

Lo scenario macro-economico 2022-23

Gregorio De Felice

**Chief Economist
Intesa Sanpaolo**



1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

3 Crisi energetica e imprese italiane

Il quadro macro: crescita economica...

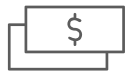
- **Crescita del PIL mondiale:** in ulteriore rallentamento a **+2,0% nel 2023**, dopo il **2,8%** del 2022. **Commercio mondiale:** nuova frenata a **+1,4%** dopo il **+3,7%** del 2022.
- **Cina:** perduranti difficoltà legate alla politica di **zero Covid**, alla crisi del mercato immobiliare e alla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

...energia, inflazione e tassi

- **Energia:** il prezzo del petrolio potrebbe calare marginalmente, ma le prospettive per il gas sono altamente incerte e sensibili sia ad andamento climatico sia a misure di politica energetica. **Lo sganciamento dal gas russo e l'aumento degli stoccaggi sono stati più rapidi del previsto**, ma i **prezzi sono rimasti su livelli proibitivi**. Ipotizziamo rialzi in autunno/inverno e cali successivamente.
- L'**inflazione**: molto più alta del previsto nel 2022, calerà nel 2023, pur restando globalmente elevata (**5,2%**).
- **Accelerazione nel ritiro dello stimolo monetario nei paesi avanzati.** I mercati ritengono che le banche centrali riusciranno a evitare che l'aumento dell'inflazione divenga permanente, ma al prezzo di una (blanda) recessione. Atteso un **aumento dei tassi reali**.

I nodi dello scenario

Rischio



Entità restrizione monetaria

Effetti - descrizione

- Gli aumenti ripetuti e significativi dei tassi americani rischiano di creare un eccesso di restrizione e di portare l'economia USA in recessione
- Elevata incertezza sull'intensità dei meccanismi di trasmissione



Rischio recessione

- Effetto del sommarsi di distruzione di domanda legata a shock energetico, incertezza e restrizione monetaria
- In area euro il principale fattore potenzialmente recessivo riguarda la crisi energetica (per i costi elevati, le forniture e il possibile razionamento)



Rischio geopolitico

- Il conflitto ucraino resta un fattore rilevante per il rischio di escalation
- La crisi energetica riflette il deteriorarsi dei rapporti tra la Russia e l'occidente, con implicazioni potenzialmente recessive per l'area euro



Rischi politici locali

- Cambio di governo in Italia e rischi di implementazione del PNRR
- Politiche fiscali destabilizzanti nel Regno Unito
- Elezioni americane di mid-term (novembre 2022)

Le proiezioni di crescita nello scenario base

Variazione media annua del PIL

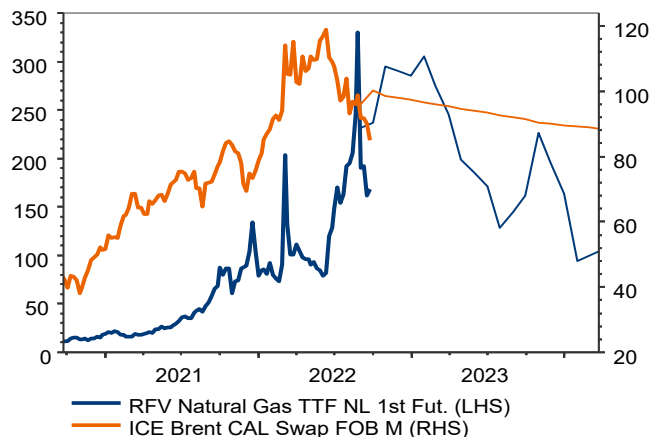
	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Stati Uniti	-3.4	5.7	1.8	0.4	1.2
Area Euro	-6.2	5.2	3.1	0.5	2.1
Germania	-4.1	2.6	1.6	0.1	2.8
Francia	-7.9	6.8	2.5	0.6	1.5
Italia	-9.0	6.7	3.5	0.6	1.8
Spagna	-10.8	5.1	4.3	2.0	2.4
OPEC	-4.7	3.7	5.1	3.4	2.8
Europa orientale	-2.9	5.2	-3.5	0.6	3.3
America Latina	-6.3	7.6	2.3	1.8	2.7
Giappone	-4.7	1.7	1.7	1.5	1.5
Cina	2.2	8.1	3.0	5.2	5.2
India	-6.6	8.3	6.8	5.4	6.4
Mondo	-3.4	5.9	2.8	2.0	2.9

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina; dollari costanti (cambio fisso) per Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in moneta locale negli altri casi. Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

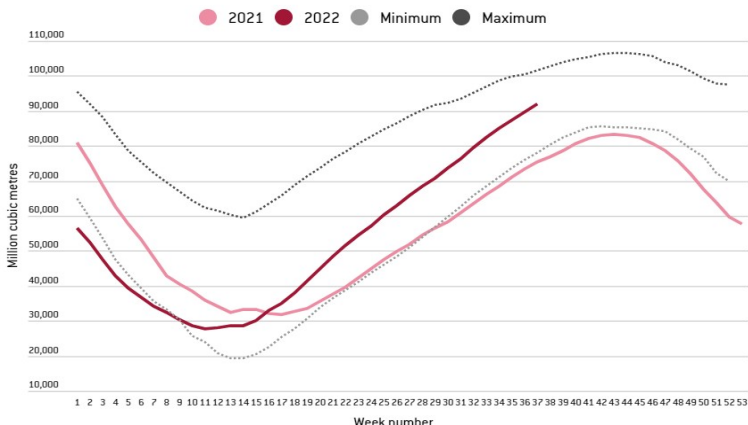
Crisi energetica: l'impatto dovrebbe ridursi, ma lo scenario è incerto

Gas: rischi di continuità degli approvvigionamenti e di scarsità di offerta, ma per ora i prezzi sono inferiori alle attese. **Petrolio:** il rallentamento della crescita mondiale sta portando a un raffreddamento dei prezzi più rapido del previsto, ma l'OPEC+ ridurrà la produzione per frenare la discesa.

Tornano le tensioni sul gas, petrolio in linea con le attese

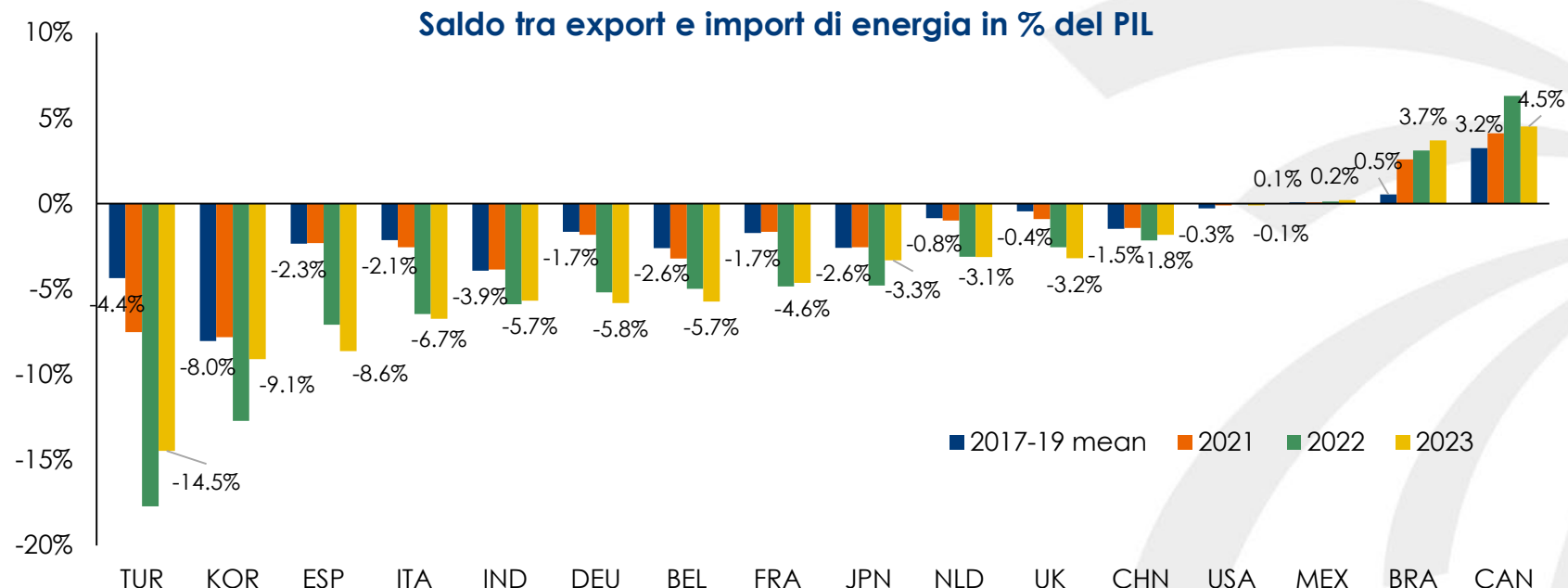


Gli stoccaggi di gas in UE sono cresciuti più rapidamente rispetto al 2021, ma ora si entra nella fase critica



Shock energetico soprattutto in Europa...

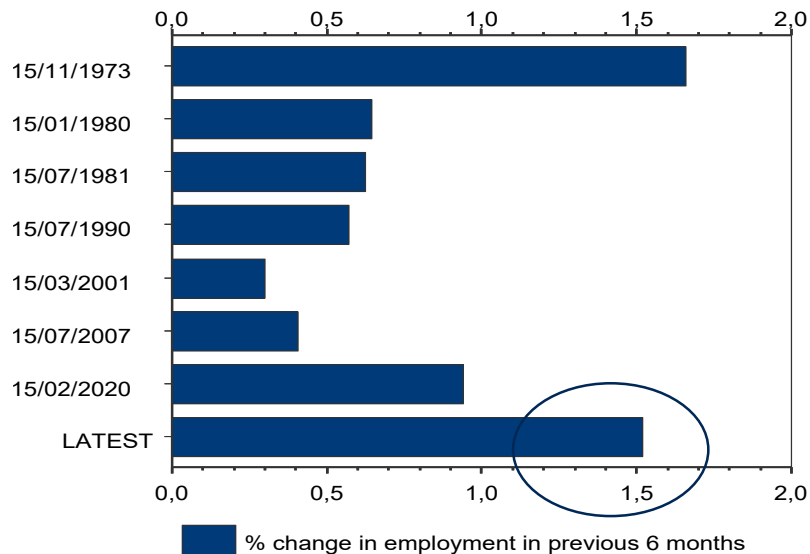
Per molti paesi europei, il valore delle importazioni nette di energia è triplicato rispetto al periodo 2017-19. L'impatto è invece molto modesto in Cina e Stati Uniti.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

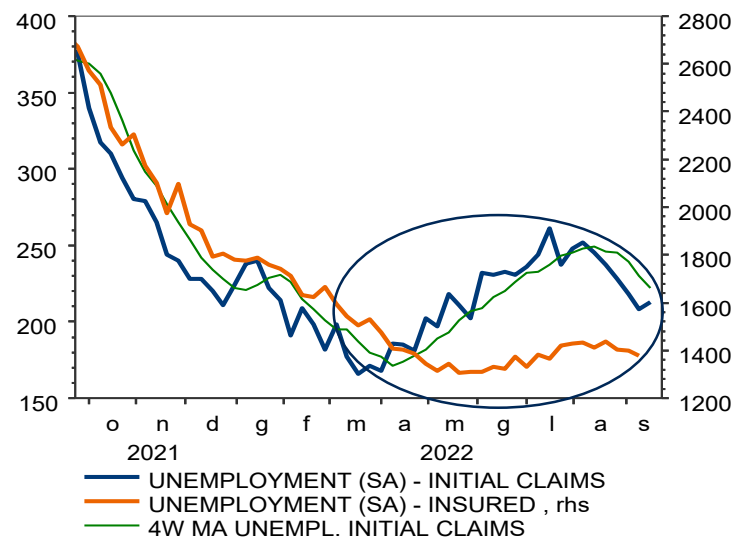
Stati Uniti: mercato del lavoro ancora molto forte...

L'occupazione è cresciuta molto più rapidamente rispetto ai periodi pre-recessivi del passato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

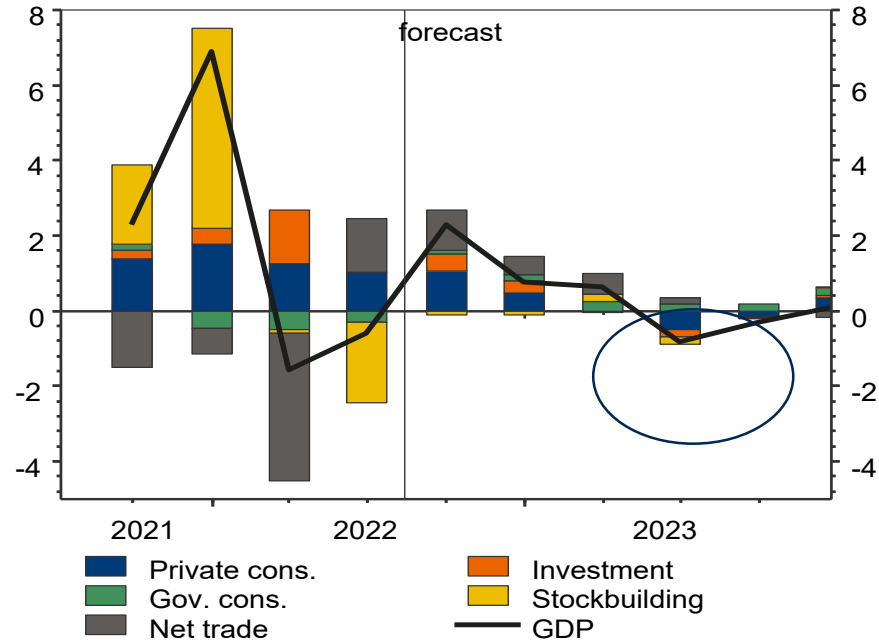
I sussidi di disoccupazione, uno dei più accurati previsori delle recessioni, dopo una timida svolta, sono tornati a scendere e restano in linea con un'economia in espansione



Fonte: BLS

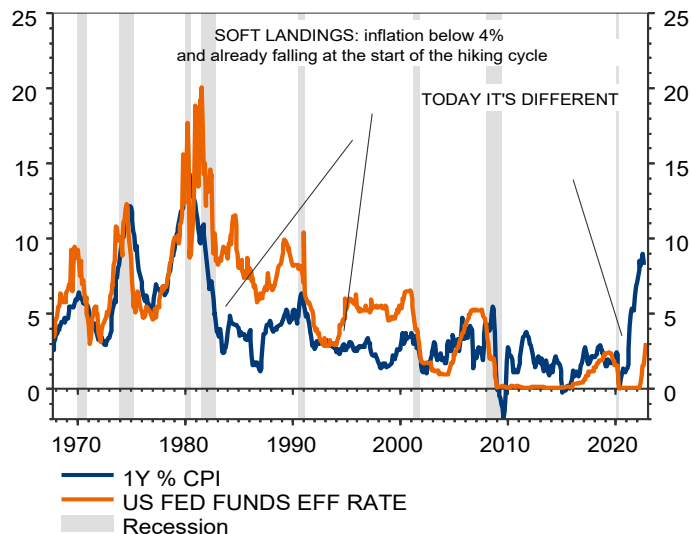
...ma recessione «mite» in arrivo nel 2023

La politica monetaria restrittiva dovrebbe causare una modesta contrazione di PIL, investimenti e consumi nella parte centrale del 2023



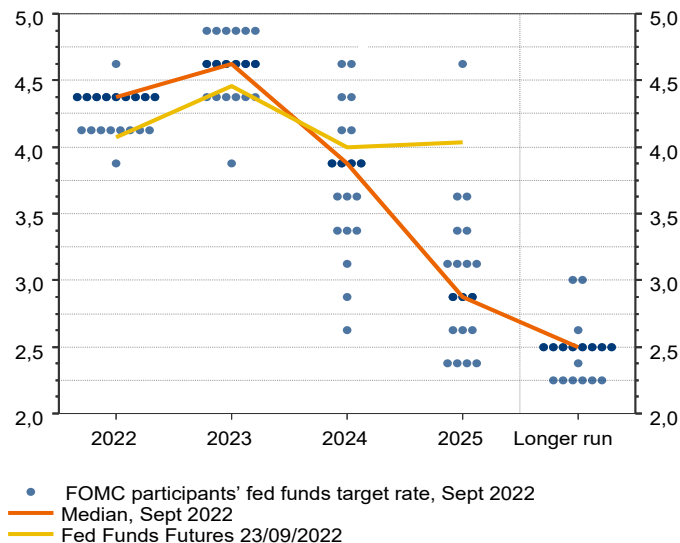
L'inflazione è l'obiettivo «dominante» della Fed: tassi in territorio restrittivo «fino a quando il lavoro sarà concluso», anche a costo di una (probabile) recessione

La probabilità di una recessione è «molto elevata», parola di Powell



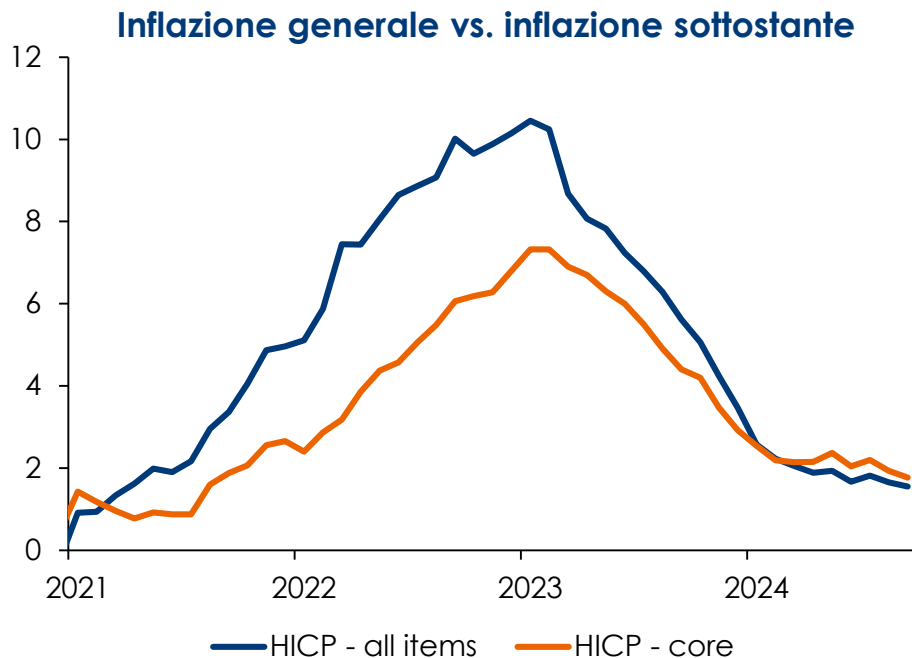
Fonte: Federal Reserve Board, BLS

Il grafico a punti ha fatto un altro balzo verso l'alto: previsioni di fed funds a 4,5% a fine 2022 e a 4,75% nel 2023



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Area euro: inflazione ben sopra il target BCE nel 2023



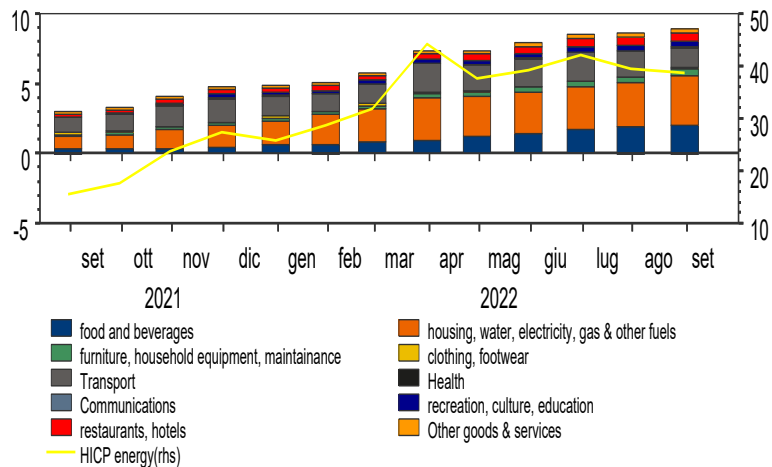
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

- **L'inflazione dovrebbe toccare un picco in area 10,5% a inizio 2023**, prima di intraprendere un trend di lenta discesa nell'ipotesi di rientro dai picchi dei prezzi energetici. **I rischi di breve periodo restano verso l'alto.**
- **Sia l'indice *headline* che il core torneranno sotto la soglia del 2% solamente nel corso del 2024.**

Area euro: rincari diffusi su tutte le componenti

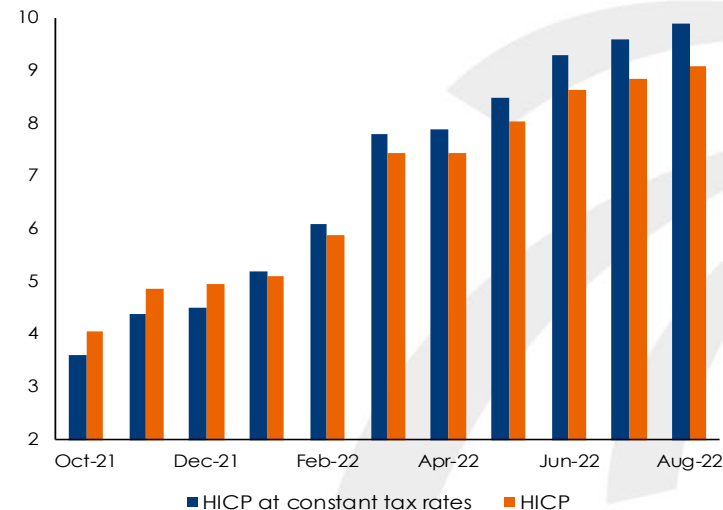
I rialzi maggiori riguardano **energia ed alimentari**. La continua crescita dei beni manufatti ex-energia segnala che i rialzi dei prezzi a monte potrebbero diventare più pervasivi. I **servizi** si confermano il settore meno impattato dai rincari energetici.

I rincari sono ormai diffusi su tutte le componenti



Fonte: Eurostat

Le misure dei Governi hanno contribuito solo moderatamente a calmierare i rialzi dei prezzi

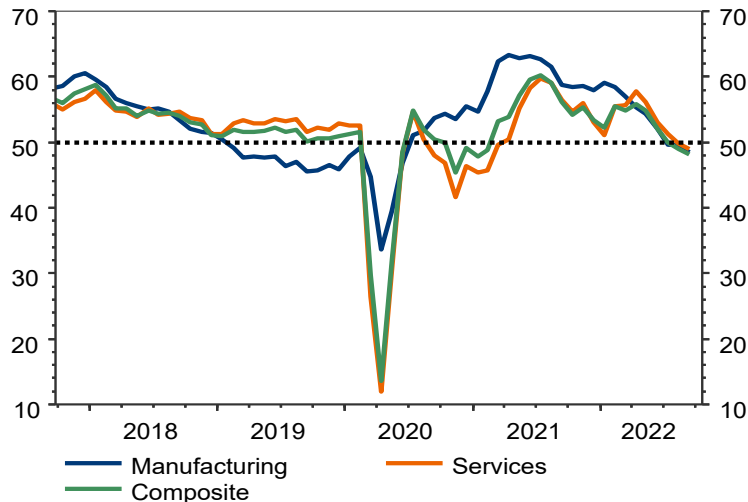


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

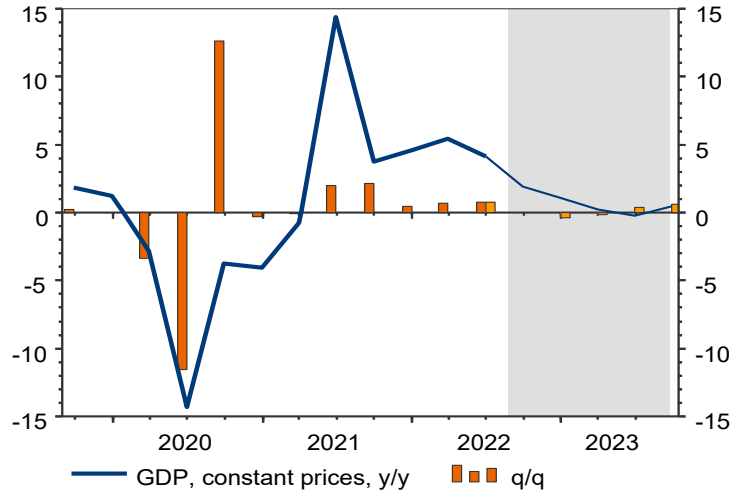
Eurozona in recessione a cavallo d'anno

Lo shock energetico e le tensioni geopolitiche spingeranno l'area euro in recessione tra il Q4 2022 e il Q1 2023. **Dopo il 3,1% stimato per il 2022, crescita del PIL stimata allo 0,5% nel 2023.**

I PMI segnalano che sia la manifattura che i servizi sono in contrazione



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

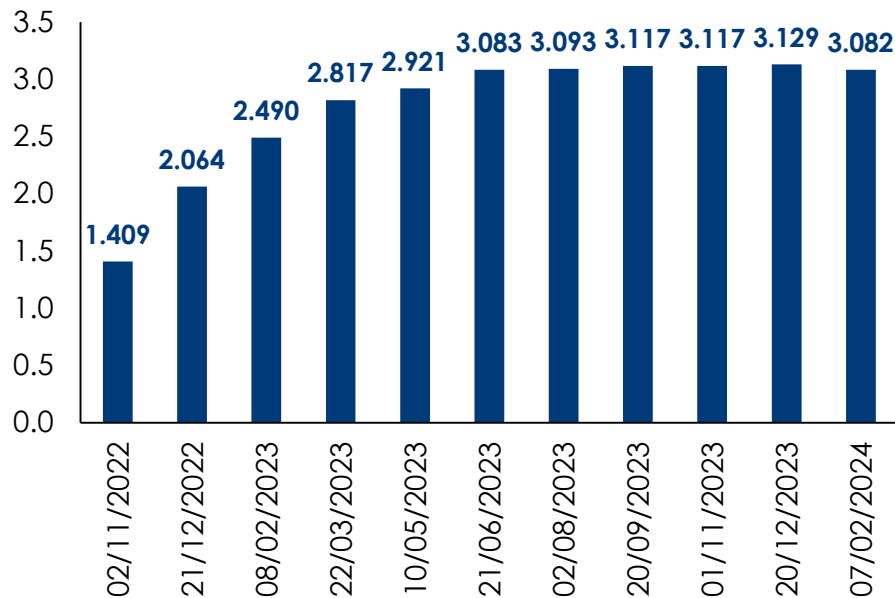


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Fonte: Intesa Sanpaolo

BCE: nuova accelerazione nel rialzo dei tassi

Tassi o/n impliciti per meeting BCE



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv del 26/09

- **L'8 settembre** è stato deciso un **secondo rialzo dei tassi ufficiali, (+75pb)**.
- Non c'è più *forward guidance*.
- **I mercati scontano altri 135pb di rialzi entro fine 2022 e un punto di arrivo a 3,0-3,25% fra luglio e dicembre 2023 per il DFR.**
- Possibile l'introduzione di *reverse tiering* sull'eccesso di riserve.
- Possibile nei prossimi mesi l'avvio di una discussione sulla riduzione del portafoglio di titoli, mitigata dalla possibilità di attivare il TPI.

Agenda

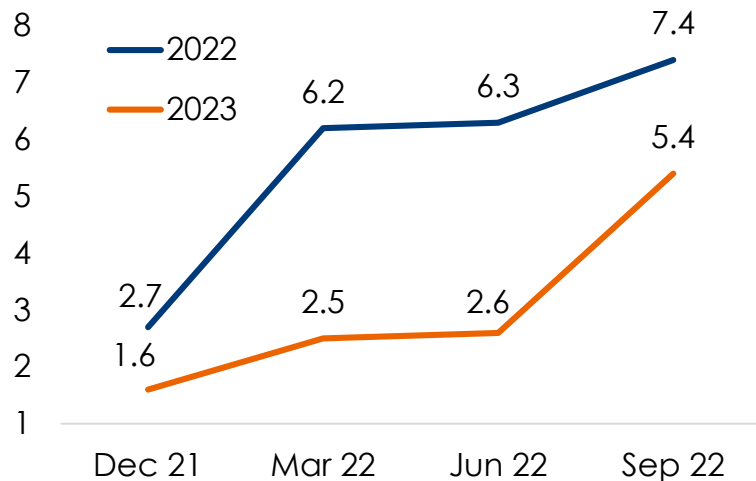
1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

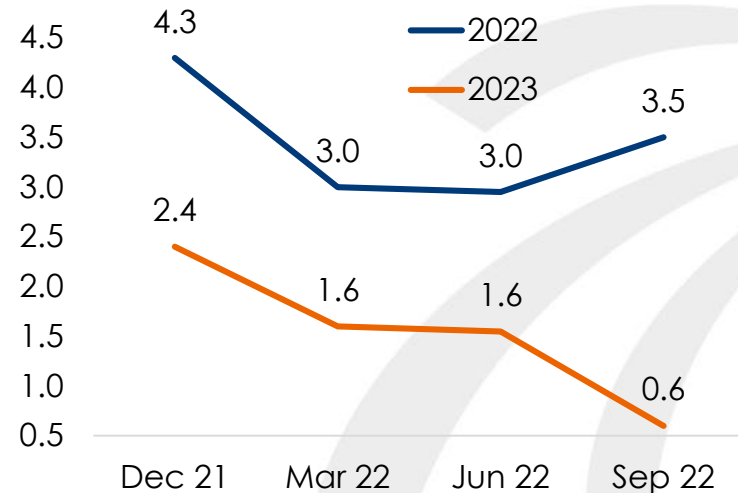
3 Crisi energetica e imprese italiane

Alzate le stime di inflazione e tagliate quelle sulla crescita

In conseguenza dell'ulteriore revisione al rialzo del profilo atteso sui prezzi energetici, abbiamo alzato le stime sull'inflazione italiana nel 2022-23



Rivediamo al rialzo la stima di crescita del PIL per il 2022, per via di un primo semestre migliore del previsto, ma tagliamo significativamente quella per il 2023, a 0,6%

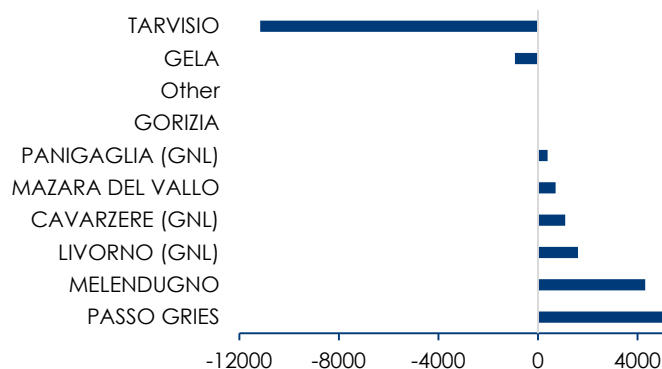


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

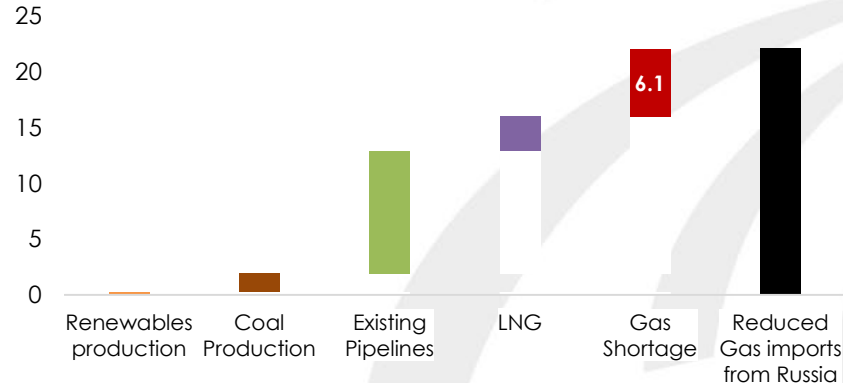
E' probabile uno scenario di razionamento del gas?

- I flussi dalla Russia sono già diminuiti nel periodo gennaio-luglio 2022 (-6,5 bcm, ossia -38% rispetto al periodo gennaio-luglio 2021).
- Il calo è stato compensato principalmente dall'aumento delle importazioni tramite i gasdotti esistenti (dall'Azerbaijan e dal Nord Europa).
- Proiettando questi flussi per l'intero 2022, la carenza di gas in caso di embargo totale sarebbe limitata a 6,1 miliardi di metri cubi.
- Il razionamento volontario dell'energia può contribuire a contenere i consumi.

Variatione dei flussi nel periodo gennaio-luglio 2022 vs 2021 (bcm, annualizzato)

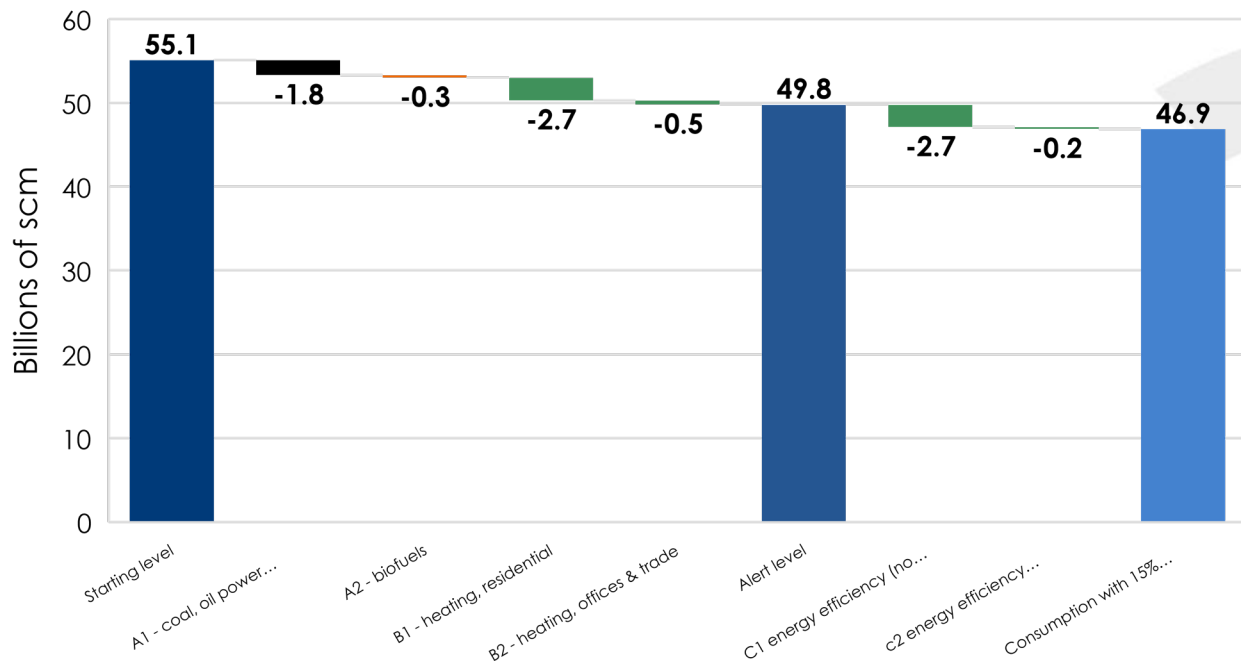


Proiezioni sui flussi del 2022*



Nota: (*) proiezioni sui gasdotti esistenti e sul GNL basate sui flussi di gennaio-luglio annualizzati.
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research

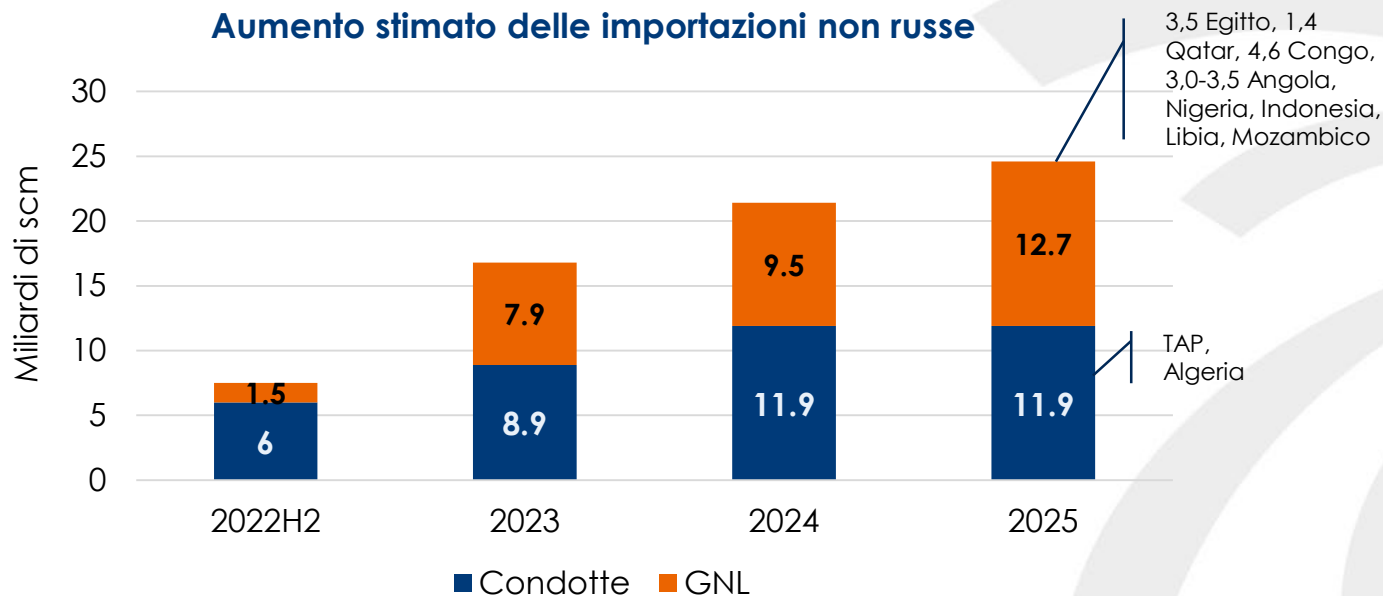
Il piano governativo di riduzione del fabbisogno di gas da agosto 2022 a marzo 2023



Il piano nazionale fissa un obiettivo molto meno ambizioso del 15% suggerito dall'UE, da raggiungere prima utilizzando più carbone e petrolio, poi risparmiando sul riscaldamento degli edifici.

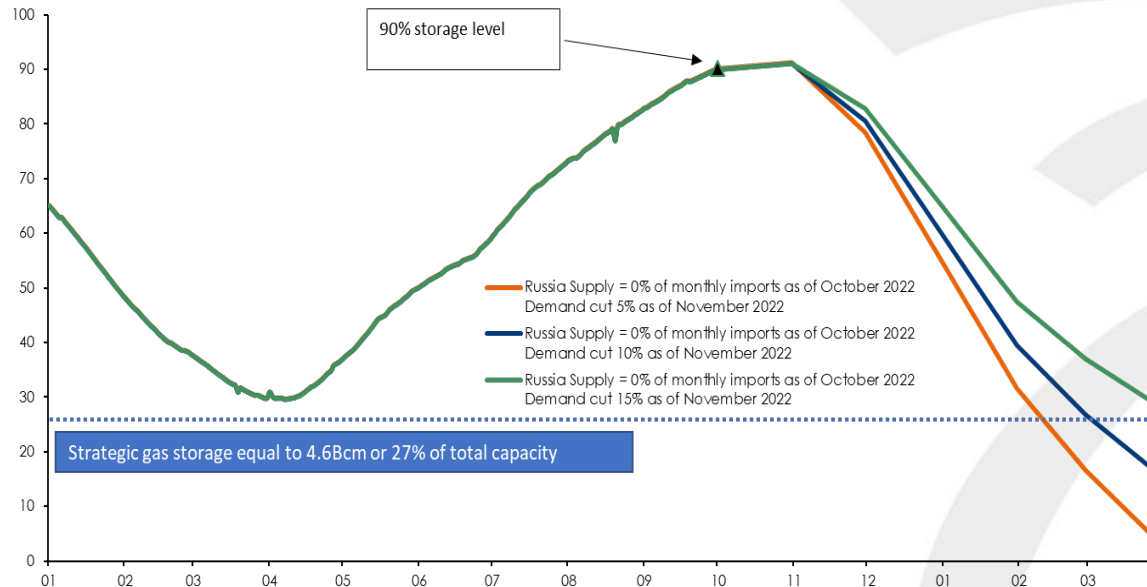
Importazioni di gas: piano di diversificazione

Il Governo prevede di aumentare le importazioni di gas da fonti non russe di 16,8 miliardi di scm nel 2023, salendo a 24,6 miliardi nel 2025.



Se la Russia interrompe ulteriormente i flussi di gas, sarà inevitabile una riduzione della domanda del 10-15%

Stoccaggi di gas in Italia nel caso in cui la Russia interrompa i flussi di gas verso l'Italia

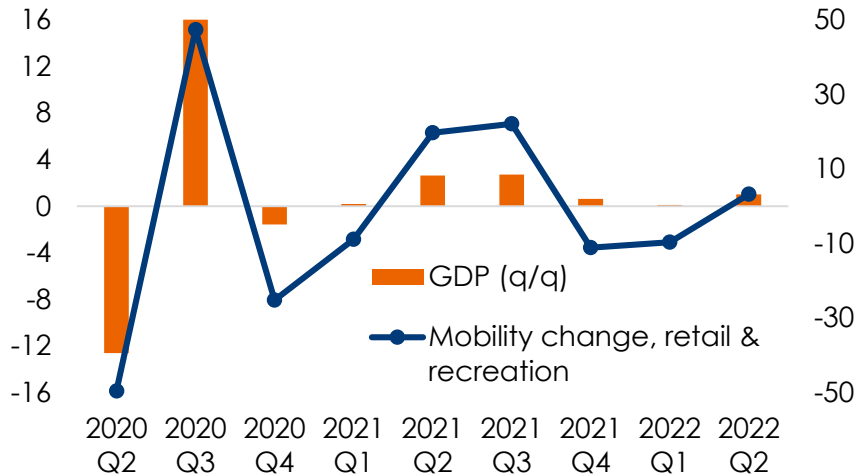


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

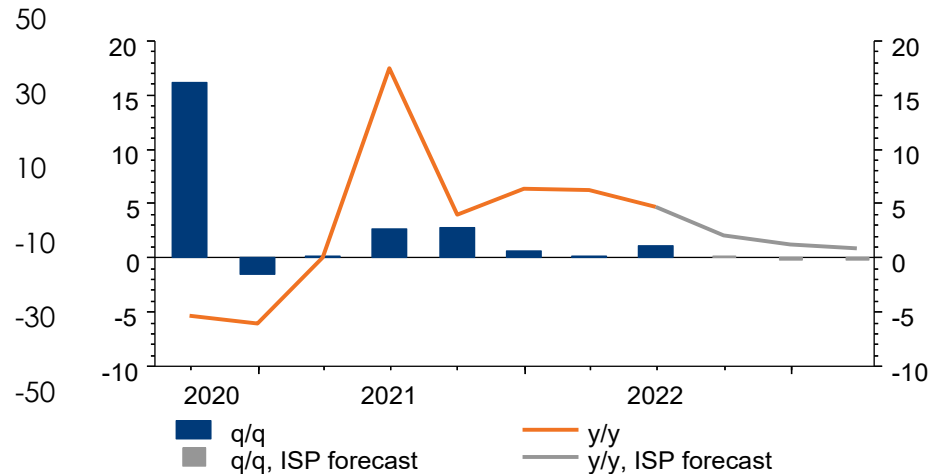
Italia: crescita 2023 ridotta allo 0,6%

Crescita italiana 2023 tagliata da 1,6% a 0,6%, con attese di una recessione “tecnica” tra fine 2022 e inizio 2023. I rischi restano al ribasso per la crescita e al rialzo per l’inflazione. **In caso di interruzione totale dell’import di gas dalla Russia, il PIL potrebbe scendere in territorio negativo l’anno prossimo.**

Il balzo del PIL nel 2° trimestre (+1,1% t/t) dovuto alla maggiore mobilità post Covid

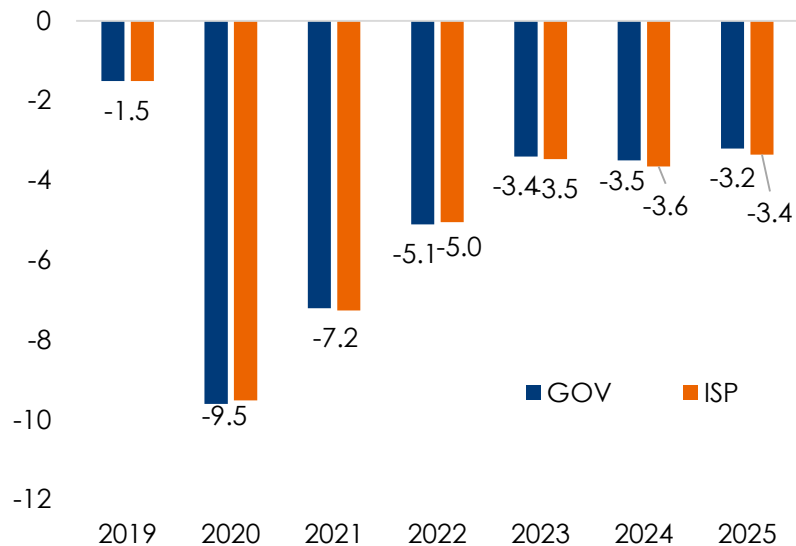


Possibile una contrazione del PIL tra il 4° trimestre 2022 e il 1° trimestre 2023

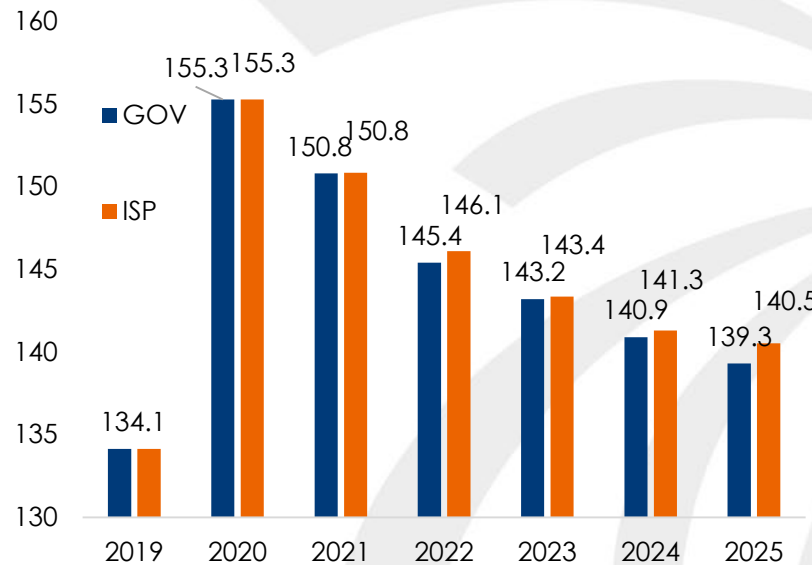


La traiettoria discendente del deficit nei prossimi anni potrebbe essere più lenta del previsto

Deficit/PIL: Previsioni di Intesa Sanpaolo e ultimi obiettivi ufficiali del Governo



Debito/PIL: Previsioni di Intesa Sanpaolo e ultimi obiettivi ufficiali del Governo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, scenario tendenziale NADEF 2022

Agenda

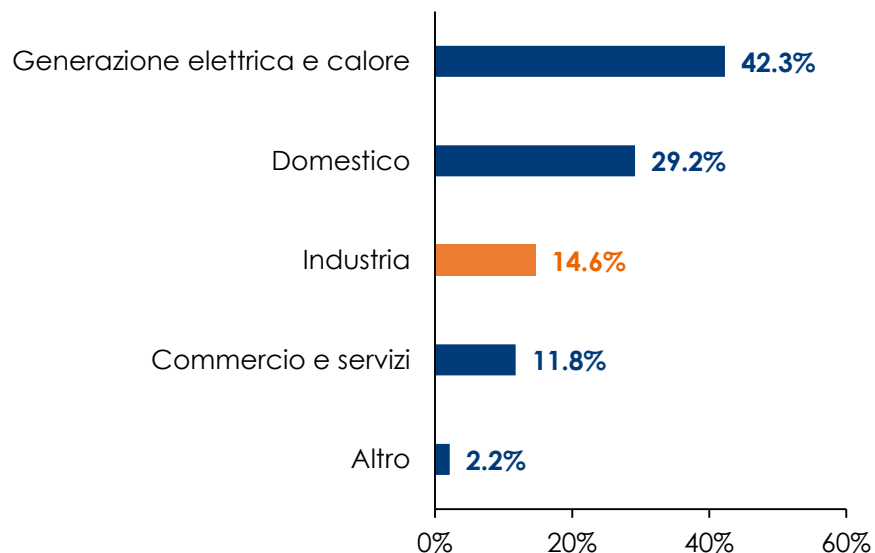
1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

3 Crisi energetica e imprese italiane

L'utilizzo diretto di gas da parte dell'industria appare complessivamente contenuto...

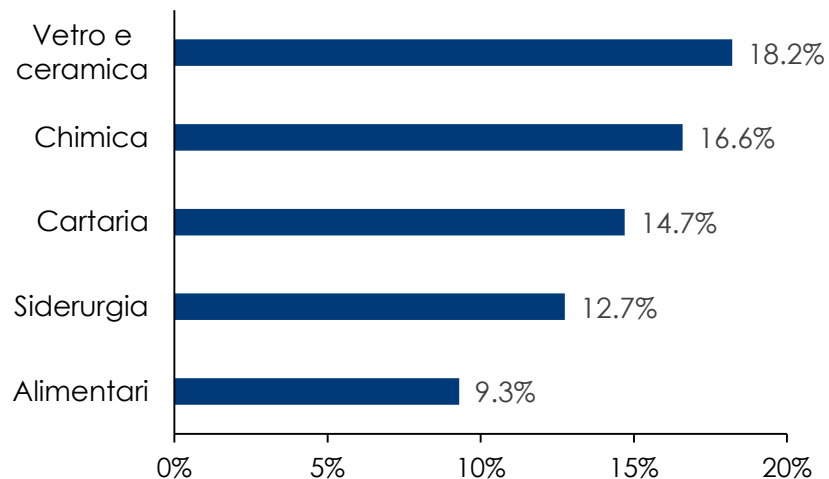
Consumi di gas naturale per macrosettore (% su dati in miliardi di metri cubi 2021 G(m³))



- Il principale utilizzo del gas naturale in Italia è legato alla **generazione di elettricità e calore** (42,3% nel 2021).
- Seguono gli **usi civili** (29,2%), principalmente riscaldamento delle abitazioni.
- **Industria al terzo posto** con il **14,6%**.
- Una quota dell'utilizzo di gas da parte dei settori industriali è inclusa nella voce generazione di elettricità e calore. Una stima basata su dati Eurostat porta il peso dell'industria sui consumi totali di gas italiani al **17,5%** nel 2020. Le stime basate su IHS-Markit portano ad una quota del **21,8%** nel 2021.

...e concentrato in alcuni settori

Settori a maggior utilizzo di gas diretto (% su consumi in milioni di metri cubi*)



Nota: (*) A PCS - Potere Calorifico Standard di 10,58 kWh/m³
 Note: le percentuali sono calcolate sul totale dei consumi che include anche la classe Altri ovvero l'insieme di tutti gli altri comparti. Fonte: elaborazioni Ministero per la Transizione Ecologica su dati Snam Rete Gas

Utilizzi principali del gas naturale nell'industria:

■ Energetici:

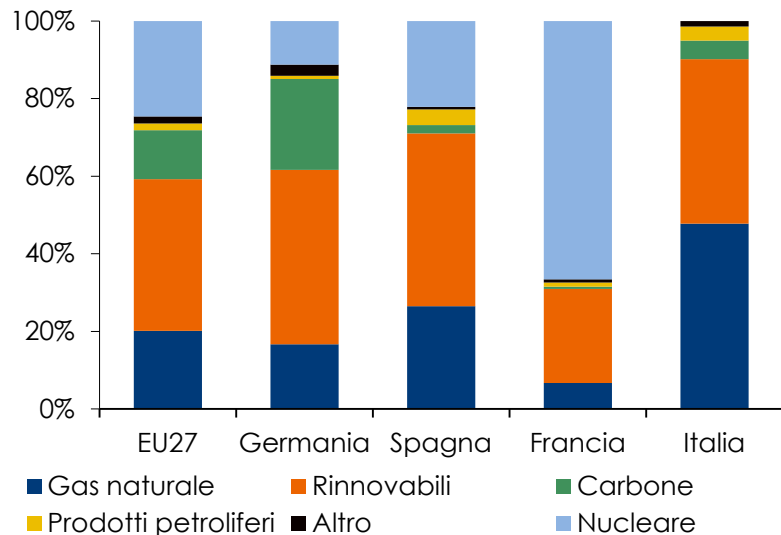
- Energia **termica** soprattutto a temperature elevate (per processi di fusione, cottura, essiccazione).
- Energia **elettrica per autoconsumo**

■ **Non energetici:** nel caso della chimica il gas è utilizzato anche come materia prima per la produzione di ammoniaca, metanolo ecc.), di difficile sostituzione.

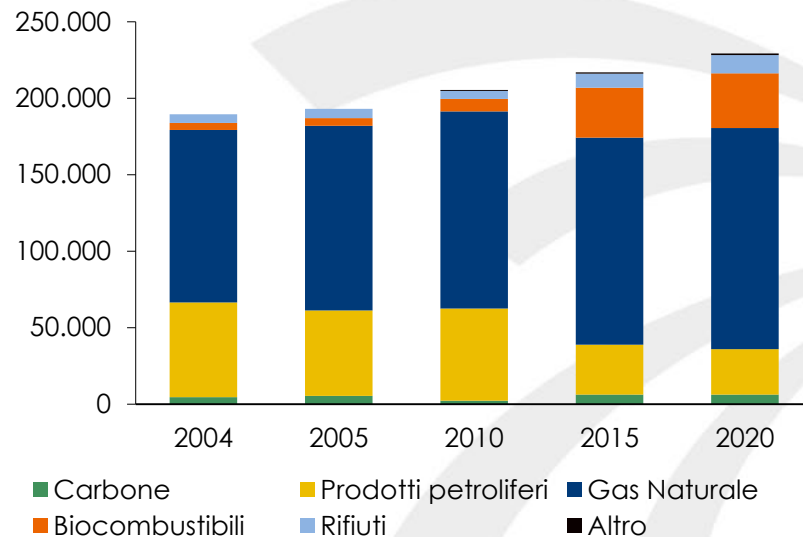
Entro dicembre 2022 la CSEA (Cassa per i Servizi Energetici e Ambientali), che già rende noto l'elenco dei soggetti energivori, dovrebbe pubblicare la lista delle imprese ad alto consumo di gas necessaria per rendere operativa la normativa sulle agevolazioni alle imprese «gasivore».

Il gas resta cruciale nella produzione di elettricità e calore...

Produzione di energia elettrica nei principali paesi europei, dettaglio per fonte
(composizione % 2020)



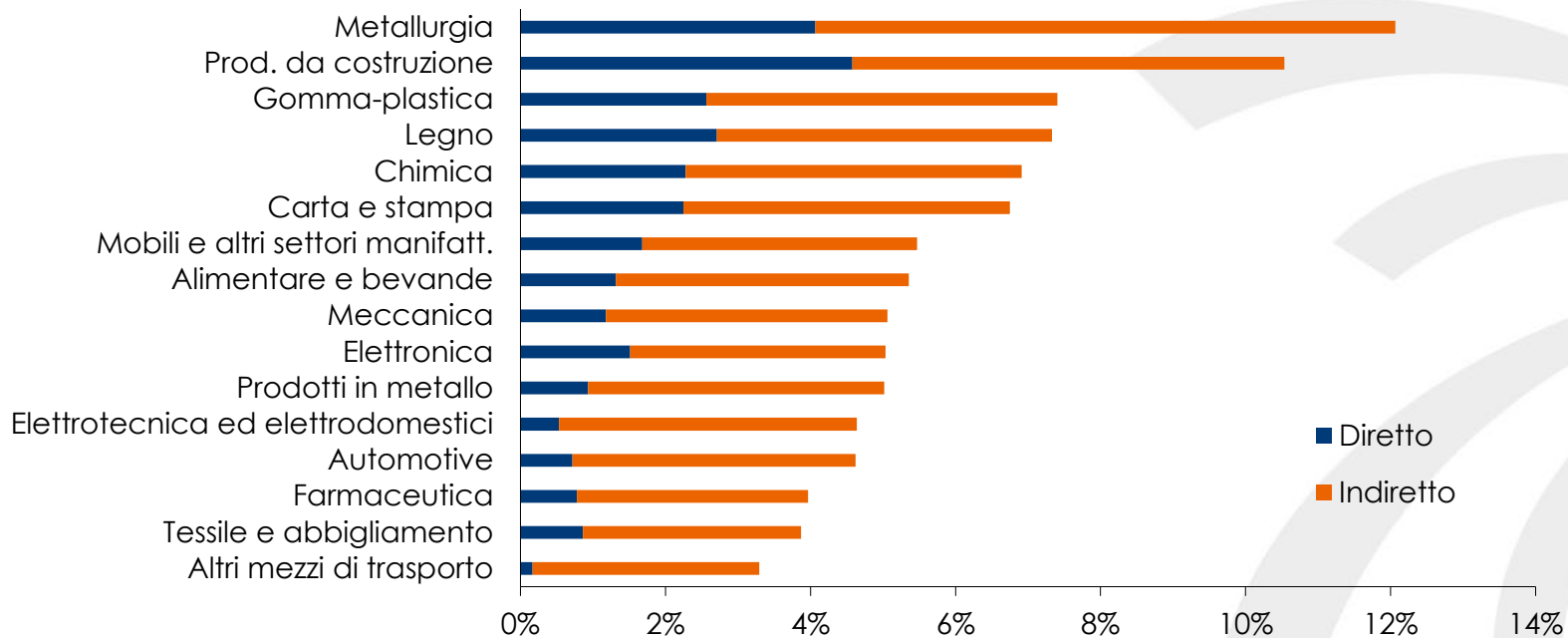
Generazione di calore per fonte in Italia
(Terajoule, TJ)



Nota: nella voce Altro del grafico di destra è incluso il calore prodotto da energia geotermica e da solare termico
Fonte: elaborazioni ISP su dati EUROSTAT (grafico di sinistra) e su dati IEA (grafico di destra)

...generando impatti indiretti importanti anche in altri settori

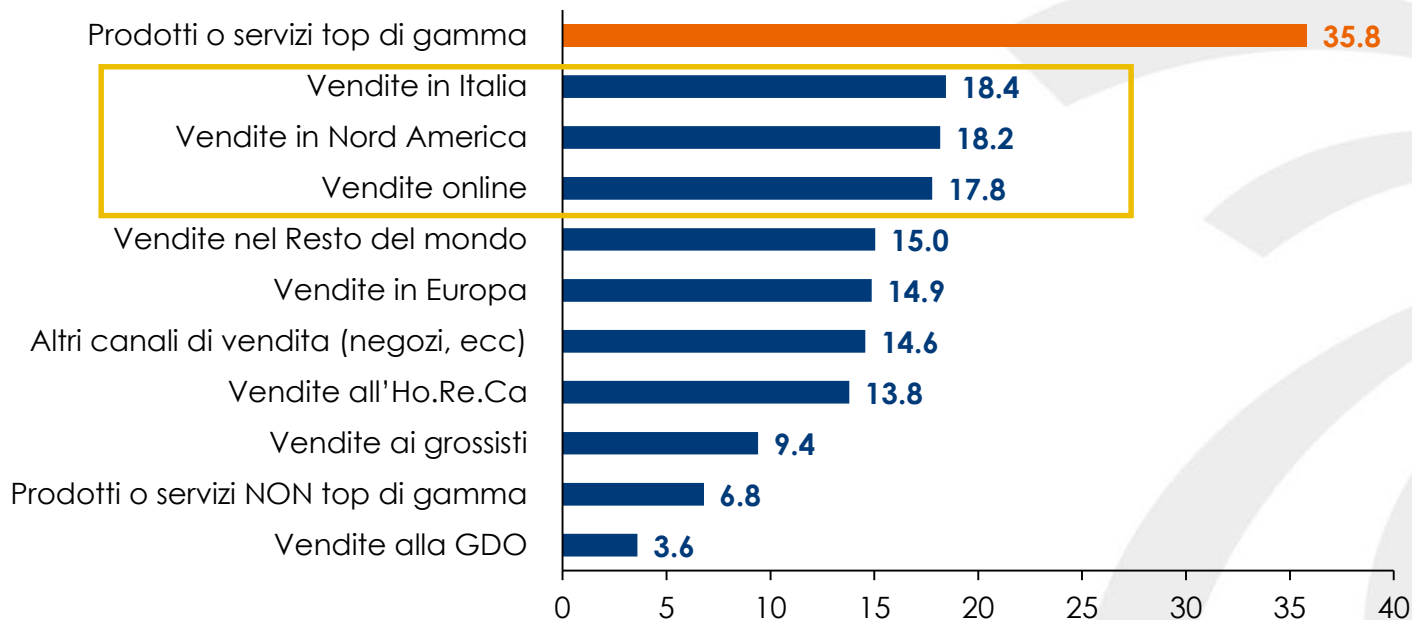
Peso di alcuni input energetici (Ateco 35: gas, energia elettrica, vapore e aria condizionata) **sull'output complessivo dei settori manifatturieri italiani**



Fonte: elaborazioni ISP su tavole input-output ICIO-OECD, Edizione 2021

Qualità cruciale per conservare una buona marginalità

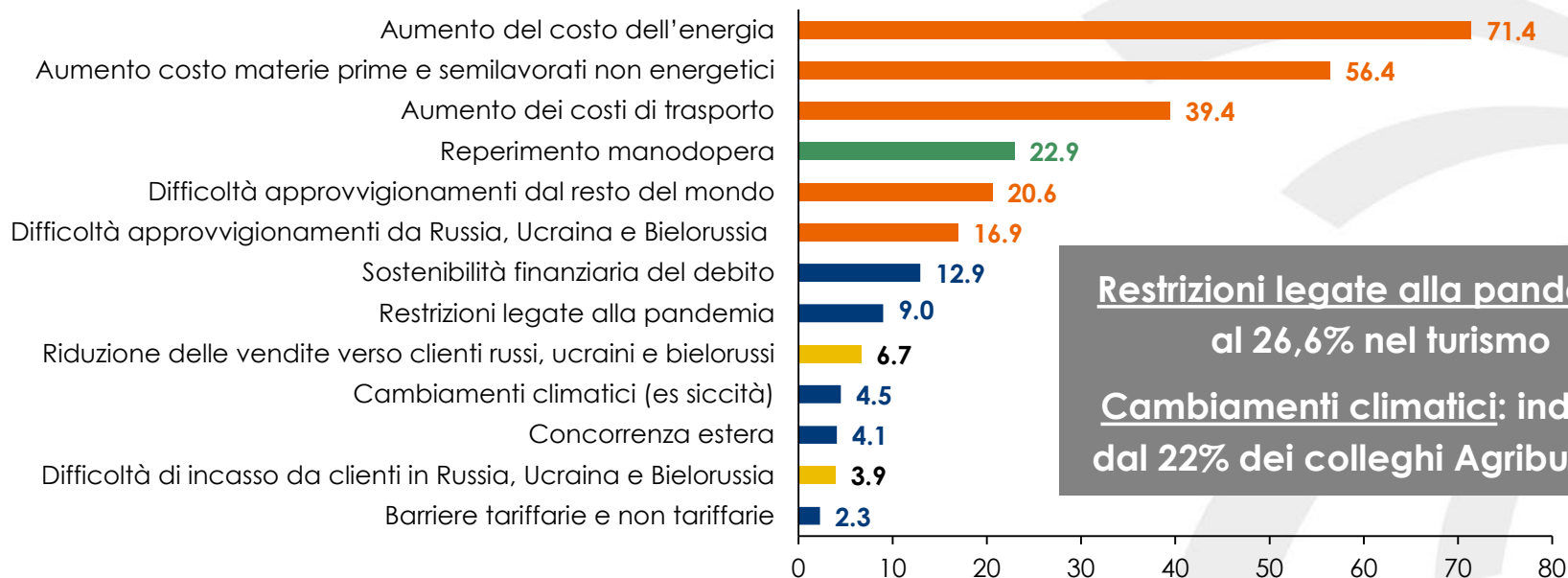
Segmenti, mercati e canali in cui le imprese riusciranno molto probabilmente a rivedere al rialzo i prezzi di vendita nel 2022 (% colleghi; al netto dei «non so»)



*Nota: GDO e Ho.Re.Ca tengono conto solo delle risposte della DR Agribusiness.
Fonte: Intesa Sanpaolo, survey interna con i gestori imprese*

Le criticità: rincari e approvvigionamenti delle commodity. Seguono le difficoltà nel trovare manodopera

Le principali difficoltà incontrate dalle imprese clienti
(% colleghi; al netto dei «non so»; possibili più risposte)



Restrizioni legate alla pandemia:
al 26,6% nel turismo

Cambiamenti climatici: indicata
dal 22% dei colleghi Agribusiness

Un mix articolato di strategie per superare le criticità

I tuoi clienti stanno... (% colleghi; possibili più risposte)



Fonte: Intesa Sanpaolo, survey interna con i gestori imprese

Importanti comunicazioni

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

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

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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

A cura di

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