,3 dollari) e di 60,5 dollari nel 2022 (dato rivisto al ribasso da 60,7 dollari). Lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a un livello medio di 3,3 dollari nel 2021 (contro le precedenti stime di uno spread di 3,4 dollari) e di 3,8 dollari nel 2022 (dato invariato).

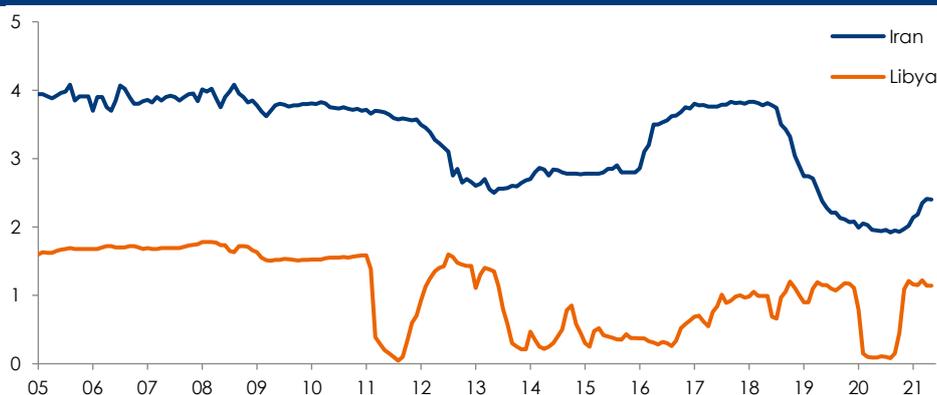
Concordiamo con l'analisi fondamentale dell'EIA e ci attendiamo un mercato mondiale in equilibrio nel 2° semestre del 2021, poiché, a nostro avviso, l'OPEC+ modulerà la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale, approfittando di una probabile accelerazione dei consumi a livello mondiale, dovuta alla *driving season* e a una parziale ripresa del traffico aereo, per allentare i tagli all'offerta e proteggere le sue quote di mercato.

Tuttavia, rispetto all'analisi dell'EIA, siamo più ottimisti sul prezzo del petrolio, poiché **riteniamo che sia le quotazioni del Brent che quelle del WTI saranno sostenute da uno scenario macroeconomico favorevole**. Pertanto, nel nostro scenario di base prevediamo che le quotazioni del Brent si manterranno in media nella parte superiore di un intervallo di 65-76 dollari per i prossimi sei mesi e di un intervallo di 70-82 dollari per il 2022. In media, le quotazioni del Brent dovrebbero attestarsi a un livello di 68,8 dollari nel 2021 e di 75,0 dollari nel 2022. Prevediamo che lo spread tra Brent e WTI si attesterà attorno a un livello medio di circa 2 dollari nei prossimi anni, a fronte di una debole crescita della produzione statunitense e di persistenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Africa.

Nei mesi estivi la volatilità sarà alimentata da oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi globali (rialzista) e il previsto ritorno delle forniture iraniane (ribassista).

In effetti **l'Iran rappresenta il principale rischio al ribasso per le nostre previsioni**. Probabilmente, entro agosto dovrebbe essere siglato un nuovo accordo sul nucleare fra Iran e potenze mondiali, che permetterà un incremento dei livelli di produzione di greggio iraniano. Tuttavia, se nel 2020 la ripresa della produzione libica è stata facilmente assorbita dal mercato mondiale, grazie all'aumento della domanda e all'atteggiamento collaborativo dell'OPEC+, nel 2021 l'ambizione iraniana di tornare al livello di produzione del 2017 potrebbe incontrare maggiori ostacoli.

**Produzione in Iran e Libia in mb/g**

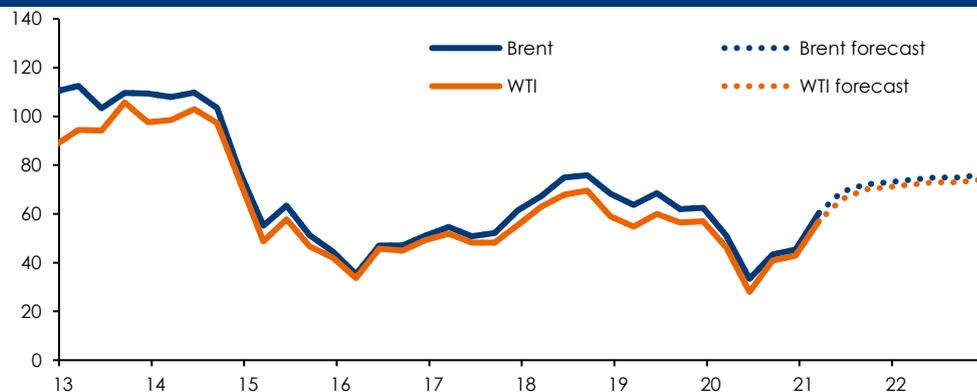


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A nostro avviso, **l'OPEC+ farà spazio ai barili aggiuntivi forniti dall'Iran, ma sta crescendo l'incentivo a deviare e allentare l'aderenza ai tagli**. Infatti, per la maggior parte dei produttori OPEC+, inclusa l'Arabia Saudita, gli attuali prezzi di mercato sono ben superiori al prezzo di petrolio di pareggio del bilancio fiscale (*fiscal breakeven*) e quindi risultano adeguati a

soddisfare le esigenze dei governi. Pertanto, potremmo registrare un minore rispetto dei limiti di produzione a fronte di crescenti pressioni per aumentare l'offerta complessiva e proteggere le quote di mercato.

**Brent e WTI: prezzi storici (linea continua) e stime (linea tratteggiata) in USD/barile**



Fonte: stime Intesa Sanpaolo, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Stime di prezzo per il petrolio Brent**

Al 10.06.2021	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	72,0	73,0	68,8	75,0	76,0	78,0
Mediana, Bloomberg	66,0	65,7	65,4	65,5	64,5	65,0
Curve Forward	71,2	69,6	68,2	66,9	63,7	61,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Stime di prezzo per il petrolio WTI**

Al 10.06.2021	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
NYMEX WTI	70,0	71,0	66,8	73,0	74,0	74,0
Mediana, Bloomberg	63,0	62,7	62,0	62,8	62,5	65,0
Curve Forward	68,9	67,1	65,4	63,7	59,5	56,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Mercati valutari : dollaro favorito dalla Fed che anticipa il primo rialzo (atteso)

L'avvicinarsi dell'annuncio del *tapering* Fed e l'anticipazione del *timing* atteso del primo rialzo dei tassi Fed dovrebbero favorire un generalizzato recupero del dollaro nei prossimi mesi, a sfavore – in ordine decrescente – di yen, euro e sterlina, proporzionalmente alla distanza tra la strategia di *policy* delle rispettive Banche centrali rispetto alla Fed.

Asmara Jamaleh

### Dollaro

**Il dollaro, dopo aver aperto l'anno al rialzo nel 1° trimestre, ha ritracciato quasi del tutto al ribasso per buona parte del 2°**, perché la retorica cauta della Fed sul *timing* della svolta di *policy* ha arrestato la salita dei rendimenti USA avviata a gennaio portandoli a stabilizzarsi e in parte a ritracciare (Fig. 1), soprattutto quando, da maggio, alcuni dati (*employment report* in primis) hanno deluso. **Il quadro è poi cambiato con il FOMC del 16 giugno: la Fed ha modificato in senso migliorativo lo scenario USA**, rivedendo al rialzo le previsioni di crescita (da 6,5-3,3-2,2% a 7,0-3,3-2,4% nel 2021-22-23) e inflazione (da 2,4-2,0-2,1% a 3,4-2,1-2,2% nel 2021-22-23), e ha rilevato l'emergere di rischi verso l'alto sull'inflazione, **anticipando il *timing* atteso dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi**, incorporando attese di due rialzi di 25pb già **nel 2023**, laddove precedentemente il primo rialzo non era previsto prima del 2024. Ora vi è una minoranza non irrilevante di 7 partecipanti che si aspetta un primo rialzo già nel 2022. In questa riunione inoltre "si è discusso dei progressi fatti verso il raggiungimento degli obiettivi" giungendo alla conclusione che "per quanto lo standard dell'*ulteriore sostanziale progresso*" (necessario per avviare la svolta di *policy*, attraverso l'annuncio del *tapering*) "sia ancora distante, tuttavia ci si aspetta che il progresso continui". La Fed continuerà a valutare il progresso verso gli obiettivi durante le prossime riunioni. Anticipando il *timing* atteso dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi e avviando la discussione preparatoria all'annuncio del *tapering*, la Fed ha di fatto abbandonato la modalità di massima cautela seguita finora (pur ribadendo che rimangono ancora rischi sullo scenario in funzione della pandemia). **Questo dovrebbe favorire una prosecuzione del recupero del dollaro nella seconda metà dell'anno, in vista dell'annuncio del *tapering*** – collocabile tra settembre e dicembre. **La velocità e la continuità del recupero dipenderanno comunque dai dati USA** e dalla corrispondente reattività dei rendimenti USA. Come ha infatti ribadito la Fed, la sussistenza delle condizioni per attuare la svolta di *policy* sarà da verificarsi nei dati economici, in particolare quelli sul mercato del lavoro. Se pertanto, soprattutto nel breve, qualche dato dovesse ancora deludere, il dollaro ritraccerebbe verso il basso, seppure temporaneamente. **La fase più favorevole per il biglietto verde dovrebbe tendenzialmente concentrarsi nella seconda parte di quest'anno**, mentre più avanti, sull'orizzonte a uno/due anni, la prospettiva che la ripresa post-pandemia si consolidi anche altrove spingendo anche le altre Banche centrali ad avviare il processo di normalizzazione dovrebbe portare ad una stabilizzazione e/o a un parziale e contenuto ritracciamento piuttosto che a un ulteriore rafforzamento del dollaro. **Cruciali saranno in proposito le nuove previsioni Fed (alle riunioni di settembre e dicembre) del *timing* del primo rialzo dei tassi**: se dovesse essere ulteriormente anticipato (dal 2023 al 2022), la fase rialzista della divisa statunitense potrebbe estendersi fino ad almeno la prima parte dell'anno prossimo.

### Euro (EUR/USD)

**L'euro, dopo aver aperto l'anno in calo da 1,23 a 1,17 EUR/USD nel 1° trimestre, è poi risalito per buona parte del 2°**, recuperando quasi del tutto (fino a 1,22 EUR/USD) grazie al restringimento dei differenziali di rendimento rispetto agli USA (Fig. 3), che a fronte di una stabilizzazione dei rendimenti USA ha visto un'ulteriore salita di quelli dell'area, riflesso del miglioramento del quadro di crescita europeo. **Il cambio ha poi di nuovo invertito al ribasso dopo il FOMC di giugno** (v. sopra), **ma aveva già dato segnali di cedimento dopo la riunione BCE del 10 giugno**. Nonostante infatti in tale occasione anche la BCE abbia rivisto al rialzo le previsioni di crescita (da 4,0-4,1-2,1% a 4,6-4,7-2,1% nel 2021-22-23) e inflazione (da 1,5-1,2-1,4% a 1,9-1,5-1,4% nel 2021-22-23) dell'area, modificando in senso migliorativo la valutazione dei rischi nel breve (da "verso il basso" a "bilanciati"), ha però preferito mantenere un approccio più cauto a livello di comunicazione,

Il divario tra BCE e Fed sul tema della svolta di *policy* apre a una nuova fase correttiva dell'euro

scegliendo di esplicitare l'intenzione di continuare a condurre gli acquisti netti nell'ambito del PEPP a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'anno, per sottolineare la necessità di mantenere condizioni di *policy* ancora fortemente accomodanti ed evitare il formarsi di aspettative di mercato affrettate sui tempi dell'avvio della svolta normalizzatrice.

**Il divario tra BCE e Fed dove**, a parità di revisione migliorativa dello scenario macro, **la BCE ha preso le distanze dal tema dell'avvio del processo di normalizzazione mentre la Fed ha invece avviato la discussione in merito, rappresenta la ragione principale a supporto di una previsione di ulteriore discesa dell'euro nel corso della restante parte dell'anno**, coerentemente con l'atteso ri-allargamento dei differenziali di rendimento a favore del dollaro in prospettiva dell'annuncio del *tapering* Fed. **Più avanti invece il consolidarsi dello scenario di ripresa post-crisi pandemica anche nell'area euro**, portando la BCE a iniziare a preparare anch'essa il terreno per il successivo avvio della svolta normalizzatrice, **dovrebbe favorire, sull'orizzonte a un anno circa, un moderato recupero della moneta unica. Il profilo atteso del cambio è dunque 1,19-1,17-1,15-1,20-1,22 EUR/USD a 1m-3m-6m-12m-24m.** I rischi dello scenario sono **leggermente verso il basso al di là del breve**, ovvero per un euro che possa scendere ulteriormente l'anno prossimo in funzione del largo anticipo con cui la Fed avvierà il ciclo di rialzi dei tassi rispetto alla BCE, **soprattutto nel caso in cui il primo rialzo Fed venisse anticipato dal 2023 al 2022.**

## Yen

Lo yen, dopo il deprezzamento contro dollaro nel 1° trimestre da 102 a 110 USD/JPY, è andato stabilizzandosi nella fascia 107-110 USD/JPY, in funzione dell'analogica dinamica dei differenziali di rendimento (Fig. 5), che replicano i rendimenti USA, dato che quelli giapponesi sono più stabili per via del controllo della BoJ. **La prospettiva di un ri-allargamento dei differenziali già nel breve in attesa del *tapering* Fed a fronte di una strategia di *policy* della BoJ che rimarrà più accomodante più a lungo data l'evoluzione della pandemia più sfavorevole in Giappone porta a una previsione di nuovo indebolimento dello yen contro dollaro sia nel breve che successivamente.** Il profilo atteso dello yen contro dollaro è dunque 110-112-113-114-115 USD/JPY sull'orizzonte a 1m-3m-6m-12m-24m. La prospettiva che la BoJ debba mantenere condizioni espansive più a lungo anche della BCE predispone a un **deprezzamento dello yen anche rispetto all'euro, ma soprattutto al di là del breve.** Nel breve infatti il calo atteso dell'EUR/USD dovrebbe neutralizzare o comunque ridurre il *downside* della valuta nipponica rispetto alla moneta unica. Il profilo atteso contro euro è dunque 131-132-130-137-141 EUR/JPY a 1m-3m-6m-12m-24m.

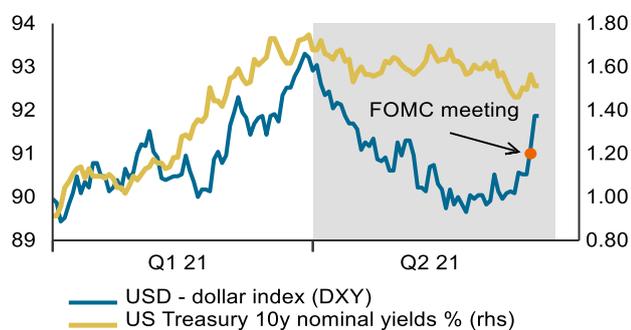
**Decorso pandemico più sfavorevole in Giappone: maggior debolezza dello yen a tendere**

## Sterlina

**La sterlina ha consolidato nel 2° trimestre**, sia contro dollaro, stabilizzandosi nel range del 1°, tra 1,36 e 1,42 GBP/USD – **salvo correggere anch'essa sul FOMC di giugno** – sia contro euro, tra 0,87 e 0,84 EUR/GBP (Fig. 7). **La prospettiva dell'annuncio del *tapering* Fed dovrebbe essere il driver dominante anche per la sterlina, portando a un indebolimento contro dollaro nei prossimi mesi, che però, al di là del brevissimo termine, dovrebbe essere inferiore a quello dell'EUR/USD** perché lo scenario di ripresa robusta britannica (crescita a 7,25-5,75-1,25% nel 2021-22-23) tracciato dalla BoE con un'inflazione in ampia salita quest'anno (previsioni BoE a 2,5-2,0-2,0% nel 2021-22-23) potrebbe consolidare le attese di mercato per un avvio del ciclo di rialzi dei tassi BoE l'anno prossimo (Fig. 8). **Successivamente invece, sull'orizzonte annuale, l'avvicinarsi della svolta di *policy* dovrebbe favorire una nuova fase rialzista della sterlina.** Il profilo atteso contro dollaro è pertanto 1,39-1,38-1,37-1,43-1,47 GBP/USD a 1m-3m-6m-12m-24m e contro euro 0,86-0,85-0,84-0,84-0,83 EUR/GBP sul medesimo orizzonte. Nel brevissimo termine i rischi sono leggermente verso il basso, per gli eventuali effetti negativi del rinvio di 4 settimane – a causa della variante indiana di COVID – della riapertura totale dell'economia che era stata programmata per il 21 giugno. Cruciale sarà la riunione BoE del 5 agosto, con la pubblicazione delle nuove previsioni macro.

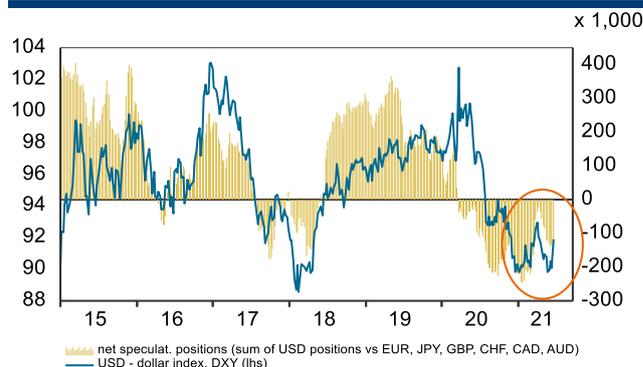
**Il *tapering* Fed dovrebbe indebolire la sterlina, ma meno dell'euro: BoE più "vicina" alla Fed**

**Fig. 1 – Ritracciamento del dollaro per buona parte del 2° trimestre sulla non-prosecuzione della salita dei rendimenti USA**



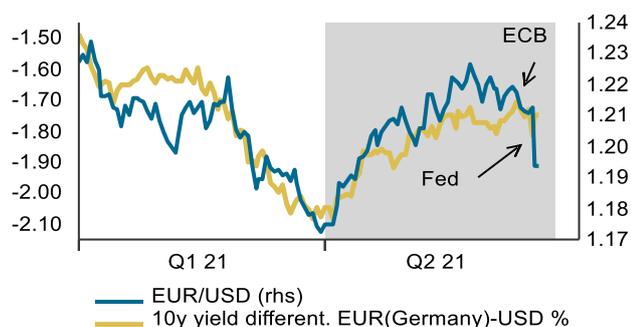
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – Speculativi ancora corti dollaro (DXY), ma meno rispetto a inizio anno**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Recupero dell'euro coerente con la dinamica dei differenziali di rendimento nel 2° trimestre**



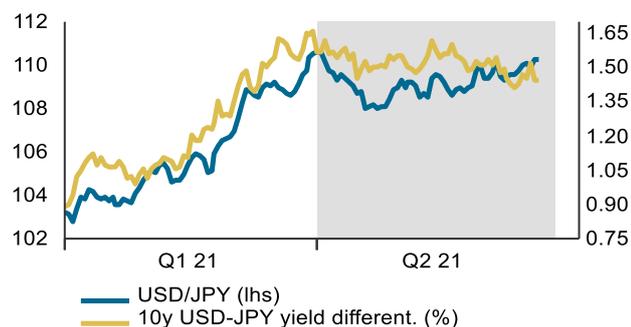
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Lungo speculativo euro abbastanza elevato, ma in calo**



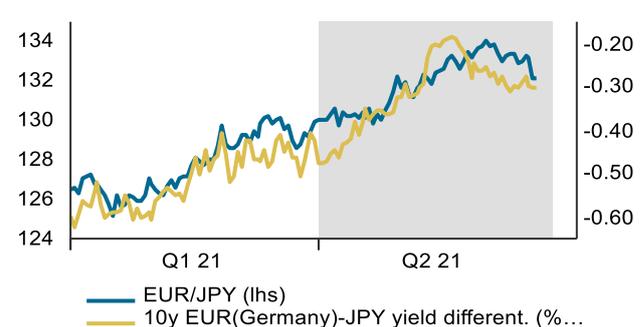
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Il cambio USD/JPY segue i differenziali di rendimento rispetto agli USA**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Un po' meno regolare la correlazione tra EUR/JPY e differenziali di rendimento rispetto all'area euro**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

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

#### Rates, FX & Commodities Research

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

#### Macroeconomic Research

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

#### International Economics

##### Economista - Asia Emergenti

Silvia Guizzo 62109 silvia.guizzo@intesasanpaolo.com