



Lo scenario macro tra rischi geopolitici e inflazione

Gregorio De Felice
Chief Economist

5 maggio 2022

I nodi dello scenario

- Lo scenario dipende fortemente dalle assunzioni sui **prezzi energetici**. Lo scenario si basa sull'ipotesi di un prezzo del petrolio in media pari a **107 dollari per il 2022** e a **90 dollari per il 2023** e un **prezzo del gas (TTF)** in Europa intorno ai **100 euro**.
- **Rischio geopolitico**: stiamo assumendo che non vi sia escalation del conflitto, che non vi sia razionamento del gas in Europa e che la riduzione della dipendenza dal gas russo avvenga con prezzi alti, ma non superiori a quelli già osservati.
- **Quanta restrizione monetaria servirà per riportare l'inflazione in linea con gli obiettivi?** Lo scenario include tassi **Fed** superiori ai livelli neutrali e tassi **BCE** circa neutrali, perché effetti-base e contrazione di domanda contribuiranno a far scendere l'inflazione.
- **Rischio di recessione in aumento nel medio termine** legata a shock energetico, incertezza e restrizione monetaria.
- **Rischi politici locali**: elezioni in Italia nel 2023 e rischi di implementazione del PNRR; elezioni americane di *mid-term* (2024).

Previsioni di crescita più modesta nel 2022-23

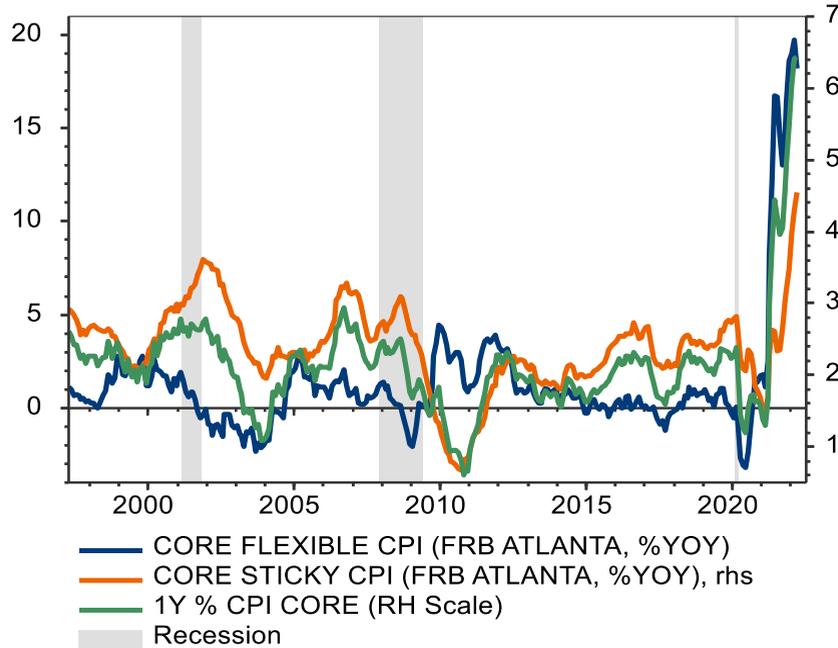
Crescita del PIL a prezzi costanti (a/a, %)

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

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

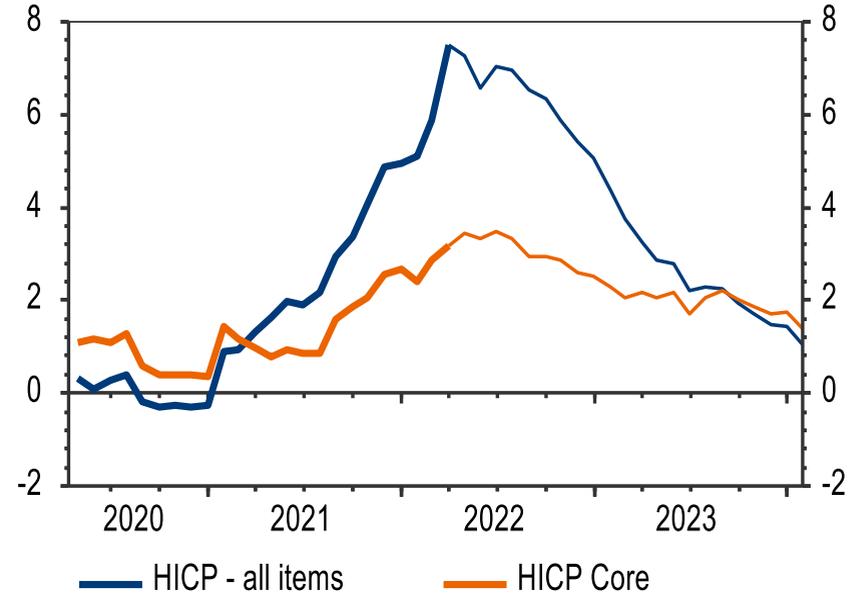
Un contesto di forte aumento dei prezzi...

USA: la rincorsa dei prezzi prosegue e colpisce anche le categorie «rigide»



Fonte: BLS, Atlanta Fed

L'inflazione Area Euro scenderà sotto il 2% solo, nella migliore delle ipotesi, da settembre 2023



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

...con riflessi sulle politiche monetarie



- Il FOMC ha avviato una fase restrittiva di politica monetaria.
- Tassi – prev. ISP: +50pb a maggio e giugno, rialzi a tutte le riunioni successive, verso il 2,5% (o 3%) a fine anno. **Punto di arrivo** atteso a 3,25-3,5% nel 2023, con rischi verso l'alto (4%?).
- **Riduzione del bilancio** con limiti mensili ai reinvestimenti di titoli.
- **Rischi verso l'alto sui tassi, verso il basso sulla crescita.** Un eccesso di restrizione potrebbe provocare una recessione nel 2023.

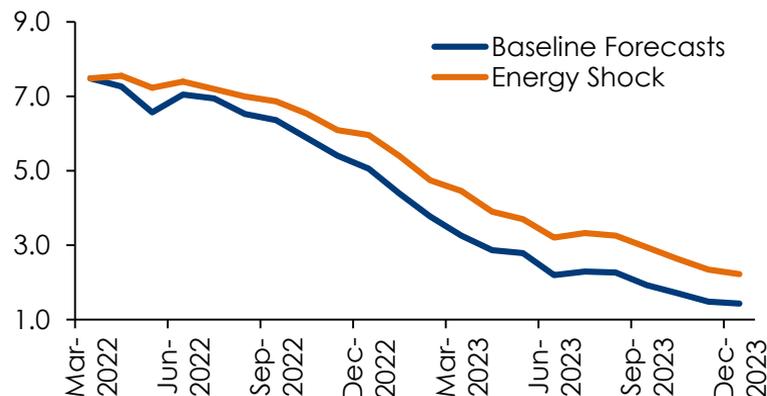


- La BCE ha confermato l'intenzione di chiudere gli acquisti netti in Q3 e poco dopo iniziare il rialzo dei tassi ufficiali.
- I mercati scontano 3 rialzi entro fine 2022, con punto di arrivo a 1,5-1,75%.
- Probabile un **primo rialzo dei tassi il 21 luglio o l'8 settembre.**
- **Entro fine anno, il tasso sui depositi tornerebbe a zero.**

Area euro: forte impatto della guerra sulla crescita 2022-23

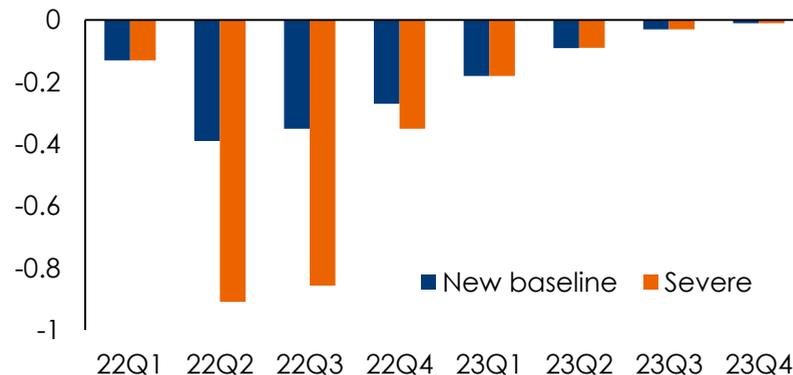
- L'economia dell'Eurozona, fortemente dipendente dalle forniture russe di gas naturale, sarà la più esposta alla **crisi ucraina**.
- **Abbiamo rivisto al ribasso al 3% le previsioni sul PIL nel 2022: lo shock sui prezzi dell'energia potrebbe pesare per circa un 1pp sulla crescita**, ma in uno scenario più severo con un nuovo shock energetico l'impatto potrebbe avvicinarsi all'1,5% in media annua. L'inflazione rischierebbe di superare il 3% nel 2023.

**Dinamica d'inflazione:
scenario attuale vs scenari alternativi**



Fonte: Intesa Sanpaolo

**Effetti sulla crescita
congiunturale (t/t) del PIL**

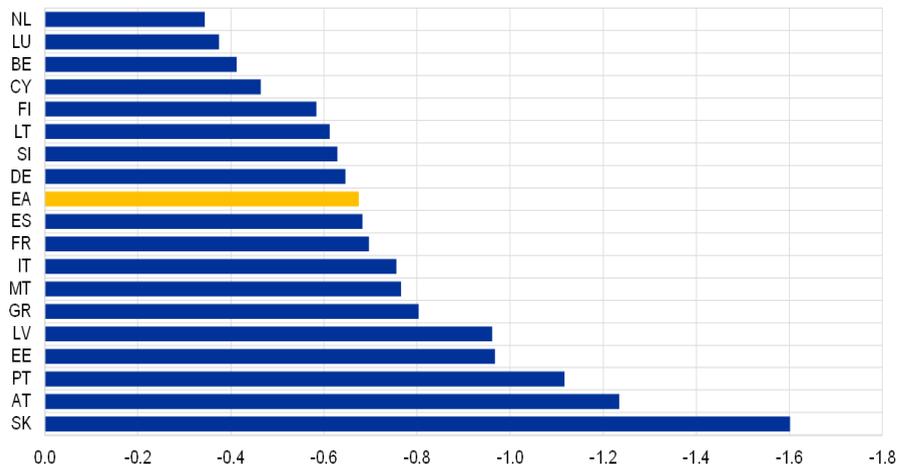


Fonte: Intesa Sanpaolo

Uno scenario recessivo è possibile nel caso di una interruzione delle forniture di gas

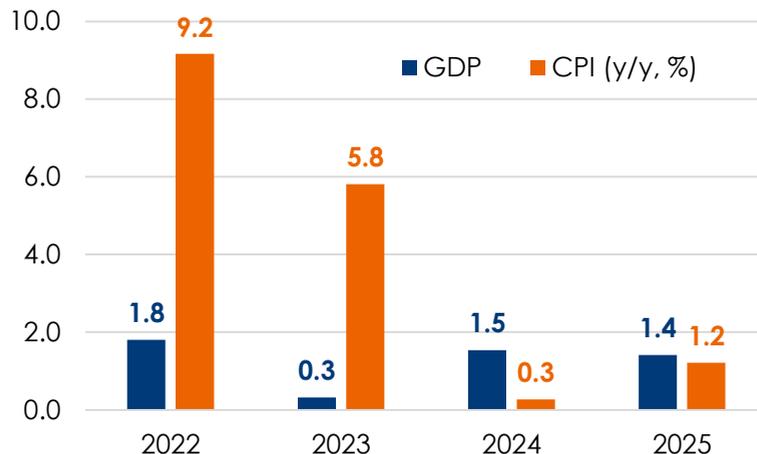
Oltre all'impatto sul valore aggiunto, il forte rialzo dei prezzi energetici genererebbe una significativa distruzione di domanda. Nell'**Eurozona**, l'**impatto cumulato sul PIL potrebbe aggirarsi sui 3 punti percentuali nel 2023**, con 4 trimestri di contrazione/stagnazione.

Possibile impatto sul valore aggiunto (al netto dell'effetto dei maggiori prezzi) nel caso di un razionamento del 10% del gas



Fonte: Vanessa Gunnella, Valerie Jarvis, Richard Morris and Máté Tóth: "Natural gas dependence and risks to euro area activity", ECB Economic Bulletin, Issue 1/2022, Chart D.

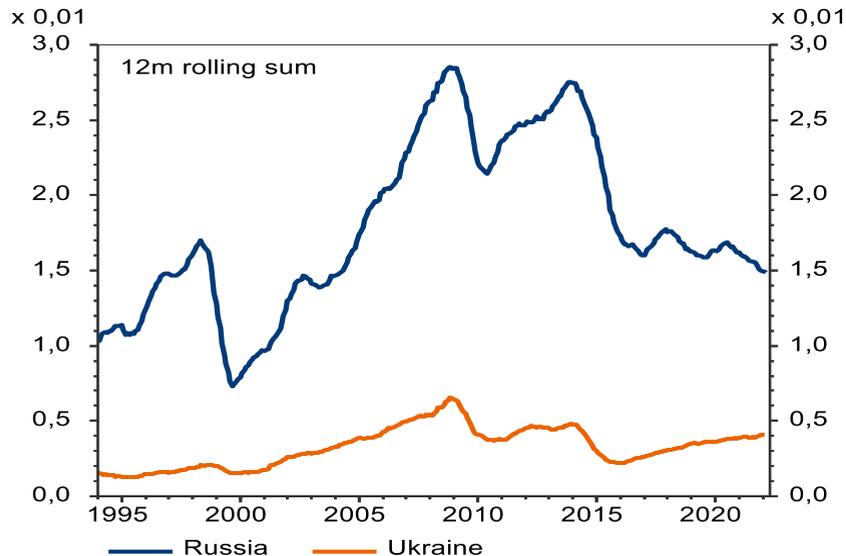
Previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nel caso di uno stop alle forniture di gas russo



Fonte: Intesa Sanpaolo

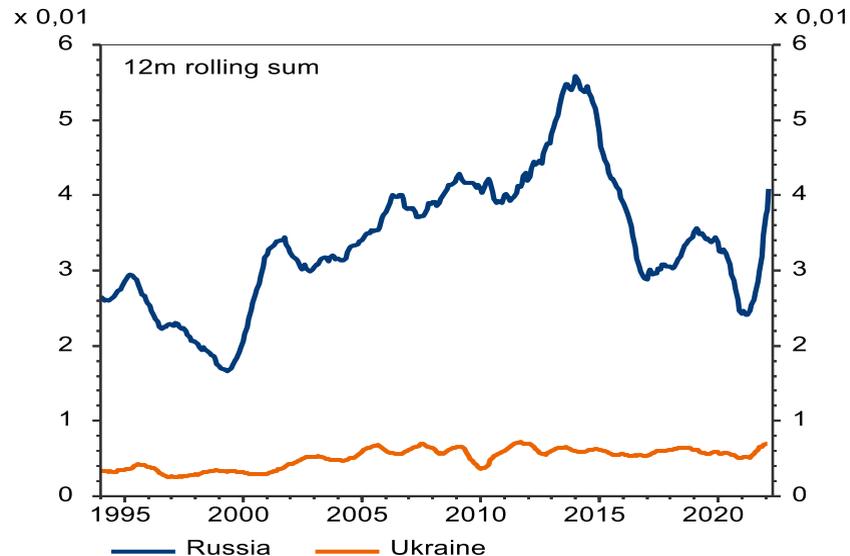
Italia: limitata presenza commerciale in Russia e Ucraina

Le esportazioni verso Russia e Ucraina rappresentano una percentuale contenuta dell'export italiano



Fonte: Istat

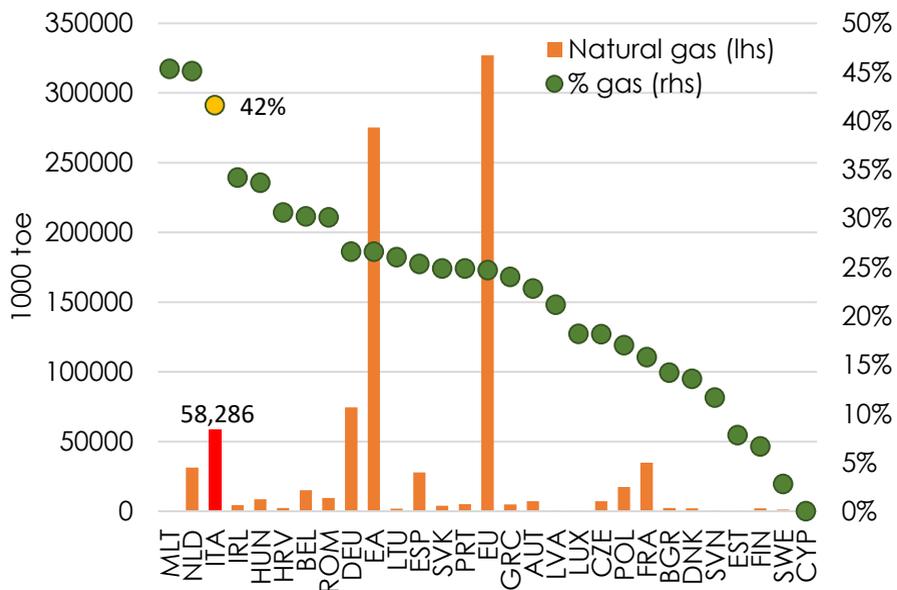
Più elevato è il peso delle importazioni dalle due aree sul totale dell'import



Fonte: Istat

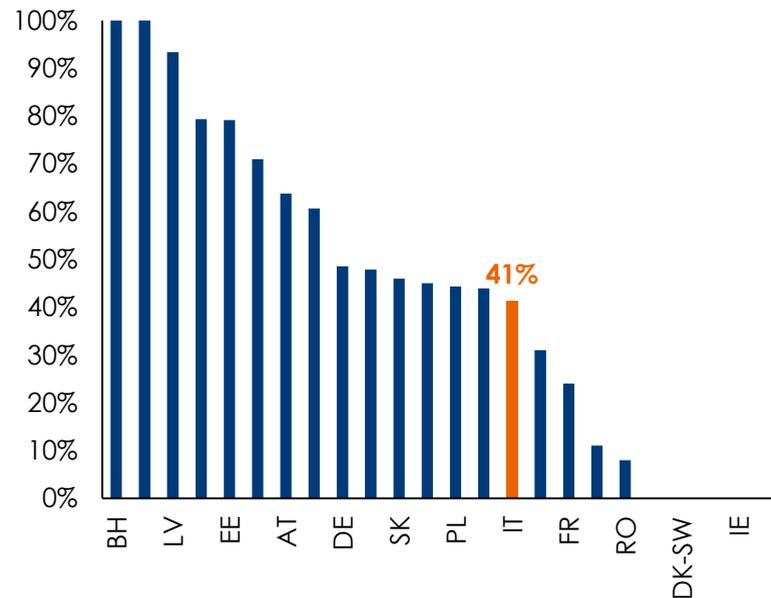
Incide molto la dipendenza dal gas russo

L'Italia è tra i Paesi europei più esposti sia alla dipendenza dal gas naturale tra le fonti di energia...



Fonte: Eurostat

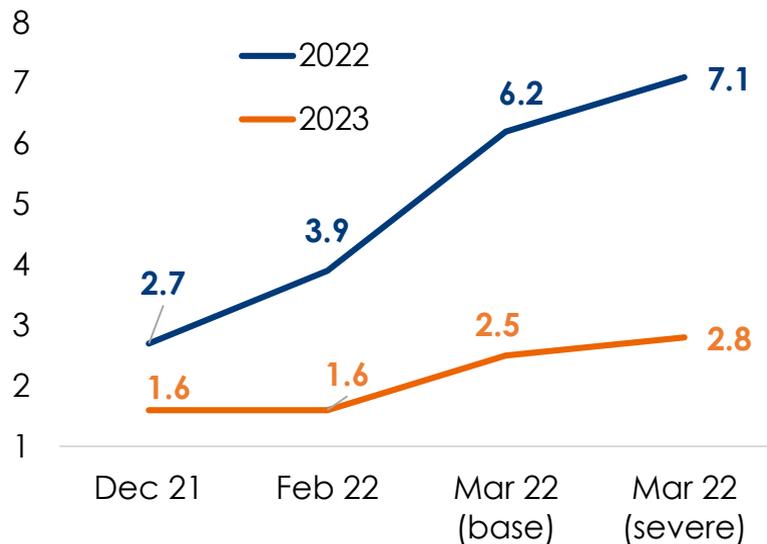
...sia al gas importato dalla Russia



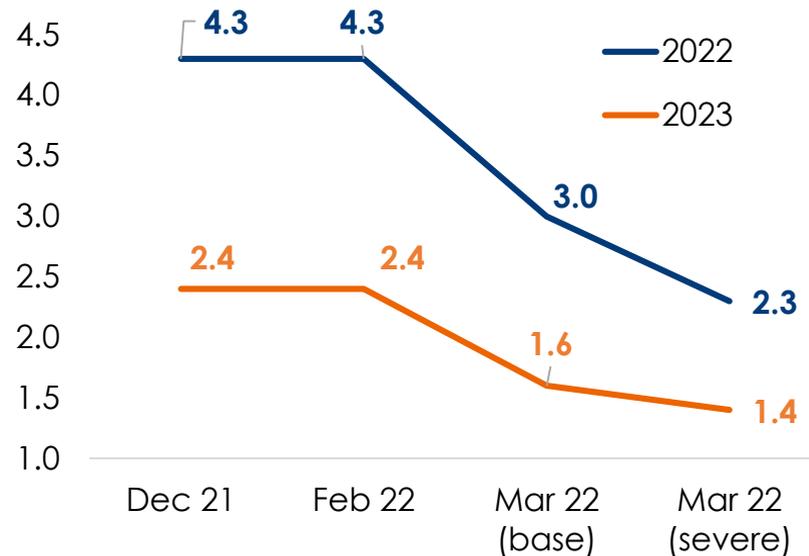
Fonte: ACER, from the Comext database

L'Italia è tra i Paesi più colpiti dallo shock

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



...che sulla crescita del PIL



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

Le possibili risposte di politica economica

Strategia energetica

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

Strategia per le forniture critiche

- Riduzione della dipendenza europea da forniture estere di alcuni prodotti, come ad esempio i semiconduttori
- Diversificazione mercati approvvigionamento commodity non energetiche

Politiche fiscali

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

Politica monetaria

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

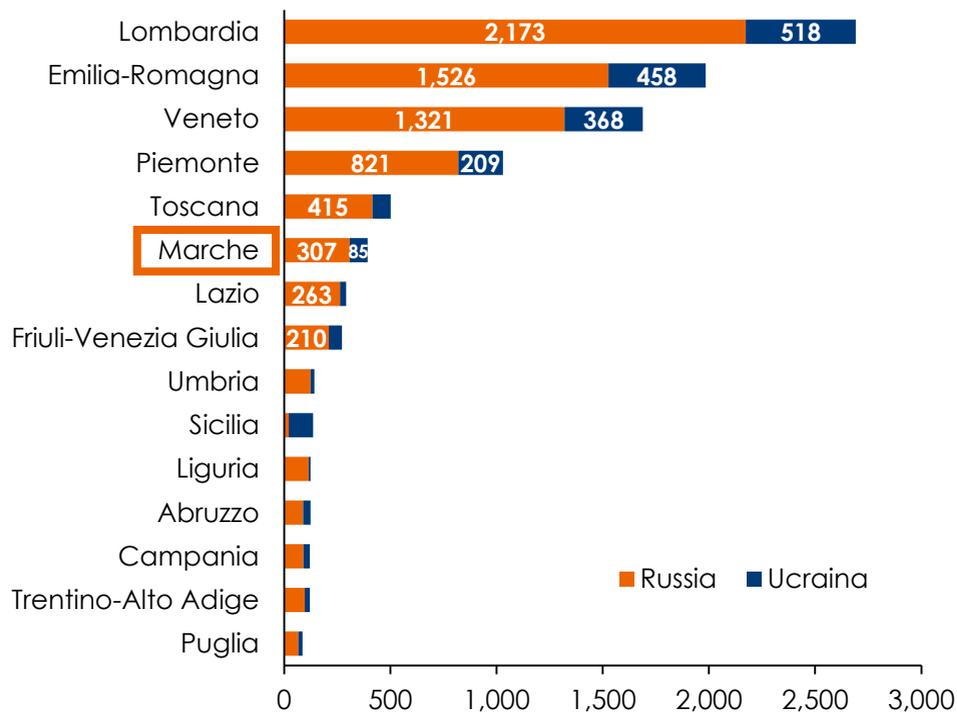
Difesa

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

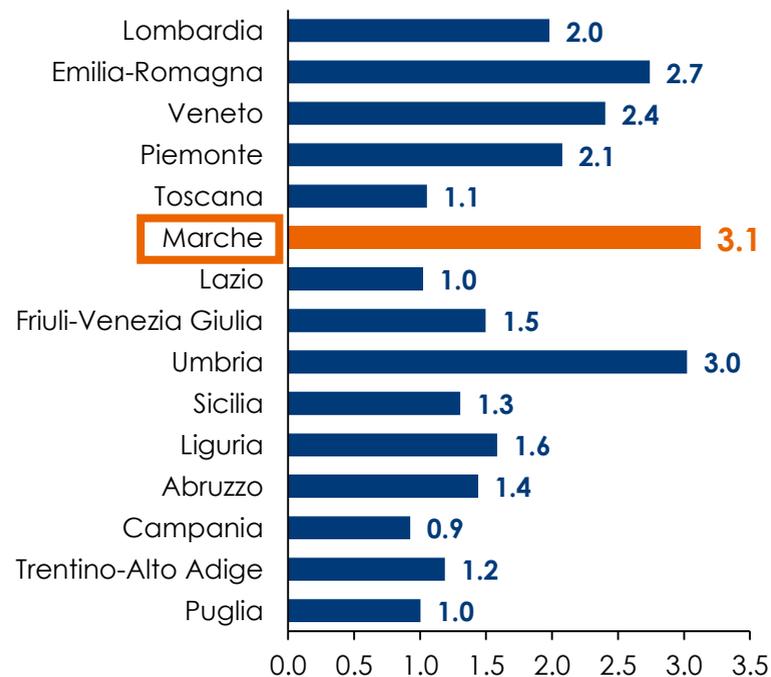
Focus Marche: è la regione più esposta...

Export italiano verso Russia e Ucraina nel 2021, per regione

Milioni di euro



In % export totale della regione

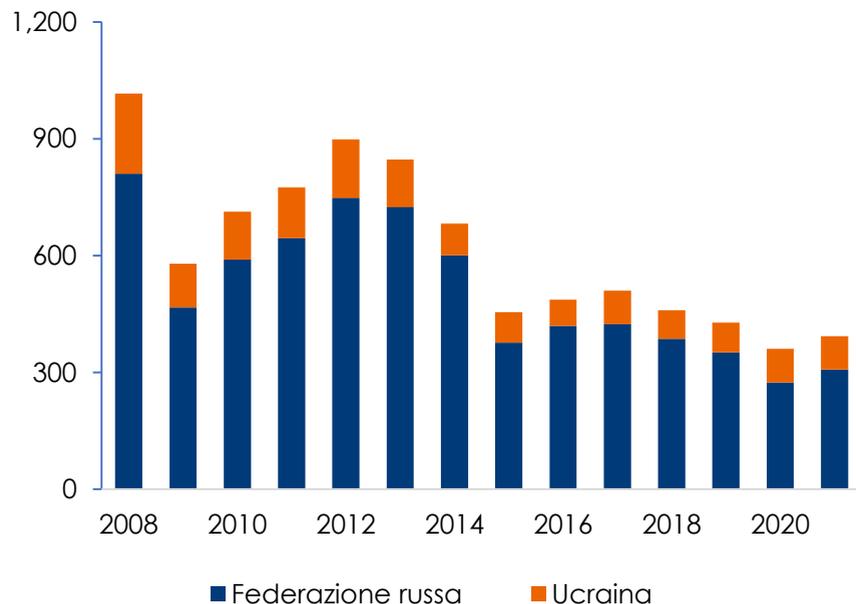


Nota: regioni con export superiore a 50 milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

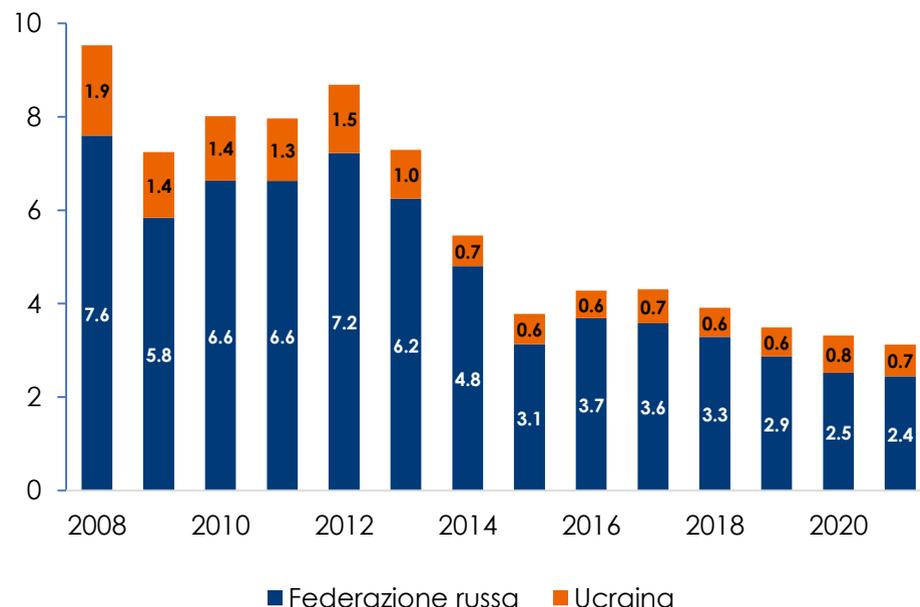
...anche se il peso di Russia e Ucraina si è molto ridotto

Export delle Marche verso Russia e Ucraina nel 2021

Milioni di euro



In % export totale della regione

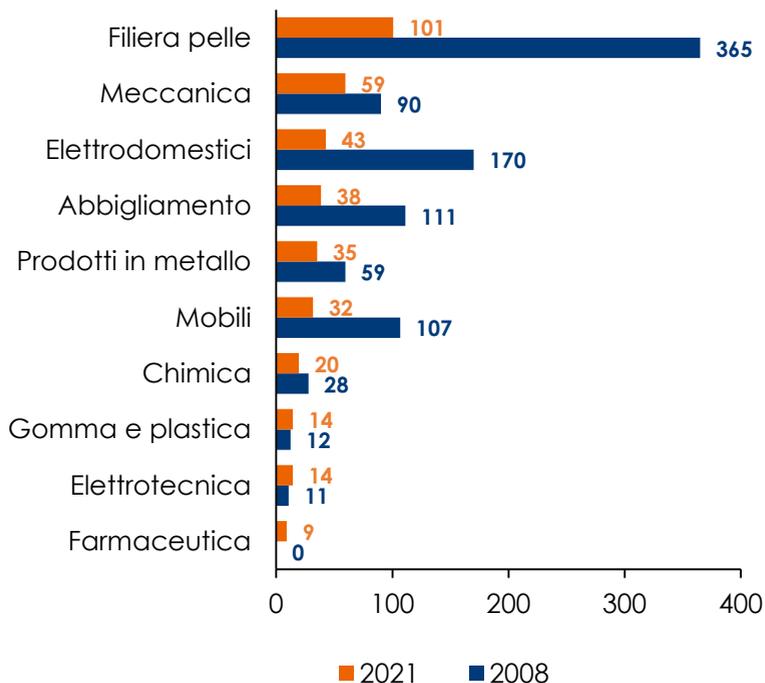


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

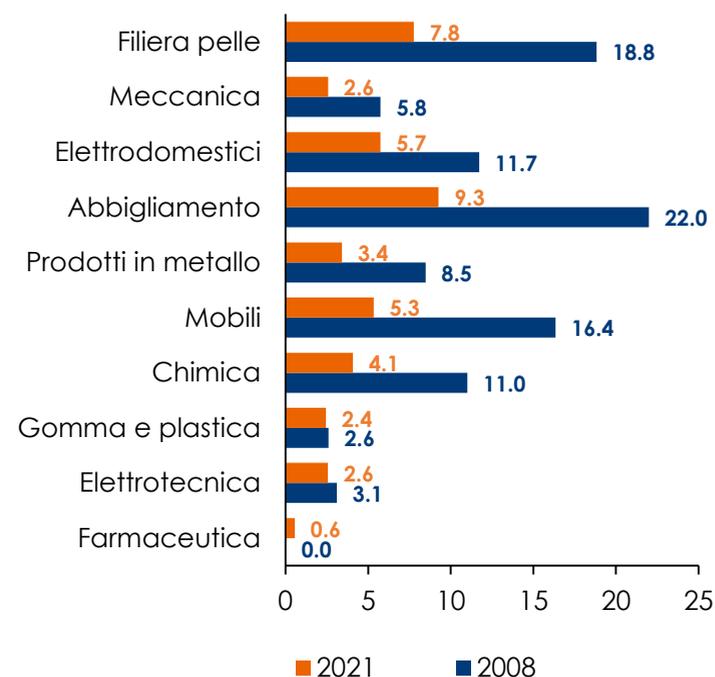
Moda, elettrodomestici e Mobili i settori più attivi

Export delle Marche verso Russia e Ucraina

Milioni di euro

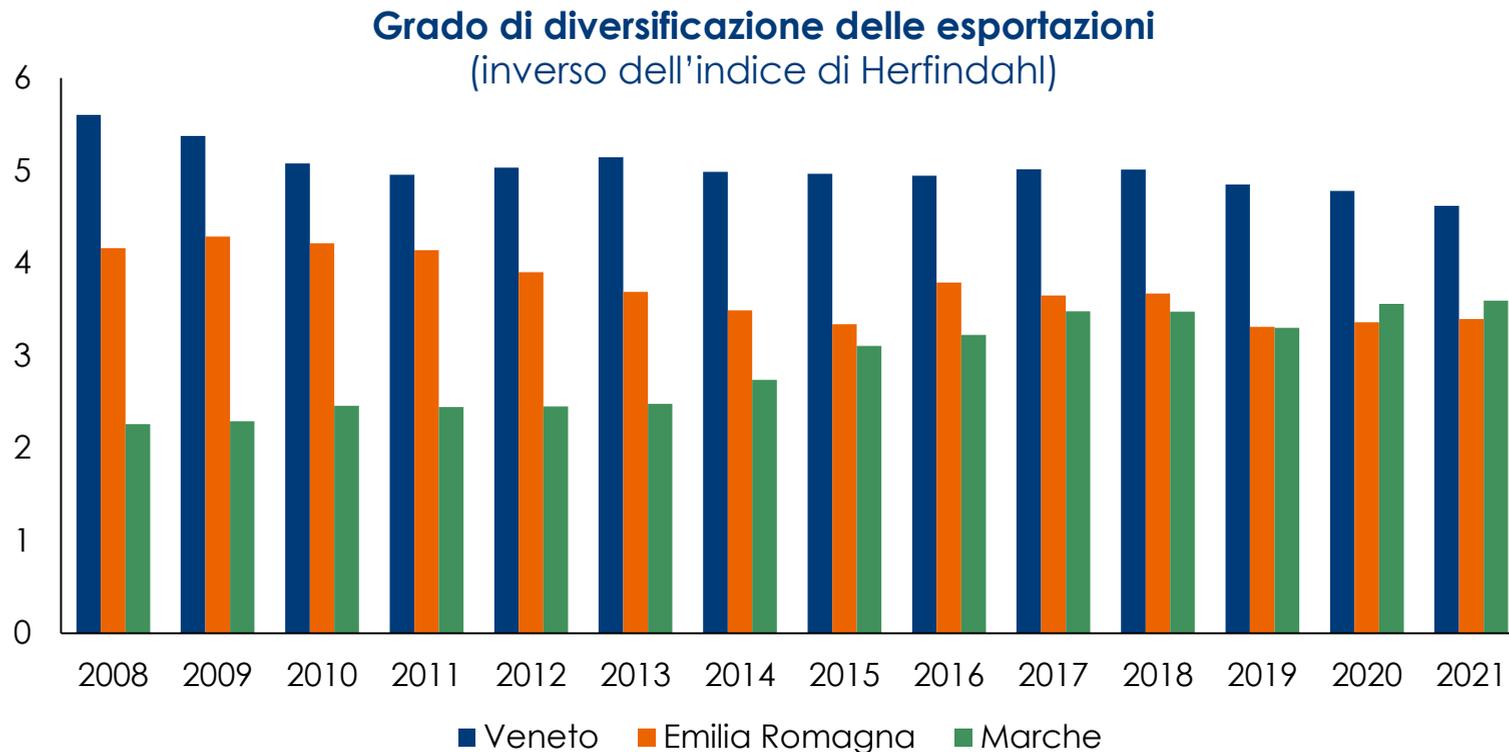


In % export totale della regione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

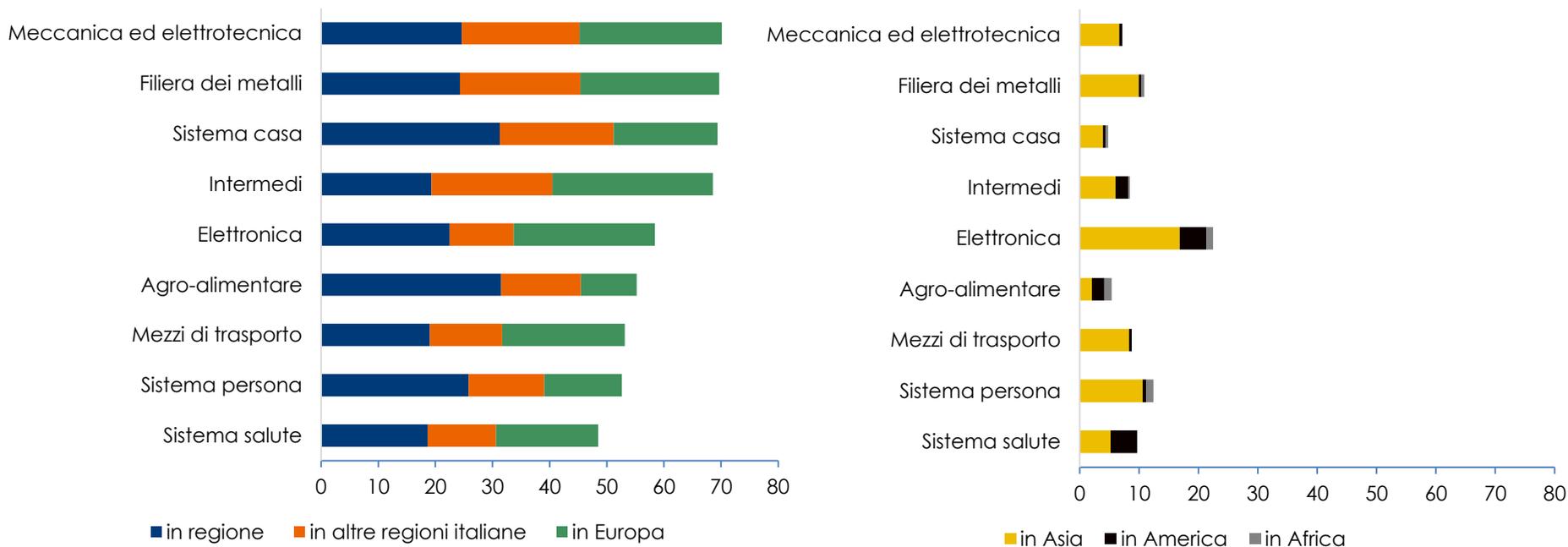
Quali strategie per superare le criticità? Accrescere il grado di diversificazione dei mercati di sbocco...



Nota: al netto del settore farmaceutico. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

...e cogliere le opportunità offerte dalla regionalizzazione delle global value chain (cosa sta succedendo in Italia)

Revisione politiche di approvvigionamento delle imprese manifatturiere a favore di fornitori localizzati...
(% colleghi che osservano un ripensamento politiche di approvvigionamento al netto dei «non so»)



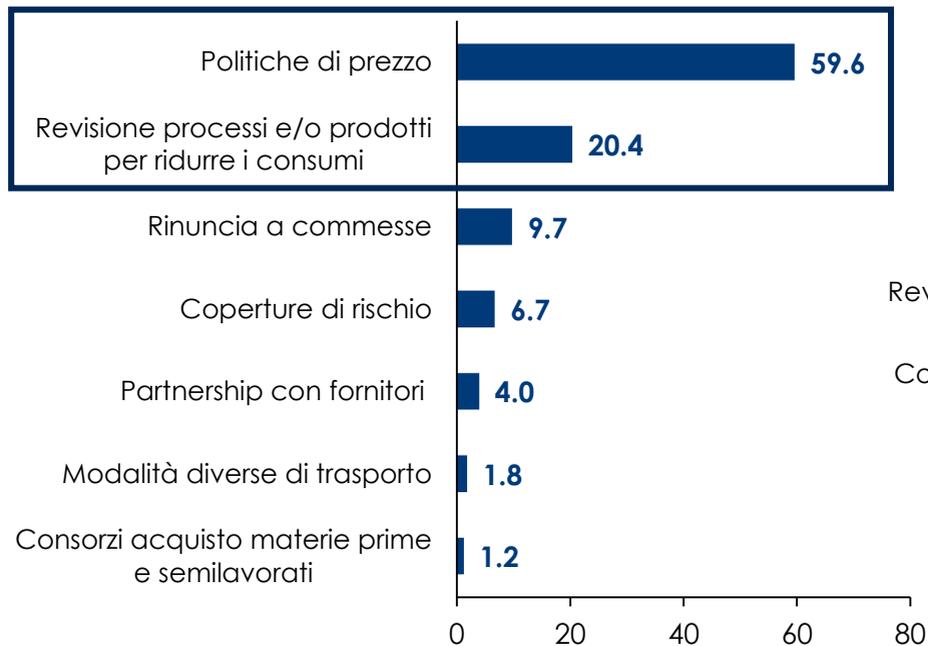
Sistema persona: tessile-abbigliamento, filiera pelle, oreficeria, occhialeria

Fonte: indagine Intesa Sanpaolo edizione novembre-dicembre 2021

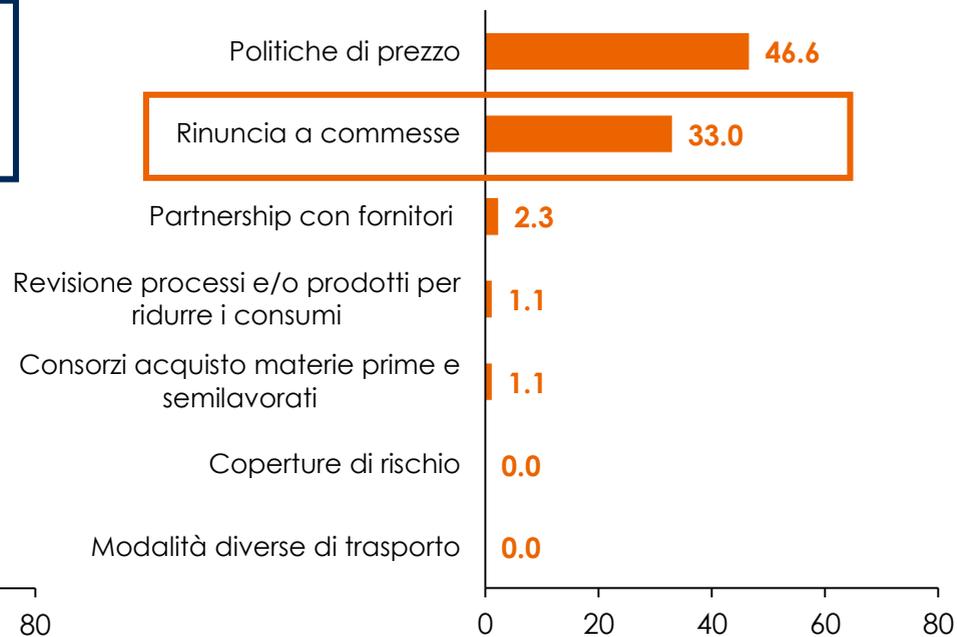
Le risposte delle imprese al rialzo delle commodity? Aumento prezzi, revisione processi e rinuncia a commesse

Marche: le principali strategie per affrontare le criticità (% risposte; possibili più risposte)

Manifatturiero



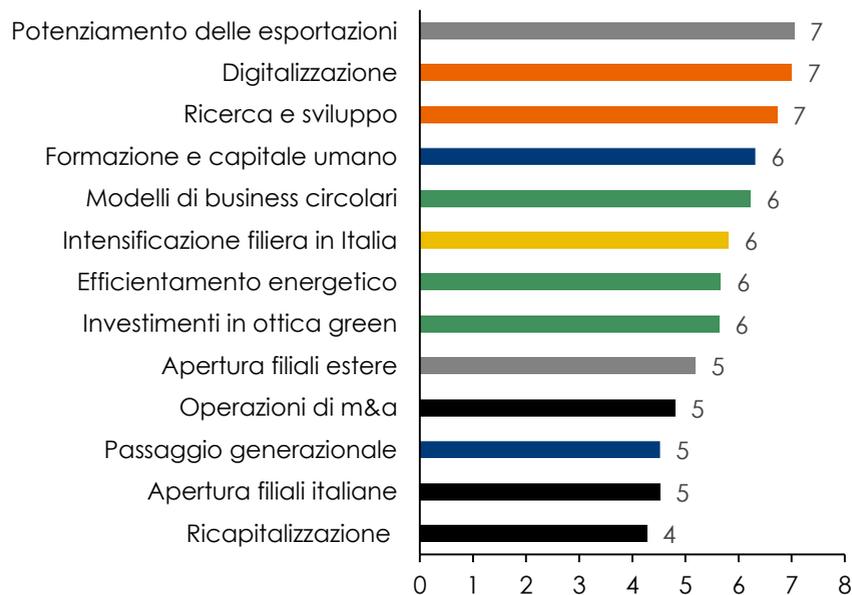
Costruzioni



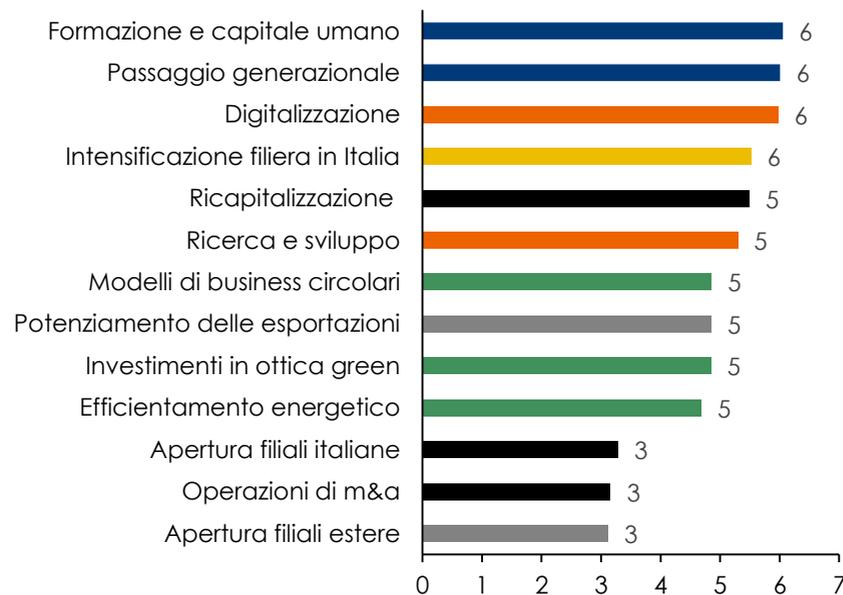
Le priorità: export e digitale-R&S per le imprese medio-grandi. Formazione e passaggio generazionale per le micro-piccole

Marche: per ognuno dei seguenti interventi strategici assegna una priorità da 1 (minima rilevanza) a 10 (massima rilevanza) per il rilancio delle imprese tue clienti

Imprese Medio-grandi



Imprese Micro-Piccole

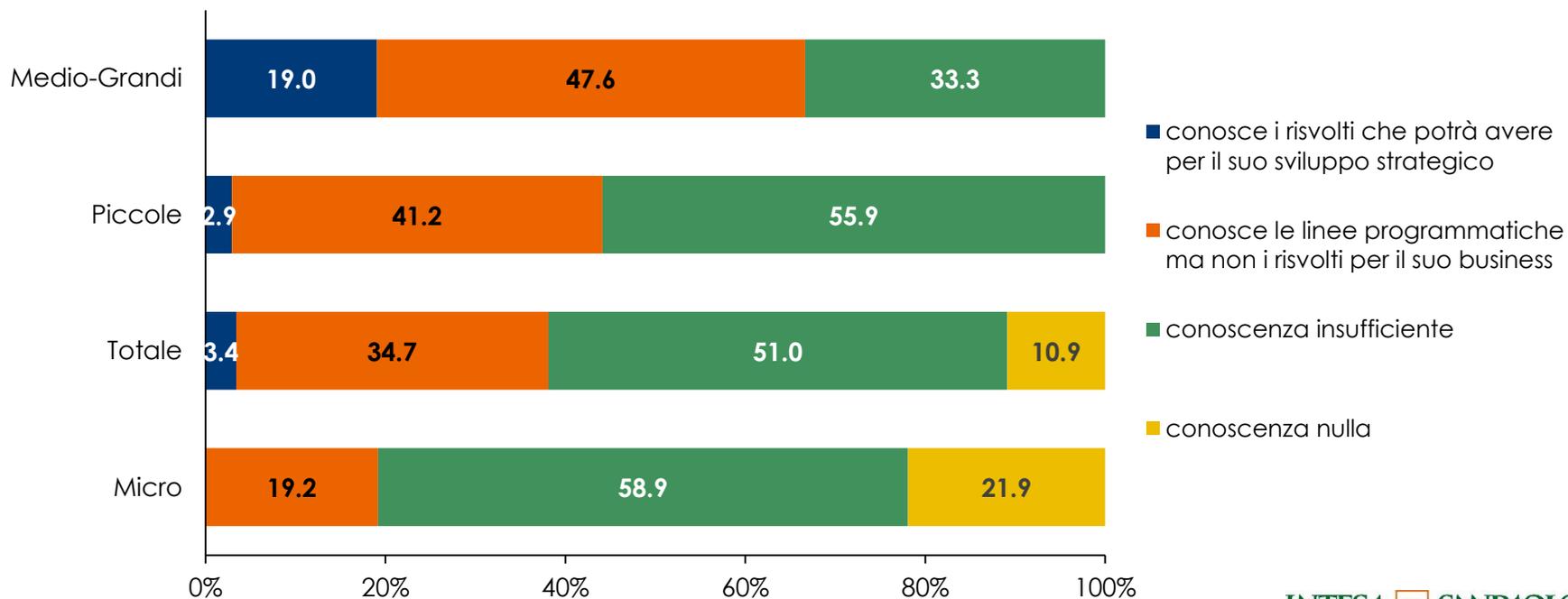


Nota: i colori delle barre distinguono: arancione: innovazione tecnologica, blu: capitale umano, verde: transizione green; grigio: mercati esteri; giallo: rapporti di filiera; nero: crescita dimensionale

Fonte: indagine Intesa Sanpaolo edizione novembre-dicembre 2021

Un sostegno può venire dal PNRR che però è ancora poco conosciuto dalle PMI marchigiane

Marche: in merito al PNRR, quale è a tuo avviso il grado di conoscenza delle tue imprese clienti?
(% colleghi; al netto «non so»)



Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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.

A cura di:

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