



## Sommario

Economia mondiale	► La guerra sconvolge lo scenario globale. L'impatto sull'economia sarà pesante. Il petrolio alle stelle.
Economia italiana	► Rallenta la ripresa, aumentano le incertezze. Via libera della UE alla prima rata del PNRR.
Materie prime	► Grande instabilità e tensione sui mercati di materie prime, con aumenti generalizzati.
Valute	► La guerra condiziona i mercati valutari: scendono euro, sterlina e rublo; salgono dollaro, yen e yuan.
Credito	► La BCE non alza i tassi, ma teme l'inflazione. In Italia sofferenze bancarie in forte riduzione.
Inflazione	► Prezzi ai massimi dal 1995. Rincarì anche sugli alimentari.



## ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>3,8%</b>	<b>+4,1%</b>	<b>+8,2%*</b>
	febbraio 2022	gennaio 2021/2020	gennaio 2021/2020
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>6,8%</b>	<b>+1,6%</b>	<b>-3,9%**</b>
	gennaio 2021	dicembre 2021/2020	dicembre 2021/2020

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ La guerra sconvolge lo scenario globale.
- ▶ L'impatto sull'economia sarà pesante.
- ▶ Il petrolio alle stelle.

### In breve...

A fine febbraio lo scenario globale è stato radicalmente sconvolto da un evento che nessuno aveva previsto e che riporta indietro la storia europea di 75 anni: una guerra in Europa, l'invasione militare di un paese sovrano da parte di un altro paese. Fare previsioni è oggi impossibile, tanto il corso degli eventi è stato e sarà determinato dalla volontà del presidente Putin. Le possibilità sono molteplici, fino al tentativo di ampliare della sfera territoriale russa verso il Baltico o gli altri paesi dell'Est.

Dal punto di vista economico gli effetti della guerra saranno in ogni caso drammatici. Non tanto per l'impatto diretto sui flussi commerciali, per quanto rilevanti; quanto piuttosto per le ricadute sui mercati finanziari, dell'energia e delle commodity. Ne saranno sconvolti gli equilibri geopolitici globali: la centralità del modello occidentale, già in crisi, è forse definitivamente tramontata senza che sia in vista un nuovo equilibrio.

Le sanzioni finora imposte da tutti i paesi occidentali possono colpire duramente l'economia russa ma non metterla in ginocchio. Un colpo certamente più letale verrebbe dal blocco delle importazioni di gas, petrolio e commodity, che per la Russia rappresentano oltre il 50% delle entrate. Ma questo avrebbe un impatto durissimo anche per l'Europa (molto meno per gli Stati Uniti e gli altri paesi avanzati), fortemente dipendente dal gas russo (e, in misura più ridotta, dal suo petrolio): non è certamente realistico dichiarare che in 12 o 24 mesi la dipendenza energetica dalla Russia possa essere ridotta in modo significativo. Gli Stati Uniti hanno maggiore libertà di azione data la loro modesta dipendenza dalle forniture russe (meno del 3% del petrolio consumato). Anche sul piano finanziario le ricadute sono enormi. Le sanzioni hanno precluso alla banca centrale russa di accedere alle proprie riserve valutarie, rendendo di fatto impossibile a imprese e istituti bancari russi di operare sui mercati esteri. Il default sui titoli sovrani e corporate denominati in dollari sarà a breve inevitabile. Ne subiranno le conseguenze anche le banche europee (e gli investitori) più esposte sul mercato russo.

Il ruolo della Cina è cruciale. Dopo la dichiarazione congiunta in occasione delle Olimpiadi di Pechino, apertamente anti-occidentale, la potenza asiatica nei primi giorni ha mantenuto una linea di neutralità, senza condannare esplicitamente l'invasione (anzi senza neppure parlare di invasione) e cal-

degiando soluzioni diplomatiche. Con l'escalation del conflitto e il manifestarsi degli obiettivi di Putin, la Cina dovrà mutare linea e prendere una posizione più netta. La potenza asiatica ha una visione di lungo periodo e l'obbiettivo principale è la stabilità: la guerra sta costando cara anche alla Cina e nulla è meno gradito che essere vista come complice di una aggressione sempre più cruenta. Quale corso prenderanno gli eventi dipenderà molto anche dall'atteggiamento cinese.

### **Le sanzioni dell'Occidente**

In queste convulse settimane molto si è discusso sugli strumenti di pressione che i paesi dell'Occidente (a partire da Unione Europea e Stati Uniti) hanno a disposizione per indurre la Russia a fermare l'invasione dell'Ucraina. Esclusa l'opzione militare e nella crescente consapevolezza che la mediazione politica ha limitati margini, ci si è concentrati sulle sanzioni, di tipo economico e/o personale, rivolte cioè a singoli individui.

### **Solo demagogia contro gli oligarchi**

Le sanzioni contro i cosiddetti oligarchi, per quanto mediaticamente molto popolari (e politicamente remunerative per chi le impone), sono una mossa puramente demagogica, che non può fare niente per modificare le decisioni di Putin, né per danneggiare l'economia russa. Gli oligarchi politicamente contano poco o nulla, gli oppositori (pochi) sono stati eliminati o messi da parte. Peraltro, non è difficile eludere controlli e sanzioni, come ampiamente dimostrato in questi giorni.

### **Swift: un'arma spuntata**

La UE ha escluso sette banche russe dal circuito Swift, un sistema di certificazione che garantisce identificazione e riservatezza delle transazioni bancarie, cui aderiscono migliaia di istituti di credito di tutti i paesi. Queste banche rappresentano un quarto del sistema bancario russo. L'esclusione dal sistema Swift in teoria non impedisce alle banche russe di operare con quelle europee ma rende le transazioni più rischiose e, soprattutto, espone le banche non allineate al pericolo di future limitazioni dell'operatività.

### **Escluse le maggiori banche**

Tuttavia, dal bando sono state escluse le maggiori banche russe, a partire da Sberbank e Gazprombank. Inoltre, il termine di dieci giorni prima dell'entrata in vigore del bando ha di fatto consentito alle banche di prendere le contromisure necessarie, dirottando i pagamenti attraverso banche non escluse. Il sistema cinese alternativo a Swift è stato aperto alle banche russe ma non ha la portata di Swift e non è quindi ritenuto una soluzione permanente.

### **Le misure americane**

Le sanzioni americane consistono finora nella proibizione di qualsiasi transazione e nel congelamento degli asset di una lista definita di banche russe, incluse quelle principali. Tuttavia sono state finora escluse le transazioni legate a gas e petrolio. Inoltre, gli Stati Uniti hanno per ora escluso le sanzioni cosiddette secondarie, che colpiscono qualunque banca, indipendentemente dalla sua nazionalità, che finanzia il commercio petrolifero. Sanzioni che erano state imposte in precedenza a Iran e Corea del Nord.



### **Le sanzioni alla banca centrale**

Di ben altra portata sono le sanzioni imposte alla banca centrale russa. A fine febbraio le banche centrali e gli operatori finanziari dei maggiori paesi occidentali hanno precluso alla banca centrale russa di accedere alle proprie riserve valutarie, congelandole e vietando ogni transazione con la banca, che non ha più la possibilità di vendere titoli o ritirare liquidità. Le operazioni in valuta sono dunque di fatto impossibili.

### **Congelata la maggior parte delle riserve valutarie**

Nel giro di 24 ore, la banca centrale e i cittadini russi hanno perso la possibilità di utilizzare il 60% delle riserve valutarie, pari a 388 miliardi di dollari su un totale di 643 miliardi. Hanno inoltre perso l'accesso a una serie di asset detenuti dalle banche centrali dell'Occidente (285 miliardi) e delle banche commerciali e società di brokeraggio (103 miliardi).

### **Le riserve della banca centrale russa**

La banca centrale dispone di 135 miliardi di oro, 84 miliardi di obbligazioni denominate in renminbi, 5 miliardi presso il Fondo Monetario e 30 miliardi di liquidità in valuta. Tuttavia le sanzioni vietano la vendita delle riserve auree per convertirle in dollari ed euro. In teoria, le obbligazioni denominate in valuta cinese possono essere rivendute alla Cina, ma le banche cinesi hanno finora rifiutato transazioni con la Russia.

### **Sistema bancario sotto pressione**

Il sistema bancario russo è sotto pressione. Le imprese e i cittadini hanno depositi in dollari o euro pari a 280 miliardi di dollari presso le banche russe. Tuttavia né le banche né la banca centrale hanno disponibilità sufficienti di valuta estera per consentire prelievi. Si è scatenata una corsa a prelevare rubli nel timore di un'ondata di fallimenti delle banche più esposte, come avvenne nel 1998 all'epoca del default.

### **Un parere molto critico sull'efficacia delle sanzioni**

Dubbi sull'efficienza di queste sanzioni sono stati espressi a inizio marzo dall'ex-editorialista del Financial Times Wolfgang Münchau, uno dei più acuti analisti dell'economia e della politica internazionali. Secondo Münchau, le uniche sanzioni davvero efficaci dovrebbero colpire le esportazioni russe di gas e petrolio. Le entrate derivanti dalle fonti energetiche rappresentano infatti circa la metà del budget del Cremlino e sono, dunque, cruciali per finanziare lo sforzo bellico.

### **L'Europa andrà fino in fondo?**

Ma secondo Münchau i paesi occidentali non hanno nessuna intenzione di applicarle, nella consapevolezza che il danno, sociale ed economico, non sarebbe tollerabile per l'Europa. L'Europa importa il 25% del petrolio e il 40% del gas dalla Russia: non solo i cittadini non accetterebbero di buon grado prezzi alle stelle o austerità energetica, ma l'attività industriale ne sarebbe pesantemente condizionata. Del resto, non va dimenticato che è stata proprio l'Europa, negli anni, a creare e rafforzare questa dipendenza così stretta dalla Russia.

### Stati Uniti: poco petrolio arriva dalla Russia

Diversa la situazione degli Stati Uniti. L'embargo sulle importazioni di petrolio dalla Russia è una mossa principalmente simbolica ma priva di efficacia: solo l'8% del petrolio importato dagli Stati Uniti e il 3% dei consumi provengono dalla Russia.

### Solidarietà dalla poltrona di casa

In sostanza, secondo Münchau l'Europa non è pronta a imporre sanzioni nelle aree più vitali per la Russia. Putin ha valutato che l'Occidente continuerà ad acquistare gas e petrolio russi e può, dunque, permettersi di proseguire la sua strategia militare, che non si fermerà alla frontiera ucraina ma proseguirà ben oltre: se non subito, nei prossimi anni. Münchau conclude che la UE è solidale con l'Ucraina da una distanza di sicurezza, "da salotti riscaldati dal gas russo". Vedremo nelle prossime settimane se questa amara analisi si rivelerà corretta.

### Centrale il ruolo della Cina

La Cina può avere un ruolo cruciale. Negli ultimi mesi Cina e Russia hanno consolidato i loro legami in funzione anti-occidentale: un Occidente visto come ostile, pronto a colpire gli interessi delle due potenze rivali. Una visione alimentata anche dalla strategia apertamente conflittuale verso la Cina dell'amministrazione Trump, che vedeva nel colosso asiatico un avversario da distruggere o limitare con ogni mezzo. Oggi circa un quarto delle importazioni della Russia proviene dalla Cina. La Cina è il principale cliente del petrolio russo: 23 miliardi di dollari nel 2020 su un totale di 110 miliardi. Sta crescendo anche il suo peso come consumatore di gas russo, ma è ancora lontana dall'Europa. Il gasdotto Power of Siberia può trasportare 28 miliardi di mc di gas/anno verso la Cina, molto inferiore alle quantità dirette in Europa via Nord Stream 1, Yamal Europe e gli altri gasdotti est-ovest.

### L'accordo olimpico tra Putin e Xi Jinping

Durante i giochi olimpici invernali, Putin e Xi Jinping hanno sottoscritto una dichiarazione congiunta di grande importanza per la futura architettura delle relazioni internazionali. Non si tratta di una convenzionale espressione di



amicizia tra popoli, ma di netta presa di posizione contro i valori e le politiche dei paesi dell'Occidente, nella ricerca di un fronte comune economico e, almeno potenzialmente, anche militare.

### **Un salvagente finanziario per la Russia**

Quale ruolo può giocare la Cina? Nell'immediato, la Cina può fornire un importante sostegno finanziario alla Russia. La banca centrale cinese ha un currency swap di svariati miliardi di dollari con l'omologa russa e può quindi fornire liquidità per finanziare le transazioni commerciali. Inoltre, a giugno 2021, il 13% delle riserve valutarie russe (pari a circa 77 miliardi) erano in asset denominati in yuan: la vendita di questi titoli fornirebbe ulteriore liquidità. Infine, la Cina ha iscritto le banche russe nel sistema di pagamenti interbancari interni, l'alternativa cinese a Swift, superando così il bando europeo. Tuttavia questo circuito è ritenuto di portata molto più limitata rispetto allo Swift.

### **Gli interessi della Cina divergono da quelli russi**

Al di là di questi strumenti di emergenza si discute sul sostegno politico che la Cina intenderà fornire alla politica aggressiva ed espansionistica della Russia. Finora Xi Jinping ha mantenuto una linea prudente e ambigua, evitando di condannare la Cina (v. voto di astensione sulla risoluzione delle Nazioni Unite) e caldeggiando soluzioni diplomatiche, senza peraltro proporsi come mediatore. Un'ulteriore escalation del conflitto e l'allargamento ai paesi confinanti renderebbe insostenibile questa linea di condotta e costringerebbe a scelte più esplicite: di sostegno alla Russia o di distacco. Certamente un mondo dominato dalla paura della guerra non è negli interessi di lungo periodo della Cina, che ha nella supremazia economica e tecnologica, e non nell'espansione territoriale, il suo principale obiettivo strategico. La stabilità del contesto globale è il principale obiettivo della politica cinese, che ha sempre mantenuto una visione di lungo periodo. Essere vista come complice di aggressione sempre più cruenta e dagli esiti incerti, non è certamente nell'interesse della Cina. È dunque molto probabile che, con il progredire del conflitto, la posizione cinese sarà molto più attiva alla ricerca di una mediazione. Starà ai paesi occidentali, e all'Europa in primo luogo, cercare di fare leva sugli interessi cinesi ammorbidendo posizioni antagoniste espresse negli ultimi anni.

### **Quanto saliranno i prezzi del petrolio?**

Petrolio, materie prime e mercati finanziari sono nell'occhio del ciclone, come sempre avviene in epoche di grande turbolenza e incertezza. Quanto salirà il prezzo del petrolio? Allo stato attuale nessuno è in grado di fare previsioni. Già prima dell'invasione russa gli analisti avevano previsto che il prezzo fosse destinato a stabilizzarsi al di sopra dei 100 dollari/barile: le sanzioni potrebbero farlo salire ben al di sopra dei 150 dollari, forse addirittura verso i 200 dollari.

### **L'OPEC temeva una sovrapproduzione**

L'offerta peraltro non è rigida. La IEA (International Energy Agency) aveva stimato il mese scorso (prima dello scoppio della guerra) che nel 2022 la produzione sarebbe aumentata di circa 6,3 milioni di barili/giorno. L'OPEC ha una capacità di riserva di circa 4 milioni/giorno. All'inizio dell'anno Arabia Saudita e UAE erano riluttanti ad aumentare la produzione nel timore di una possibile sovrapproduzione ma potrebbero oggi rivedere la loro posizione.

### **Greggio russo a prezzi scontati**

Si calcola che almeno il 70% della produzione russa potrebbe non trovare acquirenti a causa di difficoltà logistiche e rischio di sanzioni. Le spedizioni nell'area del Mar Nero sono interrotte, con implicazioni anche su petrolio greggio e prodotti raffinati, minerale di ferro, acciaio e prodotti agricoli.

Le esportazioni russe sono pari a circa 8 milioni di barile/giorno e non possono essere rimpiazzate nell'immediato, ma nel medio termine le cose cambiano. Il greggio russo oggi è offerto a prezzi scontati. Con decisione molto critica, a inizio marzo la Shell ha acquistato 100.000 ton di petrolio russo al prezzo scontatissimo di 28,50 dollari/barile: una mossa che, peraltro, non viola alcuna sanzione.

### **Materie prime e energia**

Dallo scoppio della guerra, anche i prezzi delle commodity non energetiche stanno salendo verticalmente. Dal 24 febbraio al 7 marzo l'indice globale S&P GSCI è salito da 650-660 a 800: il record assoluto. I rincari sono il risultato sia della riduzione delle quantità disponibili sul mercato, sia dell'aumento delle scorte precauzionali da parte degli utilizzatori, nel timore di prossime restrizioni.

A questi fattori si aggiungono le difficoltà logistiche. Ad esempio, MSC e Maersk, due delle più grandi compagnie marittime portacontainer, hanno sospeso i collegamenti con la Russia, senza contare l'inaccessibilità dei porti ucraini (Odessa in primis).

### **Acciaio e alluminio in tensione**

Nel caso dell'acciaio, ad esempio, commodity già esposta al rincaro di gas e energia, il restringimento del raggio di azione produttivo, con l'intera zona del Mar Nero e la Russia momentaneamente fuori dai giochi, sta determinando un'effettiva carenza di semilavorati sul mercato. Nel caso dell'alluminio l'effetto Russia è estremamente forte e il timore che non possa più arrivare materiale sta spingendo i prezzi.

### **La Russia grande fornitore di molte commodity**

La Russia è un player di primaria importanza per molte commodity strategiche. Del gas naturale si è ampiamente parlato. La Russia è il più grande produttore mondiale, con riserve conosciute pari a 37.000 milioni di mc (il 20% del totale mondiale); è il principale produttore con 638 miliardi di mc/anno (16,5% della produzione mondiale). È il maggiore fornitore dell'Europa e dell'Italia, con una quota rispettivamente del 40 % e del 46% tra gas importato via terra (pipeline) e via marittima (GNL).

### **Petrolio: Russia terzo produttore mondiale**

Per quanto riguarda il petrolio, la Russia è il 3° produttore mondiale di petrolio (dopo Usa e Arabia Saudita), con una quota di mercato del 12,1% e una produzione giornaliera di circa 11 milioni di barili di petrolio/giorno. L'Europa importa dalla Russia circa 138 milioni di barili anno di petrolio greggio, pari al 29% delle importazioni totali. A questi si aggiungono 57 milioni/ton di prodotti raffinati (38% del totale). L'Italia tra gennaio e novembre 2021 ha importato 51,6 milioni di ton di petrolio greggio; il 10% proviene dalla Russia (5,1 milioni di ton).

### Nickel e altri minerali strategici: la Russia conta

Inoltre, la Russia è il 3° produttore mondiale di nickel (minerale essenziale per le batterie delle auto elettriche) con 280.000 ton/anno. È il 3° produttore mondiale di alluminio con 3,7 milioni ton/anno (5,5% del totale globale); il 5° produttore mondiale di acciaio con 71,6 milioni ton (3,8%). L'Ucraina ha una produzione di acciaio pari a quella dell'Italia (20 mil/ton anno), seppure di qualità inferiore. La Russia è anche il 3° produttore mondiale di oro, con una quota di mercato del 9,4%. La Russia produce il 37% del palladio mondiale: la materia prima viene solitamente trasportata per via aerea, cosa oggi impossibile data la chiusura dello spazio aereo russo.

### Ucraina e Russia granai d'Europa

Infine, sia la Russia che l'Ucraina sono grandi produttori e esportatori di grano. La Russia è il terzo produttore mondiale (73 milioni di ton nel 2020) e circa 35 milioni di ton sono esportati, principalmente verso i paesi europei. Da parte sua l'Ucraina ha esportato 26 milioni di ton. Quantità importanti che non possono essere facilmente rimpiazzate nel breve termine.

### Per alcune banche in vista perdite pesanti

Infine, non va dimenticato l'impatto sul sistema bancario europeo. Le banche più esposte verso la Russia sono Credit Agricole, Deutsche bank, ING, Santander, Société Generale e Unicredit, che hanno subito pesanti cadute in borsa. Société Generale, ad esempio, è proprietaria di una delle più grandi banche private in Russia. Le filiali di Sberbank nell'Europa centrale sono a rischio default e liquidazione. Un buon numero di grandi banche europee ha un rapporto asset to equity superiore a 30: una riduzione del 3-4% nel valore degli asset ha il potenziale di azzerare il valore del capitale. Inoltre, migliaia di fondi di investimento dovranno cancellare o ridurre pesantemente il valore dei titoli russi in portafoglio.

### Previsioni economia mondiale (crescita percentuale reale rispetto all'anno precedente)

	2021	2022	2023		2021	2022	2023
<b>Mondo</b>	5,5	4,1	3,2	Economie emergenti e in via di sviluppo	6,3	4,6	4,4
<b>Economie avanzate</b>	5,0	3,8	2,3	Russia	4,3	2,4	1,8
USA	5,6	3,7	2,6	Cina	8,0	5,1	5,3
Giappone	1,7	2,9	1,2	India	8,3	8,7	6,8
Area Euro	5,2	4,2	2,1	Sudafrica	4,6	2,1	1,5
Germania (*)	2,7	3,8	2,5	Brasile	4,9	1,4	2,7
Francia (*)	6,7	3,5	1,8	Turchia	9,5	2,0	3,0
Italia (*)	6,2	3,8	2,2	<b>Commercio mondiale</b>	<b>9,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,7</b>
Spagna (*)	4,9	5,8	3,8				

Fonte: World Bank, gennaio 2022.

Fonte (\*): FMI, gennaio 2022.

**NB:** le previsioni della World Bank e del Fondo Monetario Internazionale sono state pubblicate in gennaio e non tengono quindi conto degli effetti della guerra in Ucraina.



### Nel quarto trimestre 2021 crescita al 7,0%

Dopo la crescita del 2,3% del terzo trimestre, i dati definitivi relativi al trimestre ottobre-dicembre registrano un aumento del PIL pari al 7,0% rispetto al trimestre precedente. Al dato contribuiscono il positivo andamento di scorte, consumi delle famiglie, export, investimenti fissi non residenziali; in calo la spesa pubblica a ogni livello (federale, statale e locale). L'aumento della spesa per consumi è particolarmente marcato nei servizi (tempo libero, trasporti, sanità). Diminuisce la spesa pubblica per la difesa (livello federale) e per retribuzioni degli impiegati pubblici soprattutto nell'istruzione (livello statale e locale). L'accelerazione registrata nel quarto trimestre rispetto al periodo precedente deriva dal maggiore dinamismo di consumi, export e scorte, nonché dalla flessione più attenuata di investimenti fissi residenziali e spesa federale. Al contrario, accelera la riduzione della spesa statale e locale.

### Mercato del lavoro: a febbraio record di nuovi posti

La rilevazione di febbraio fa registrare un nuovo, consistente incremento dell'occupazione, con 678.000 nuovi posti creati nel mese dopo i 481.000 di gennaio e i 588.000 di dicembre. Il tasso di disoccupazione scende al 3,8%. Dall'inizio del lungo percorso di recupero post-pandemia (aprile 2020) l'economia americana ha creato quasi 20 milioni di posti di lavoro; il gap resta di 2,1 milioni (ovvero l'1,4% del livello iniziale). Quasi tutti i settori produttivi fanno segnare un andamento positivo: attività ricettive e tempo libero (+179.000), servizi professionali e alle imprese (+95.000 unità), sanità (+64.000), commercio al dettaglio (+37.000), logistica (+48.000), costruzioni (+60.000), manifattura (+36.000), servizi finanziari (+35.000), assistenza sociale (+31.000). Variazioni di minore entità sono riferibili al comparto estrattivo e al settore pubblico (education, ecc.).

Confrontando la situazione attuale con quella pre-crisi, il settore in maggiore sofferenza resta di gran lunga quello ricettivo e del tempo libero, che deve recuperare 1,5 milioni di posti, ovvero più del 9% del livello iniziale. Al contrario, alcuni comparti hanno già ampiamente superato i livelli occupazionali pre-crisi: è il caso dei servizi professionali e alle imprese, che ha superato di 596.000 unità il livello iniziale. Lo stesso vale per logistica (+584.000 posti rispetto a febbraio 2020), commercio al dettaglio (+104.000), servizi finanziari (+31.000); il comparto delle costruzioni si è quasi riportato al livello pre-pandemia. Il settore manifatturiero deve colmare un gap di 178.000 posti (1,4%). Infine, va notato che la retribuzione media oraria dei dipendenti privati è salita a 31,58 dollari/ora; la settimana lavorativa media è di 34,7 ore, che sale a 40,7 ore nel manifatturiero (inclusi gli straordinari).

### Le utility rilanciano la produzione industriale ma la manifattura stenta

Dopo lo stop di dicembre (-0,1% il dato definitivo), secondo i dati preliminari a gennaio l'indice della produzione industriale fa segnare un consistente aumento (+1,4%). Rispetto a gennaio la variazione è del +4,1%; il livello della produzione è superiore del 2,1% a quello pre-pandemia. La positiva variazione di gennaio deve molto al marcato rimbalzo delle utility (+9,9%): a dicembre l'output di questo comparto era stato condizionato dalle temperature particolarmente calde; a gennaio, viceversa, temperature inferiori alla media hanno determinato un forte aumento della domanda di riscaldamento.

L'output aumenta dello 0,2% nel comparto manifatturiero e dell'1,0% in quello estrattivo. Il tasso di utilizzo degli impianti sale al 77,6%, circa 2 punti al di sotto della media di lungo periodo.

### **Indice ISM: a febbraio la crescita si rafforza**

A febbraio l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of Supply Management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, registra la crescita dell'attività produttiva per il 21° mese consecutivo. L'indicatore si rafforza sensibilmente rispetto alla lettura del mese precedente. L'industria rimane in una fase di sviluppo trainata dalla domanda e frenata dalla scarsità di offerta di materiali. Tuttavia, vi sono segnali di miglioramento e le imprese sono ottimiste sulle prospettive per i prossimi mesi. Su 18 settori, 16 riscontrano un aumento di produzione e ordini. Non cambiano le valutazioni del settore automotive. Le imprese producono al massimo delle possibilità offerte dalla disponibilità di lavoro e materiali. Nel comparto della meccanica le imprese rilevano un aumento del fatturato del 10% rispetto allo scorso anno.

### **Accelerano le vendite al dettaglio**

Dopo la brusca frenata di dicembre (-2,5%), a gennaio le vendite al dettaglio riprendono a correre (+3,8%); il confronto con lo scorso anno registra un incremento del 13,0%. Nel trimestre novembre-gennaio le vendite sono aumentate del 16,1% rispetto allo scorso anno.

A gennaio quasi tutte le voci di spesa segnano aumenti elevati, con punte massime per abbigliamento (+19,1% rispetto a gennaio 2021), materiali da costruzione e giardinaggio (+12,7%), auto e accessori (+11,4%), alimentari (+7,2%); la spesa per la ristorazione è aumentata del 24,1%. In lieve calo la spesa per prodotti elettronici (-3,0%), articoli sportivi e per il tempo libero (-0,8%).

### **Bene la domanda di beni durevoli**

Dopo l'aumento di dicembre (+1,2% rispetto al mese precedente secondo i dati definitivi, rivisti al rialzo rispetto alle stime preliminari), a gennaio la domanda di beni durevoli manufatti sale a 277,5 miliardi, in aumento dell'1,6% rispetto al mese scorso. Al netto degli ordini di mezzi di trasporto, gli ordini segnano un incremento dello 0,7%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è del +1,6%. Gli ordini di mezzi di trasporto aumentano del 3,4%. Quanto agli ordini di beni capitali, la domanda del comparto extra-difesa registra un aumento del 4,2%, mentre il comparto della difesa incrementa gli ordinativi del 15,7%. Come sempre, in questo comparto il dato mensile negativo segue quello di entità opposta registrato a dicembre (-28,4%). L'85% degli ordini di beni capitali proviene dai comparti extra-difesa.

### **Mercato immobiliare: pochi gli immobili di fascia media**

Dopo il dato negativo di dicembre, a gennaio 2022 la rilevazione condotta da NAR (National Association of Realtors) segna un robusto recupero (+6,7%). Le vendite risalgono a 6,50 milioni di unità (in termini annualizzati), ma restano inferiori del 2,3% al livello del gennaio 2021 (6,65 milioni). Secondo gli analisti di NAR, il buon dato di gennaio riflette le attese di un aumento dei tassi sui mutui immobiliari; le società immobiliari aumentano la domanda con offerte all-cash. Di conseguenza, i prezzi continuano a salire. Per i prossimi mesi, NAR



guarda con preoccupazione al prossimo aumento dei tassi, che sarà problematico sia per gli acquirenti a basso reddito che per quelli residenti nelle aree più ricche come New York o California. NAR evidenzia, inoltre, la scarsità di immobili nelle fasce di prezzo più contenute (al di sotto dei 500.000 dollari). Il prezzo mediano è pari a 350.300 dollari: un incremento del 15,4% rispetto a gennaio 2021.

Lo stock di immobili in vendita è pari a 860.000 unità, inferiore del 2,3 % rispetto a dicembre e del 16,5% rispetto allo scorso anno. Lo stock disponibile è pari a 1,6 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali: in calo rispetto allo scorso anno. In media le case restano sul mercato per 19 giorni (erano 21 lo scorso anno); il 79% delle abitazioni viene venduto in meno di un mese.

Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a ottobre il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,45% (era 3,10% a dicembre); il tasso medio 2021 era del 2,96%. La quota di vendite in sofferenza (distressed sale) resta al di sotto dell'1% sul totale delle vendite.

L'indicatore sulle vendite di abitazioni unifamiliari (single-family house) elaborato dal Census Bureau e del Department of Housing and Urban Development scende a gennaio a 801.000 unità (in termini annualizzati), in calo rispetto a dicembre (-4,5%). Molto ampia la differenza rispetto ai volumi di vendita dello scorso anno (-19,3%, 993.000 vendite). Nell'intero 2021 sono state vendute 762.000 nuove case unifamiliari, il 7,3% in meno rispetto al 2020 (822.000).

Il prezzo mediano è pari a 423.300 dollari, quello medio a 496.900 dollari, in forte aumento rispetto ai mesi scorsi e allo scorso anno. A fine gennaio lo stock di case in vendita è di 406.000 unità, pari a un'offerta di 6,1 mesi ai ritmi di vendita attuali.

### **Aumentano i permessi di costruzione**

A gennaio i permessi di costruzione (building permit) salgono a 1,89 milioni (annualizzati), lo 0,7% in più rispetto a dicembre e lo 0,8% in più rispetto allo scorso anno. In calo sono invece gli avviamenti di nuove costruzioni (housing start): 1,64 milioni, il 4,1% in più rispetto a dicembre; resta positivo il confronto

con lo scorso anno (+0,8%). Infine a gennaio sono state completate 1,25 milioni di unità abitative (in termini annualizzati), in diminuzione rispetto al mese precedente (-5,2%) e rispetto allo scorso anno (-6,2%).

### Spesa per costruzioni in aumento a inizio 2022

A gennaio la spesa per costruzioni sale a 1.677 miliardi in termini annualizzati, in lieve aumento rispetto al mese precedente (+1,3%) e superiore dell'8,2% al valore dello scorso anno. Nel 2021 la spesa per costruzioni è stata pari a 1.589 miliardi, l'8,2% in più rispetto al 2020.

Il dato di gennaio deriva dalla crescita sia della componente privata (+1,5%) che di quella pubblica (+0,6%). Nel 2021 il settore privato ha speso 1.243 miliardi, in aumento del 12,2% rispetto al 2020. Il 62% della spesa è rappresentato dalla edilizia residenziale, cresciuta del 23,2% rispetto al 2020. La componente non-residenziale è invece diminuita del 2,3%.

Nel 2021 la spesa pubblica è stata pari a 347 miliardi, in calo del 4,2% rispetto al 2020. In particolare, la pubblica amministrazione ha speso 82 miliardi per le scuole (-7,6% in meno rispetto al 2020) e 100 miliardi per le strade (+0,2%).

### Automotive: la normalizzazione è lontana

Secondo i dati pubblicati da NADA (l'associazione dei rivenditori di auto) anche il mese di febbraio fa segnare un risultato negativo, con una caduta del 6,4% rispetto a gennaio e dell'11,7% rispetto a febbraio 2021. Le vendite scendono a 14,1 milioni in termini annualizzati. Secondo gli analisti di J.D. Power (società specializzata nell'automotive) i giorni di permanenza in stock dei veicoli sono scesi a 20 giorni, dai 54 giorni dello scorso anno. Il valore medio degli incentivi è sceso a 1.200 dollari, dagli oltre 2.100 dello scorso anno. NADA si attende un miglioramento del mercato nei prossimi mesi, ma ritiene che la produzione continuerà a essere condizionata dalla scarsità di microchip e altre difficoltà di approvvigionamento per tutto il 2022. Un altro fattore di freno sarà costituito dagli aumenti dei tassi di interesse.

Nonostante queste difficoltà, NADA stima che le vendite saliranno quest'anno a 15,4 milioni.

### La rincorsa del mercato del lavoro americano (variazione mensile posti di lavoro)



(\*) dati preliminari

Fonte: Bureau of labour statistics.



## Europa

### Un quarto trimestre in stallo

Secondo le stime semi-definitive, nel quarto trimestre il PIL dell'area UE registra una crescita dello 0,4% rispetto al trimestre precedente: un dato inferiore a quello del terzo trimestre (+2,3%). Rispetto allo scorso anno, la variazione è del 4,6%. La crescita dell'intero 2021 dovrebbe risultare pari al 5,2%.

I dati preliminari non riportano la disaggregazione della crescita per componente di spesa.

Tra i paesi per i quali sono già disponibili i dati, la crescita trimestrale più elevata si registra in Spagna (+2,0% rispetto al terzo trimestre), Francia (+0,7%) e Italia (+0,6%); negativa, invece, la crescita della Germania (-0,7%). In termini tendenziali, la crescita più elevata si registra in Italia (+6,4%), seguita da Francia (+5,4%) e Spagna (+5,2%), mentre in Germania la variazione si ferma all'1,4%.

### Indice PMI: a febbraio aspettative più solide

Dopo la frenata di gennaio, a febbraio l'indice PMI composito (composite purchasing managers' index) rilevato IHS-Markit sui settori manifatturiero e dei servizi registra una buona accelerazione, guidato in egual misura da manifattura e servizi. Il rimbalzo del comparto dei servizi dopo mesi deludenti è particolarmente marcato. Preoccupa l'aumento dei prezzi; permangono difficoltà di reperimento di materiali e scarsità di personale. Gli analisti di IHS-Markit osservano che è prematuro cercare di valutare l'impatto, economico ma anche psicologico, della guerra.

### A dicembre produzione dell'area euro in crescita (ma non in Italia)

Dopo il marcato aumento di novembre (+2,4%), a dicembre l'indice della produzione industriale dell'area euro registra un nuovo incremento (+1,2%) rispetto al mese precedente (dato stagionalizzato). Il confronto con il 2020 segna un aumento dell'1,6%.

Considerando l'andamento del trimestre ottobre-dicembre, la produzione è in lieve calo rispetto al trimestre precedente (-0,5%), mentre il confronto con l'analogo periodo del 2020 segna una sostanziale stabilità (-0,1%). Nella media 2021 la produzione registra una crescita del 7,8% rispetto al 2020 (anno di parziale lockdown).

### Le principali economie registrano dinamiche divergenti

Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi (ottobre-dicembre 2021) rispetto al trimestre precedente, Italia e Spagna mantengono un trend espansivo (rispettivamente +0,5% e +0,7%); in recupero la Germania (+1,7%), mentre la Francia segna il passo (-0,2%). Il confronto con lo scorso anno riscontra



i maggiori incrementi per Italia (+4,3%) e Spagna (+1,5%); Germania (-1,7%) e Francia (-0,5%) registrano dinamiche di segno opposto.

Il dato di dicembre è negativo per Spagna (-0,6% rispetto a novembre), Italia (+1,0%) e Francia (-0,2%); in crescita la Germania (+1,1%). Rispetto allo scorso anno, Spagna e Italia segnano una variazione positiva (rispettivamente +1,8% e +4,7%) mentre di segno opposto è il trend di Francia (-0,3%) e Germania (-2,1%). Va ricordato che il confronto con il 2020 risente della diversa entità delle misure restrittive adottate dai vari paesi. Tra le maggiori economie dell'area euro l'Italia è il paese che meglio ha recuperato il terreno perduto durante la crisi: l'indice di dicembre è infatti superiore dell'1,9% al livello pre-crisi (febbraio 2020); anche la Spagna si è riallineata (+0,2%), mentre Francia e Germania devono ancora recuperare rispettivamente 5,2 e 6,3 punti.

### Costruzioni: l'Italia fa eccezione

Dopo la battuta di arresto di novembre (-0,2%) a dicembre l'indice della produzione nelle costruzioni segna una flessione ben più marcata (-4,0%); rispetto allo scorso anno la variazione è del -2,8%. Nel trimestre ottobre-dicembre l'indicatore arretra dello 0,3% rispetto ai tre mesi precedenti, mentre rispetto al 2020 la variazione è appena superiore a zero (+0,2%). L'indice di novembre rimane al di sotto del valore pre-crisi (-5,0%).

### La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale

In Germania il dato di dicembre è fortemente negativo (-7,3% rispetto a novembre, -15,0% rispetto allo scorso anno) e condiziona pesantemente il trend trimestrale, che fa registrare un calo del 2,1% rispetto ai tre mesi precedenti e del 6,2% rispetto allo scorso anno.

Anche in Francia il trend è di rallentamento (-1,2% la variazione sul trimestre precedente), mentre rispetto al 2020 la variazione trimestrale è pressoché nulla (-0,4%). Anche in questo caso, il dato trimestrale è condizionato da un dato mensile di dicembre molto negativo (-7,0% la variazione rispetto a novembre). Per la Spagna il dato di dicembre non è ancora disponibile. Considerando il dato di novembre, negli ultimi tre mesi si registra un lieve aumento (+0,2%), mentre il confronto con il 2020 è sfavorevole (-5,6%). L'Italia è un'eccezione nel contesto europeo: a dicembre la variazione mensile è lievemente positiva (+0,3%), mentre il confronto con il 2020 segna un incremento del 19,1%. Nel trimestre ottobre-dicembre si registra una crescita del 4,2% rispetto ai tre mesi precedenti e del 15,7% rispetto allo scorso anno. Il nostro paese è l'unico ad avere ampiamente superato i livelli pre-crisi (+18,1%). Germania, Francia, Spagna devono recuperare rispettivamente il 4,1%, il 6,0% e il 13,8% (considerando la media degli ultimi tre mesi e non il dato di dicembre, ben più sfavorevole).

### A gennaio modesto rimbalzo per le vendite al dettaglio

Dopo la vera e propria gelata di dicembre (-2,7% rispetto a novembre), a gennaio le vendite al dettaglio dell'area euro riprendono lievemente quota (+0,2%). Rispetto a gennaio 2021 la variazione è del +7,8% (a parità di giornate lavorative). Se consideriamo la variazione rispetto al mese precedente, la Germania segna un buon incremento (+2,0%), mentre in Francia l'indicatore è negativo (-0,9%). Per Italia e Spagna non sono disponibili dati aggiornati.



### Automotive: nel 2022 partenza in salita

Per il settimo mese consecutivo, a gennaio prosegue il calo delle vendite di autovetture sul mercato europeo. La domanda è scesa del 6,0% rispetto al 2021 con 682.596 veicoli registrati, il minimo assoluto per il mese di gennaio. La mancanza di chip continua a condizionare pesantemente il mercato.

Tra i principali mercati, Italia (-19,7%) e Francia (-18,6%) registrano forti flessioni, mentre cresce il mercato tedesco (+8,5%) e tiene la Spagna (+1,0%).

La performance del gruppo Stellantis è stata inferiore alla media, con una flessione del 12,4% a gennaio sul mercato dell'Unione Europea (più EFTA e UK). Stellantis ha venduto 156.700 di autovetture e ha una quota di mercato del 19,1%. Più in dettaglio, sono state vendute 52.000 vetture con marchio Peugeot, 32.700 con marchio Opel, 27.500 Fiat, 26.700 Citroen e 9.100 Jeep. L'andamento di mercato è stato negativo per tutti i marchi, fatta eccezione per DS (+19,2%), con volumi però molto bassi. Tra i marchi maggiori, tiene Opel (-3,6%), cali marcati per Peugeot (-14,4%), Fiat (-18,5%) e Citroen (-16,7%). Male Maserati (-7,9%), che a gennaio ha venduto 337 autoveicoli sui mercati europei.

Tra le altre case automobilistiche, prosegue l'ottimo momento di Hyundai (+35,8%), che incrementa al 10,3% la sua quota di mercato. Bene anche Toyota (+13,5%), che in Europa ha una quota di mercato dell'8,2%. In calo anche il principale player europeo, Volkswagen (-3,7%): il gruppo tedesco ha una quota di mercato del 25,1%, di gran lunga superiore a quella dei concorrenti. Tiene Renault (-0,9%), male Mercedes (-11,4%) e Ford (-16,9%), limita i danni BMW (-3,7%).

### Le vetture ad alimentazione alternativa salgono al 40% del mercato

In attesa dei dati relativi al primo trimestre 2022, ricordiamo che nel 2021 è proseguita l'escalation della quota di mercato dei veicoli ad alimentazione alternativa a scapito di quelli tradizionali. Nel complesso, la quota dei veicoli ad alimentazione alternativa è salita al 40,4%, a fronte del 59,6% delle auto tradizionali. Più in dettaglio, il 19,6% è attribuibile ai veicoli HEV (hybrid electric vehicle). Nel 2021 sono stati venduti 1,9 milioni di veicoli di questo tipo, in aumento del 60,5% rispetto al 2020; per la prima volta le vendite di veicoli HEV hanno superato quelle dei diesel. La quota dei veicoli PHEV (ibridi plug-in) è dell'8,9%, con 867.000 veicoli venduti; rispetto al 2020 la crescita è del 70,7%. Infine, sale al 9,1% la quota di mercato dei veicoli elettrici puri (BEV). Le unità vendute sono state pari a 878.400, in aumento del 63% rispetto al 2020.

Per quanto riguarda le vetture ad alimentazione tradizionale, particolarmente marcata è la crisi delle auto diesel: la quota di mercato scende nel 2021 al 19% quando era il 25,3% a fine 2020. I veicoli a benzina restano comunque la tipologia principale, con una quota di mercato pari al 40,0% nel 2021. Nel 2021 in Italia sono stati venduti 67.283 veicoli BEV (+107,0% rispetto al 2020), 70.472 veicoli PHEV (+157,15) e 422.190 veicoli HEV (+90,2%). Queste cifre si confrontano con le 437.000 vetture a benzina (-16,4%) e le 323.010 vetture diesel (-28,6%). Il nostro paese è dunque un mercato particolarmente dinamico per le auto ad alimentazione alternativa.

### A febbraio migliora la fiducia (ma prima della crisi ucraina)

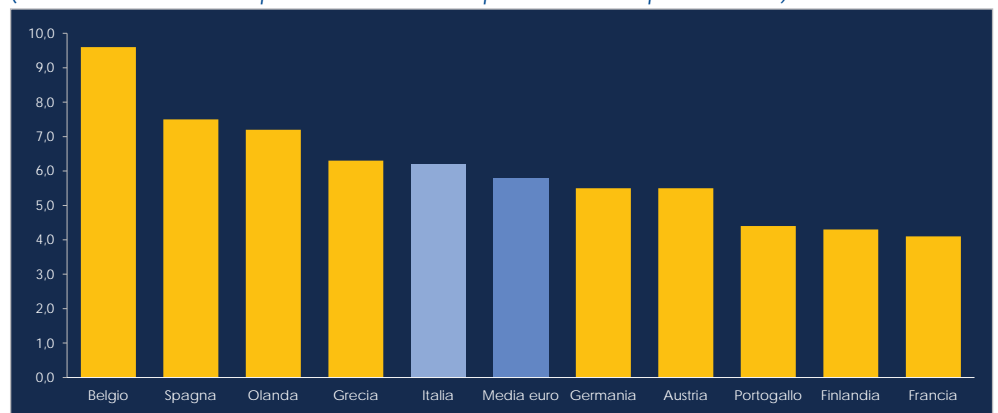
A febbraio 2022 l'indice economic sentiment, un indicatore di fiducia composito calcolato sui settori produttivi e un panel di consumatori, segna un miglioramento rispetto a gennaio dopo tre mesi di peggioramento. Va tuttavia considerato che la rilevazione è stata condotta prima dell'attacco russo all'Ucraina. Il dato complessivo deriva dal rafforzamento della fiducia nel comparto dei servizi, del commercio al dettaglio e, in misura minore, delle costruzioni; l'indice rimane praticamente immutato nell'industria e peggiora tra i consumatori. Tra le maggiori economie, la fiducia migliora in Spagna, Germania, Francia, Italia; si indebolisce in Polonia e Olanda. L'analogo sondaggio condotto tra i consumatori rileva un lieve peggioramento dell'indice di fiducia.

### Si riduce l'incertezza (prima della guerra)

Il nuovo indice di incertezza economica, rilevato dalla Commissione Europea, a febbraio segnala una riduzione dell'incertezza in tutti i comparti produttivi, per la prima volta negli ultimi sei mesi. L'incertezza aumenta leggermente tra i consumatori. Anche in questo, è opportuno notare che il sondaggio è stato condotto prima della invasione dell'Ucraina.

### Inflazione nell'Area euro, febbraio 2022

(variazione dell'indice prezzi al consumo rispetto all'anno precedente)



Fonte: Eurostat.



## Paesi Emergenti

### **Brasile: l'inflazione resta elevata ma ci sono segnali di raffreddamento**

Preoccupa soprattutto l'inflazione, salita a febbraio al 10,76%, il valore più elevato dal 2016. Questo costringerà la banca centrale ad attuare ulteriori inasprimenti monetari, dopo gli aumenti dei mesi scorsi. L'ultimo, a inizio febbraio, aveva portato il tasso di riferimento Selic al 10,75%.

A febbraio, l'indice PMI (purchasing managers' index) rilevato da IHS-Markit perde terreno rispetto alla rilevazione di gennaio, attestandosi al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Tuttavia, sembra in vista un rasserenamento della situazione: la maggioranza delle imprese è più ottimista sulle prospettive per i prossimi mesi. Le imprese prevedono un rafforzamento della domanda e una quasi-stabilizzazione di produzione e occupazione. Vi sono anche segnali di normalizzazione delle supply chain, con tempi di consegna dei materiali in via di miglioramento. Anche le pressioni sui prezzi si stanno smorzando.

Indicazioni moderatamente positive vengono anche dall'indice di attività economica di dicembre. La crescita sale all'1,3% (dallo 0,9% di novembre), portando al 4,5% la crescita media del 2021.

Secondo le previsioni di consenso nel 2022 la crescita del PIL sarà dello 0,9%, una revisione al ribasso di 0,3 punti percentuali rispetto alle proiezioni del mese scorso.

Una buona notizia viene dalle prime stime sul raccolto di cereali, legumi e semi oleosi, una delle principali voci di esportazione per l'economia brasiliana. Il raccolto dovrebbe raggiungere i 271,9 milioni di tonnellate nel 2022, il 7,4% in più rispetto al 2021. La principale merce del paese è la soia che, pur in lieve flessione rispetto al 2021, dovrebbe rappresentare quasi il 50% del raccolto totale di cereali, legumi e semi oleosi.

### **Cina: per il 2022 obiettivo 5,5%**

Nel quarto trimestre 2021 la crescita cinese è stata pari al 4,0%, inferiore al 4,9% del trimestre precedente. Il rallentamento è spiegato soprattutto dal rialzo dei prezzi delle commodity e dal raffreddamento del comparto immobiliare per effetto delle restrizioni normative introdotte a seguito del default di Evergrande. Produzione e consumi continuano a essere condizionati dalle misure di contenimento della pandemia, tutt'altro che debellata. A gennaio e febbraio sono scoppiati nuovi focolai di Covid in alcune regioni, che hanno costretto le autorità ad adottare misure restrittive. Prima dei giochi olimpici invernali sono state irrigidite le regole sugli spostamenti, per limitare la possibilità di contagi.

L'inflazione mostra ulteriori segnali di stabilizzazione. L'indice dei prezzi al consumo di febbraio si conferma allo 0,9% (tendenziale), invariato rispetto a gennaio. I prezzi alla produzione proseguono il graduale trend al ribasso: +8,8% annuo a febbraio da +9,1% di gennaio. Si tratta del dato più basso da giugno, effetto anche delle misure governative per garantire le forniture e controllare i prezzi delle materie prime.

A febbraio l'indice PMI (purchasing managers' index) manifatturiero rilevato da IHS-Markit ritorna in territorio espansivo, sia pure di poco. La pandemia continua a condizionare l'attività economica, mentre le pressioni inflazionistiche non si attenuano, alimentato da costi di trasporto e commodity. Cala ancora l'occupazione. Tuttavia, le imprese guardano con ottimismo ai prossimi mesi. La domanda è solida e l'indicatore sui nuovi ordini è ai livelli massimi.

All'inizio di marzo, durante la sessione annuale del National People's Congress il premier Li Keqiang ha fissato a "circa il 5,5%" l'obiettivo di crescita per il 2022. Lo scorso anno l'obiettivo era stato "oltre il 6%". Alcuni economisti, tuttavia, ritengono che anche questo più modesto obiettivo di crescita sia troppo ottimistico, sottolineando la debolezza degli investimenti a causa delle crisi del settore immobiliare. La politica fiscale per il 2022 sarà piuttosto conservativa e comprenderà misure per sostenere lo sviluppo. La spesa pubblica aumenterà dell'8,4% fino a 4,2 miliardi di dollari. Particolare enfasi è posta sulla spesa per la difesa, in crescita del 7,1% nel 2022. Negli ultimi 20 anni la spesa per la difesa è costantemente aumentata, tanto che risulta oggi più che doppia (in termini reali) rispetto a quella del 2009, pur restando inferiore a quella americana. Il disavanzo di bilancio arriverà al 2,8% del PIL, dal 3,2% del 2021.

### **Russia: il prezzo della guerra è incalcolabile**

Quale può essere il costo della guerra per la Russia? Le sanzioni possono davvero fare male all'economia russa? Difficile dirlo ma il prezzo da pagare per la Russia sarà senza dubbio enorme: queste sanzioni sono molto più dure e pervasive di quelle che furono imposte nel 2014, dopo l'invasione della Crimea. Dopo il crollo del regime sovietico la Russia ha affrontato cinque gravi crisi economiche. Oggi, tuttavia, l'economia è molto più solida rispetto al passato. Le riserve internazionali sono assai più cospicue; la bilancia commerciale è in forte attivo, così come il bilancio statale. Le banche sono ben capitalizzate e redditizie. La disoccupazione è ai minimi assoluti e l'inflazione, per quanto in aumento, è ancora relativamente contenuta. Tuttavia, secondo gli analisti, la differenza rispetto al passato sta nella natura permanente delle sanzioni e negli effetti sulla propensione all'investimento. La mossa di Putin potrebbe condannare la Russia a uno sviluppo al di sotto del potenziale: ha compromesso la fiducia degli investitori nel futuro della Russia. Numerosi componenti della business élite russa hanno apertamente criticato l'invasione, come il proprietario di Rusal (maggiore produttore russo di alluminio) Oleg Deripaska, il fondatore di Alfa group Mikhail Fridman e il consigliere del Cremlino Anatoly Chubais.

Secondo JP Morgan, l'economia russa rischia di registrare un crollo del 20% nel secondo trimestre del 2022 rispetto ai primi tre mesi dell'anno come con-



sequenza delle sanzioni varate da UE e USA, alle quali ha aderito anche la Svizzera. La flessione per l'intero anno potrebbe essere dell'ordine del 3,5%, mentre l'inflazione potrebbe attestarsi al 10% a fine 2022, con rischi significativamente orientati al rialzo. A fine febbraio banca centrale russa ha raddoppiato i tassi d'interesse portandoli al 20% dal precedente 9,5%. Nonostante l'intervento delle autorità monetarie il rublo è sprofondato al minimo storico. Il valore dei titoli russi sulle borse mondiali è precipitato, da Sberbank (la più grande banca russa) ai colossi dell'energia Gazprom, Lukoil e Rosneft al leader della grande distribuzione Magnit (oltre 26.000 negozi alimentari in Russia). Il sistema bancario è esposto a gravi rischi di default. Vi è un pericoloso disallineamento tra passività e riserve in dollari delle banche. Le banche non hanno liquidità sufficiente per soddisfare la domanda, soprattutto dopo che gli Stati Uniti hanno escluso Sberbank e VTB Bank dal mercato valutario.

Dopo S&P (CCC-) e Fitch (B) anche Moody ha tagliato il rating sul debito sovrano russo da B3 a Ca, ovvero un prossimo default con un outlook negativo. I maggiori gestori di carte di pagamento (Paypal, Visa, Mastercard, American Express) sospenderanno le operazioni in Russia.

La prossima scadenza di rimborso sul debito sovrano russo è prevista per il 16 marzo 2022, data in cui scadranno le cedole di due titoli di Stato russi in USD per un controvalore di \$ 117 milioni. Il ministero delle Finanze russo ha fatto sapere che intende onorare completamente e nei tempi previsti gli obblighi di pagamento sulle emissioni di debito sovrano ma è stato reso noto che i pagamenti legati ad emissioni in valuta estera detenuti da cittadini russi saranno effettuati in rubli. I pagamenti nei confronti dei creditori stranieri dipenderanno dalle sanzioni attuate dagli stati esteri: laddove bloccati per le restrizioni, saranno effettuati in rubli. Questa opzione di rimborso sembrerebbe di difficile realizzazione per vari motivi: l'opzione di pagamento in rubli non è prevista nella maggioranza dei contratti che regolano l'emissione di debito sovrano in valuta estera. Il governo russo, inoltre, ha bloccato l'esportazione di valuta.

Dopo un decennio di deleveraging, il debito estero russo è sceso a 500 miliardi di dollari, inferiore di circa un terzo rispetto al 2014. Un valore pari a un terzo del PIL russo. 75 miliardi sono debito delle banche, ma la quota maggiore (310 miliardi) è debito corporate, 7 miliardi di pagamenti sono dovuti a maggio: sarà difficile se non impossibile rispettare gli impegni. La liquidità delle imprese è perlopiù depositata nelle banche: a fronte di 280 miliardi di passività in dollari, le poste in attivo sono solo 46 miliardi. Non è escluso, tra le varie ipotesi che sono state avanzate, che il governo imponga un bando al pagamento del debito estero, al fine di preservare le riserve valutarie disponibili: una decisione che equivale di fatto a un default.

## ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE	COSTRUZIONI	VENDITE AL DETTAGLIO	NUOVE VETTURE	FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE
-2,6 dicembre 2021/2020	19,3% dicembre 2021/2020	8,4% gennaio 2022/2021	-22,6% febbraio 2022	-0,7% dicembre 2021/2020
FIDUCIA CONSUMATORI	FIDUCIA IMPRESE	ESPORTAZIONI	TASSO DISOCCUPAZIONE	TASSO DISOCCUPAZ. 25/34 ANNI
↓ febbraio 2022	↑ febbraio 2022	16,2% dicembre 2021/2020	8,8% gennaio 2022	12,8% gennaio 2022

- ▶ La guerra Ucraina-Russia rende incerto il quadro economico italiano.
- ▶ Approvato il decreto Energia, con incentivi all'automotive.
- ▶ Via libera della UE alla rata da 21 miliardi del PNRR.

### In breve...

In un contesto di rallentamento globale, l'impatto della guerra in Ucraina e il conseguente, ulteriore, aumento dei prezzi energetici, iniziano ad avere effetti rilevanti sulla produzione industriale e, più in generale, su tutta l'economia italiana. La scelta delle sanzioni economiche alla Russia, inoltre, non è indolore per i paesi che la compiono, come l'Italia, che vedranno le proprie esportazioni verso la Russia ridursi pesantemente. L'effetto, anche se secondario, è maggiore di quanto appaia a prima vista, in quanto una parte delle esportazioni italiane verso la Germania e altri partner europei, consiste in semilavorati, poi inglobati in prodotti di questi paesi. A questi fattori si aggiunge, poi, il problema della ricerca di nuove fonti di approvvigionamento, in alternativa al gas russo: naturalmente il prezzo sarà elevato; questo renderà altamente improbabile un rientro dell'inflazione in tempi brevi.

Il governo interverrà ancora contro il caro bollette, probabilmente ad aprile, se serve, anche con uno scostamento di bilancio. Tempi e modi, in ogni caso, saranno decisi alla luce del quadro disegnato dal Documento di economia e finanza che il ministro Franco presenterà al consiglio dei ministri entro la fine di marzo: la crescita 2021 superiore alle stime, in parte già utilizzata per il decreto energia, concede ancora qualche spazio di manovra. Inoltre la UE potrebbe concedere ulteriori aiuti in deroga alle norme sugli aiuti di stato. Nei giorni scorsi è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il decreto Energia, al cui interno sono inseriti i fondi che il Governo erogherà a partire dal 2022 a sostegno del settore automotive italiano: 700 milioni di euro nel 2022 e poi un miliardo di euro all'anno per il periodo 2023-2030. Ogni anno, tale cifra dovrà essere divisa tra i due grandi interventi previsti dal decreto: la riconversione dell'industria verso forme produttive innovative e sostenibili e gli incentivi all'acquisto di veicoli non inquinanti.

Dare Forward 2030 è il nome del piano industriale presentato da Stellantis, che si impegna a diventare il campione del settore nella lotta contro il cambiamento climatico, raggiungendo le zero emissioni da carbonio entro il 2038. Sul fronte europeo, l'Italia ha incassato il via libera della Commissione europea alla rata da 21 miliardi di euro del Recovery fund, grazie al raggiungimento dei 51 obiettivi previsti nel PNRR per il 2021. A questo punto manca ancora l'approvazione finale del Comitato economico finanziario. Questa prima rata, che segue il prefinanziamento di 24,9 miliardi erogato ad agosto,



*è suddivisa in 10 miliardi di euro di sovvenzioni e 11 miliardi di euro di prestiti. Anche se al Governo ancora non se ne fa parola, nel corso del 2022 potrebbe rendersi necessaria una revisione degli obiettivi del PNRR. Infatti, la guerra in Ucraina, la crisi energetica, i maggiori costi delle materie prime, il rallentamento dell'economia hanno mutato completamente il quadro economico di riferimento, rendendo molto difficile rispettare gli impegni presi.*

### **Frena la produzione industriale a gennaio**

A gennaio 2022 l'indice destagionalizzato della produzione industriale diminuisce del 3,4% rispetto a dicembre. Nella media del trimestre novembre-gennaio il livello della produzione diminuisce dello 0,5% rispetto al trimestre precedente. L'indice destagionalizzato mensile segna diminuzioni congiunturali in tutti i comparti: variazioni negative caratterizzano, infatti, l'energia (-5,2%), i beni di consumo (-3,6%), i beni intermedi (-3,4%) e, in misura meno rilevante, i beni strumentali (-1,6%).

### **Bene solo l'energia**

Corretto per gli effetti di calendario, a gennaio 2022 l'indice complessivo diminuisce in termini tendenziali del 2,6% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 20, contro i 19 di gennaio 2021). Si registra un incremento tendenziale solo per l'energia (+1,1%), mentre i restanti comparti mostrano flessioni, con un calo maggiore per i beni intermedi (-5,2%) e quelli strumentali (-3,5%) e meno marcato per i beni di consumo (-1,5%).

### **Solo la farmaceutica in crescita**

I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+10,7%), la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+8,2%) e la fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria (+1,6%). Viceversa, le flessioni più accentuate si osservano nelle attività estrattive (-12,7%), nella fabbricazione di apparecchiature elettriche (-12,0%) e nelle altre industrie manifatturiere (-7,1%).

### **Confindustria stima un ulteriore calo dell'attività industriale a febbraio**

L'indagine rapida del CSC (Centro Studi Confindustria) segnala una contrazione della produzione industriale a febbraio di -0,3%, dopo una diminuzione di -0,8% a gennaio. Nel primo trimestre 2022 la variazione acquisita sarebbe di -1,0% (da +0,5% nel quarto trimestre 2021 e +1,0% nel terzo). Gli ordini in volume sono previsti in aumento mensile di 0,3% in gennaio e di 0,1% in febbraio. Gli effetti economici del conflitto russo-ucraino, esploso lo scorso 24 febbraio, non trovano ancora pieno riscontro nella dinamica produttiva stimata per febbraio. Tuttavia, contribuiranno a generare ulteriori squilibri nell'attività industriale dei prossimi mesi, peggiorando la scarsità di alcune commodity, rendendo più duraturi gli aumenti dei loro prezzi e accrescendo l'incertezza.

### **Export: flessione congiunturale, dinamica annuale positiva**

A dicembre 2021 si stima una flessione congiunturale dell'1,1% per le esportazioni, dovuta principalmente al calo delle vendite verso l'area extra UE (-2,1%) mentre la diminuzione di quelle verso l'area UE è contenuta (-0,2%).

Nell'ultimo trimestre del 2021, rispetto al precedente, l'export cresce del 2,4%. A dicembre 2021, l'export aumenta su base annua del 16,2%; la crescita è più sostenuta verso l'area UE (+20,1%) rispetto ai mercati extra UE (+12,7%). Tra i settori che contribuiscono maggiormente all'aumento tendenziale dell'export si segnalano: prodotti petroliferi raffinati (+82,2%), sostanze e prodotti chimici (+22,5%), articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+21,4%), prodotti alimentari, bevande e tabacco (+16,0%), metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+12,0%) e macchinari e apparecchi (+6,5%). Sono in calo le vendite di autoveicoli (-1,5%). Su base annua, i paesi che forniscono i contributi maggiori all'incremento dell'export nazionale sono Stati Uniti (con un aumento del 32,5%), Germania (+18,1%), Francia (+15,3%), paesi OPEC (+32,0%) e Belgio (+31,4%). Diminuiscono le vendite verso Regno Unito (-10,2%), paesi ASEAN (-7,6%) e paesi MERCOSUR (-3,8%). Nel complesso del 2021, l'export registra una crescita del 18,2%, più sostenuta verso i paesi UE (+20,0%) rispetto ai mercati extra UE (+16,3%), e trainata soprattutto dall'aumento delle vendite di metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+26,0%), macchinari e apparecchi (+14,7%), prodotti petroliferi raffinati (+70,5%), sostanze e prodotti chimici (+19,0%) e mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (+19,5%). Solo l'export di articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici è in diminuzione (-2,2%). La stima del saldo commerciale a dicembre 2021 è pari a +1.103 milioni di euro, in calo rispetto a dicembre 2020 (+6.790). Nell'anno 2021 l'avanzo commerciale si porta a +50.416 milioni (da +63.289 del 2020) mentre l'avanzo dell'interscambio di prodotti non energetici raggiunge +89.452 milioni (era +85.656 nel 2020).

### Momento d'oro per l'edilizia

A dicembre 2021 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni cresce dello 0,3% rispetto a novembre. Si tratta del quinto mese consecutivo di aumento, il livello più elevato dal 2021. Nella media del quarto trimestre del 2021 la produzione nelle costruzioni aumenta del 4,2% rispetto al trimestre precedente. Su base tendenziale, l'indice grezzo registra una crescita del 23,6%, mentre l'indice corretto per gli effetti di calendario aumenta del 19,3%. Nella media complessiva del 2021, l'indice grezzo mostra un incre-



mento del 24,4% e l'indice corretto per gli effetti di calendario cresce del 24,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Non solo la flessione del 2020 è stata recuperata, ma l'indice risulta superiore del 14,3% rispetto al livello registrato nel 2019.

### **L'anno inizia in frenata per le vendite al dettaglio**

A gennaio 2022 si stima un calo congiunturale per le vendite al dettaglio dello 0,5% in valore e dello 0,7% in volume. Sono in diminuzione sia le vendite dei beni alimentari (-0,1% in valore e -0,7% in volume) sia quelle dei beni non alimentari (-0,8% in valore e in volume). Nel trimestre novembre 2021-gennaio 2022, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio sono stazionarie in valore e calano dello 0,5% in volume. Diminuiscono le vendite dei beni non alimentari (-0,6% in valore e in volume), mentre quelle dei beni alimentari aumentano in valore (+0,9%) e registrano un lieve calo in volume (-0,2%).

### **Registrato, invece, un aumento rispetto a gennaio 2021**

Su base tendenziale, a gennaio 2022, le vendite al dettaglio aumentano dell'8,4% in valore e del 7,3% in volume. A questa dinamica contribuiscono in misura prevalente le vendite dei beni non alimentari (+14,2% in valore e +14,8% in volume) mentre quelle dei beni alimentari registrano un aumento contenuto in valore (+2,2%) e una flessione in volume (-1,6%). Tra i beni non alimentari, si registra una crescita tendenziale per tutti i gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano prodotti farmaceutici (+30,2%), giochi, giocattoli, sport e campeggio (+21,6%) e abbigliamento e pellicceria (+20,5%). Rispetto a gennaio 2021, il valore delle vendite al dettaglio cresce per la grande distribuzione (+6,1%), le imprese operanti su piccole superfici (+12,5%) e le vendite al di fuori dei negozi (+4,2%) mentre diminuisce per la componente del commercio elettronico (-2,1%).

### **Ulteriore intenso calo delle vendite auto**

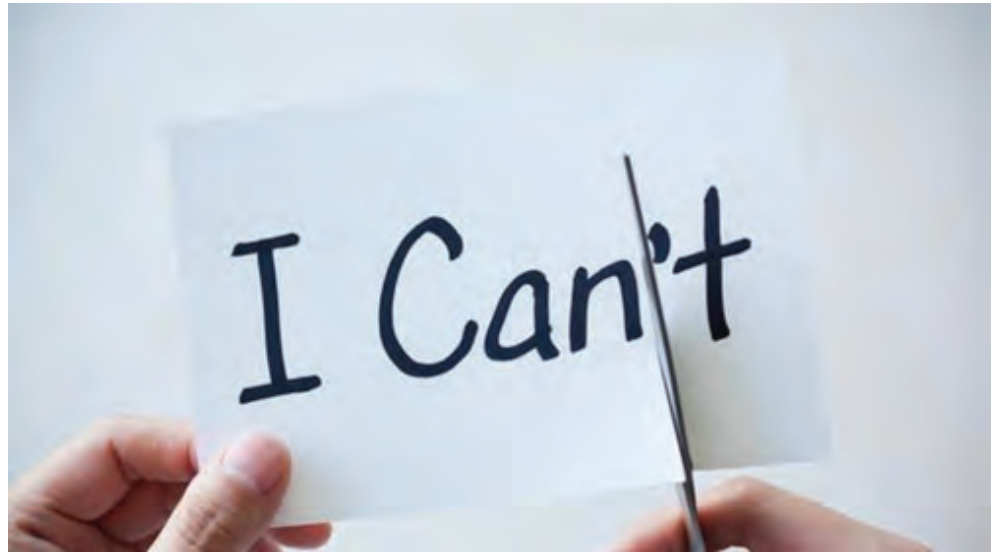
A febbraio 2022 il mercato italiano dell'auto totalizza 110.869 immatricolazioni (-22,6%) contro le 143.161 unità registrate a febbraio 2021. I volumi immatricolati nei primi due mesi del 2022 ammontano, così, a 218.716 unità, il 21,1% in meno rispetto ai volumi di gennaio-febbraio 2021. Questo ulteriore peggioramento deriva, verosimilmente, anche dall'effetto attesa nei confronti delle misure di incentivazione 2022 previste grazie ai fondi stanziati con il decreto bollette, che un decreto attuativo di prossima emanazione definirà nel dettaglio.

### **Non ripartono i finanziamenti alle imprese**

A dicembre 2021 i finanziamenti alle imprese sono aumentati dello 0,1% rispetto al mese di novembre 2021 e sono diminuiti dello 0,7% rispetto a dicembre 2020. Il rapporto tra sofferenze e prestiti è sceso al 3,4%. Infine, i depositi totali aumentano del 6,3% su base mensile e dell'11,5% su base tendenziale.

### **Sale la fiducia delle imprese**

L'indice di fiducia delle imprese torna ad aumentare in febbraio, dopo il calo registrato a gennaio, con segnali eterogenei a seconda dei comparti produttivi, va tuttavia osservato che la rilevazione è stata condotta prima dell'invasione dell'Ucraina. In particolare, l'indice di fiducia diminuisce nel comparto manifatturiero e in quello del commercio al dettaglio, mentre au-



menta nelle costruzioni e, in misura marcata, nei servizi di mercato. Quanto alle componenti degli indici di fiducia, nella manifattura peggiorano sia i giudizi sugli ordini sia le attese sulla produzione in presenza di un decumulo delle scorte; nel commercio al dettaglio i giudizi sulle vendite si deteriorano, le scorte sono giudicate in accumulo mentre le attese sulle vendite sono in aumento. Per quanto attiene il comparto delle costruzioni e quello dei servizi, tutte le componenti sono in miglioramento. In relazione all'andamento della fiducia nei macrosettori produttivi esaminati per ciascun comparto, nel manifatturiero si segnala una diminuzione nei beni strumentali a fronte di un aumento dell'indice nei beni intermedi e una stabilità nei beni di consumo. Per le costruzioni si evidenzia un incremento nel settore della costruzione di edifici e, in particolare, in quello dei lavori di costruzione specializzati. Con riferimento ai servizi, l'indice di fiducia aumenta in tutti i macrosettori con una risalita più decisa nel trasporto e magazzinaggio e nell'informazione e comunicazione. Relativamente ai circuiti distributivi del commercio al dettaglio, l'indice di fiducia registra una caduta nella distribuzione tradizionale e un aumento nella grande distribuzione.

### **Peggiora la fiducia dei consumatori**

A febbraio l'indice di fiducia dei consumatori flette per il secondo mese consecutivo, registrando il valore più basso da maggio 2021. Tutte le componenti dell'indice di fiducia dei consumatori sono in calo ad eccezione del clima futuro. Più in dettaglio, il clima economico scende di poco, il clima personale e quello corrente registrano una flessione più accentuata mentre il clima futuro aumenta.

### **PMI manifatturiero stabilmente positivo**

L'indice PMI (purchasing managers index) IHS Markit del settore manifatturiero italiano, che fornisce in modo sintetico un quadro degli sviluppi delle condizioni generali del settore manifatturiero, a febbraio ha raggiunto 58,3, valore invariato rispetto a quello di gennaio, e ha segnalato il ventesimo mese consecutivo di miglioramento dello stato di salute del settore manifatturiero italiano ad un tasso generale elevato.

L'indice principale destagionalizzato IHS Markit PMI dell'attività terziaria in Italia, segnala un nuovo incremento della produzione con un tasso di crescita generalmente forte, raggiungendo quota 52,8 a febbraio, di nuovo al di sopra della soglia di non cambiamento di 50,0.

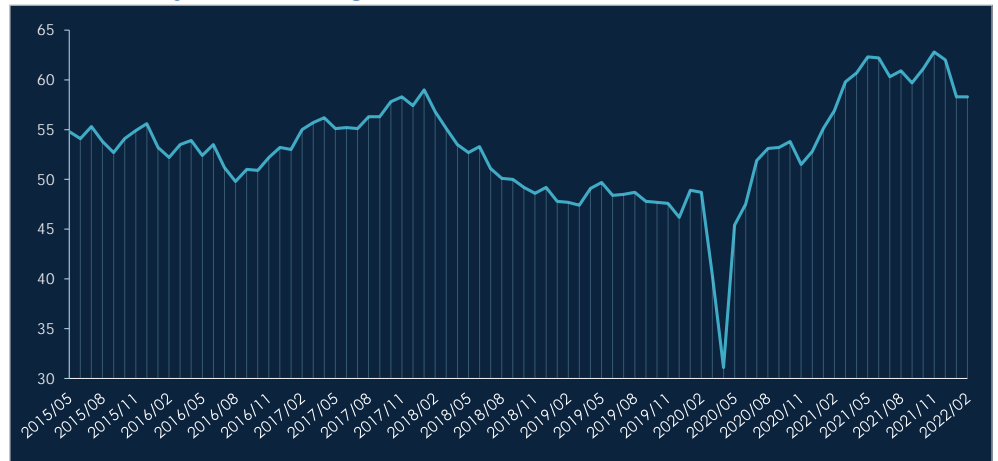
### Occupati: aumentano gli uomini, calano ancora le donne

A gennaio 2022, il numero di occupati è sostanzialmente stabile, rispetto allo stesso mese del 2021; i disoccupati diminuiscono e aumentano gli inattivi. La stabilità dell'occupazione è sintesi della crescita del numero di occupati tra gli uomini, i dipendenti permanenti, gli under25 e gli ultracinquantenni e del calo tra le donne, i dipendenti a termine e gli appartenenti alle classi d'età intermedie. Il tasso di occupazione è stabile al 59,2%.

### Meno uomini disoccupati, più donne inattive

La diminuzione del numero di persone in cerca di lavoro (-2,3%, pari a -51.000 unità rispetto a dicembre) si osserva tra gli uomini e per tutte le classi d'età, con l'unica eccezione dei 35-49enni. Il tasso di disoccupazione scende all'8,8% nel complesso (-0,2 punti) e al 25,3% tra i giovani (-1,3 punti). La crescita del numero di inattivi tra i 15 e i 64 anni (+0,6%, pari a +74.000 unità) è frutto dell'aumento osservato tra le donne e tra chi ha meno di 50 anni. Il tasso di inattività sale al 35,0% (+0,2 punti).







### PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.



## MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022
 <b>+7,4%</b>	 <b>+11,5%</b>	 <b>+8,0%</b>	 <b>+3,4%</b>
\$/Mt	\$/Bbl	\$/Mt	\$/Dmtu
RAME	GOMMA NATUR. TSR20	CACAO	ZUCCHERO
feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022	feb 2022/gen 2022
 <b>+1,6%</b>	 <b>+0,6%</b>	 <b>+3,4%</b>	 <b>-2,0%</b>
\$/Mt	\$/Mt	\$/Kg	\$/Kg

- ▶ Grande instabilità sui mercati di materie prime.
- ▶ La guerra e le sanzioni economiche fanno volare i prezzi.
- ▶ La Russia potrebbe interrompere le forniture di gas e petrolio.

### The Economist commodity - price Index (valori %)

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	8,1	13,3	All Items	9,3	18,3
Food	12,2	29,5	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	9,1	22,6
All	5,3	3,8	<b>Gold</b>		
Non food agriculturals	16,0	31,7	\$ per oz	6,6	11,5
Metals	2,8	-1,5	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	17,7	67,1

Fonte: The Economist, 25 gennaio - 1 febbraio 2022.

### Guerra, rincari e inflazione spaventano le economie mondiali

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha immediatamente innescato una serie di sanzioni economiche che stanno mettendo in seria difficoltà l'economia globale. Le conseguenze immediate sono un aumento vertiginoso delle tensioni sui mercati di commodity, oltre che un contestuale crollo delle borse mondiali. Dal 24 febbraio al 7 marzo l'indice globale S&P GSCI è salito da 650-660 a 800: il record assoluto. I rincari sono il risultato sia della riduzione delle quantità disponibili sul mercato, sia dell'aumento delle scorte precauzionali da parte degli utilizzatori, nel timore di prossime restrizioni. La Russia è uno dei principali paesi produttori di materie prime energetiche, con una quota sul totale mondiale pari al 17% per il petrolio e al 12,6% per il gas. La sua importanza si estende anche ad altre importanti commodity, come i metalli preziosi (oro, platino e, soprattutto, palladio), ma anche alluminio e nickel, con una quota superiore al 6% sul totale della produzione mondiale di entrambi, non a caso protagonisti dei rialzi più significativi nei giorni successivi allo scoppio del conflitto. Ancora più rilevante il peso della Russia come produttore di commodity agricole, in primo luogo frumento (9,6% della produzione globale) e orzo (12,3%). Anche l'Ucraina è un grande produttore ed esportatore di grano ed uno dei principali fornitori dell'Europa: la stagione della semina è perduta a causa della guerra. Per quanto riguarda l'acciaio, Russia e Ucraina producono appena il 4% del totale mondiale, ma entrambi



i paesi sono importanti fornitori di materie prime e semi-lavorati per l'Europa. Nel caso dell'Italia la quota sulle importazioni complessive di prodotti siderurgici è significativa soprattutto per quanto riguarda gli input a monte del processo produttivo (minerali di ferro e preridotto) e semiprodotto. Invece, per quanto riguarda le importazioni di acciai finiti, l'incidenza dei due paesi sulle importazioni è assai contenuta.

### **Moltissimi apprezzamenti tra le commodity industriali**

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti registrati in febbraio hanno interessato cloruro di potassio (+77,3%), carbone (+16,6% la qualità sudafricana), olio di palma (+13,2% quello tradizionale, +11,2% la varietà Kernel), petrolio (+11,5% il prezzo medio, +12,0% il Brent), soia (+9,1%), alluminio (+8,0%), nickel (+7,4%), olio di girasole (+6,8%), olio di cocco (+6,5%), mais (+5,8%), platino (+5,6%), stagno (+5,2%), cacao (+3,4%), minerale di ferro (+3,4%), oro (+2,2%), argento (+1,7%), rame (+1,6%). Sostanzialmente stabili, gomma TSR20, zinco, riso thai, caffè Robusta e compensato. I pochi ribassi riguardano, tra gli altri, tè Kolkata (-13,7%), gas naturale (-0,4% l'indice generale, -3,6% quello europeo), zucchero (-2,0%), piombo (-1,5%).

### **La corsa dei prezzi del gas europeo non accenna a fermarsi**

Le tensioni provenienti dal fronte russo-ucraino hanno fatto schizzare in alto, in maniera trasversale, tutti prezzi energetici e, in particolare, quello del gas, sul quale sta incidendo molto anche la prospettiva di potenziali ritorsioni da parte del governo russo con tagli delle forniture. Al momento non vengono segnalate interruzioni nelle forniture, nonostante il conflitto. In aumento anche petrolio (+11,5% in dollari) e carbone (+16,6% sempre in dollari). Fanno eccezione i permessi sulle emissioni di CO<sub>2</sub> quotati all'ICE, che registrano un calo. Nelle ultime sedute, a far crescere le preoccupazioni degli operatori internazionali sono stati i recenti attacchi alla centrale nucleare di Zaporizhzhia, la più grande in Europa e fra le dieci più grandi del mondo.

## **Plastiche in flessione, nonostante il rialzo del petrolio**

Il forte aumento dei prezzi energetici in febbraio non si è ancora traslato sulle quotazioni degli intermedi chimici: l'etilene ha ceduto gran parte dei guadagni di gennaio e ha chiuso il mese con un ribasso del 10% circa, riallineandosi al propilene, molto più stabile (-1% in euro). In ripresa, invece i prezzi degli aromatici, ma a fronte di un profilo cedente del benzene (-5% circa rispetto a gennaio, in euro).

## **LME: vola il prezzo dell'acciaio**

Negli ultimi giorni diverse testate giornalistiche riportano che, a seguito delle sanzioni imposte dall'Unione Europea, le vendite di alcune delle più importanti acciaierie russe verso l'Europa saranno sospese, gonfiando i prezzi dell'acciaio. In media mensile il minerale di ferro ha registrato un +9,1% in euro. I rincari più robusti si sono registrati al London Metal Exchange (LME) e, in particolare, sulle quotazioni spot dei coils a caldo europei e dei rottami e tondini di acciaio turchi. Oltre al rischio geopolitico, il complesso dei metalli ha ricevuto un'ulteriore spinta rialzista in seguito al rilascio dell'indice sul PMI manifatturiero cinese di febbraio, ritornato a 50. In rialzo i laminati a caldo (+6,6% in euro), più stabili i laminati a freddo (+1,1%). In flessione l'acciaio inox (-5,8%), ma il prezzo è destinato a salire nei prossimi mesi, a causa del rialzo di nickel, ferro-cromo e altre materie prime siderurgiche.

## **Rincari per i non ferrosi e la situazione è destinata a peggiorare**

Il dato medio di febbraio rispecchia solo in parte le fortissime tensioni che hanno interessato i metalli non ferrosi nell'ultima settimana del mese, con rialzi a doppia cifra realizzati in meno di una settimana. Nickel e alluminio, con la prospettiva dell'interruzione dei flussi dalla Russia e in un contesto di scorte ai minimi, hanno registrato aumenti in media mensile rispettivamente del 7,5% e 8,1% (+15% tra il 24 febbraio e il 3 marzo). Lo zinco, che in media mensile era rimasto stabile, nella prima settimana di conflitto ha registrato +12,5%. Più moderati i danni per rame, piombo e stagno che hanno registrato aumenti tra il 5 e il 7%.

## **Forestali ancora in crescita**

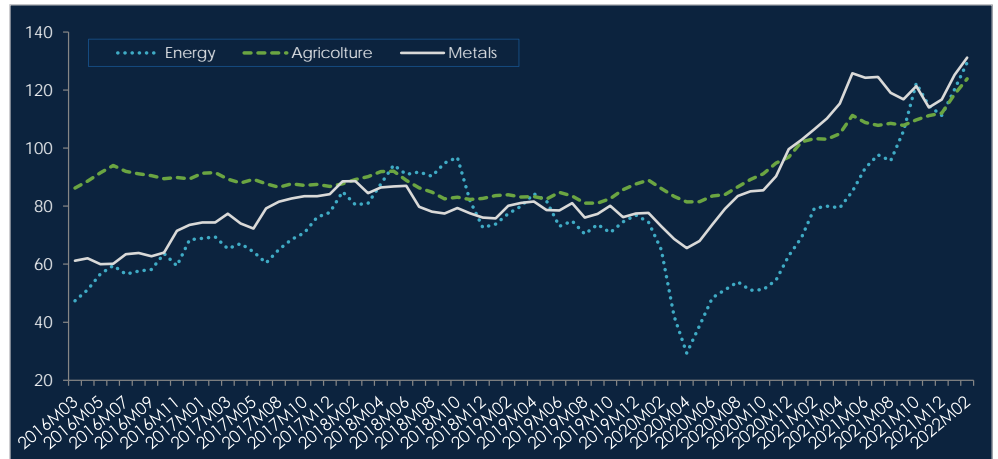
Il mercato europeo del legname, in febbraio, ha continuato a dare segni di vitalità, con una domanda ancora in crescita. Il legname di conifera ha chiuso febbraio con aumenti del 3,2%, quello per pellet e packaging, rispettivamente del +8,5% e 3,9%. La cellulosa da conifera ha registrato un rialzo mensile del 3,6%, mentre la varietà da eucalipto del 2,8%. Le principali preoccupazioni per i prossimi mesi riguardano la possibilità di approvvigionarsi regolarmente di legname in Russia e Ucraina.

## **Si impenna il prezzo del grano**

I venti di guerra e il rischio di interruzione delle forniture dalla Russia, a causa delle sanzioni, continuano a far aumentare le quotazioni di grano, frumento e mais. Diversi osservatori riportano che il governo cinese ha ordinato alle agenzie competenti di garantire forniture adeguate di materie prime essenziali, date le interruzioni di fornitura che probabilmente caratterizzeranno le prossime settimane o, al peggio, mesi. Inoltre, è probabile che anche altri paesi importatori di cereali facciano il possibile al fine di garantirsi un approvvig-

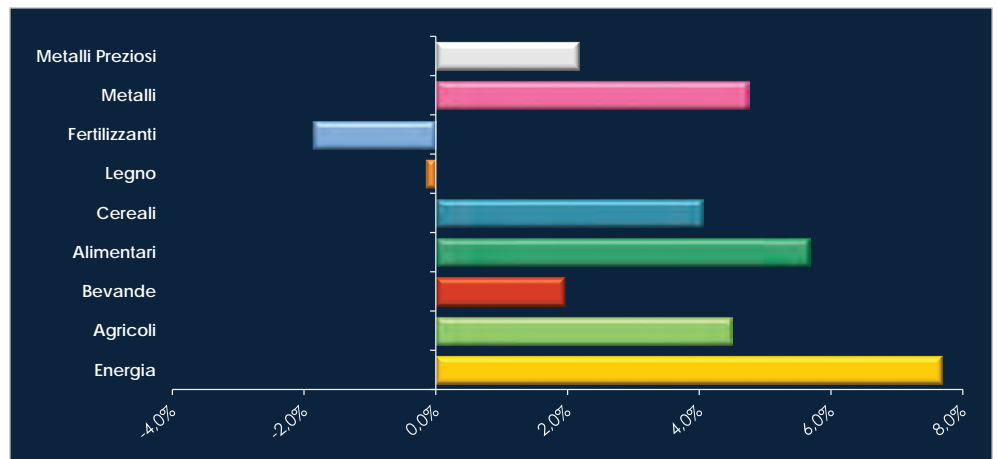
gionamento sufficiente, entrando sul mercato in maniera più aggressiva. Nei prossimi mesi l'invasione renderà impossibile la semina primaverile ucraina di colture come mais e girasole che in genere inizierebbero presto e potrebbe ostacolare i raccolti di cereali invernali, estendendo lo shock dell'offerta sul mercato globale.

### I prezzi delle materie prime, trend 2016-2022 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World bank.

### Variazioni dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente feb 2022/gen 2022 (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la Newsletter settimanale Metal Week. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente l'Ufficio Studi Economici. Contatti: studi.economici@ui.torino.it

## Previsioni prezzi in € delle materie prime (var. % rispetto al trimestre precedente)

Commodity	gen 2022	apr 2022	lug 2022	ott 2022
ABS	2,4	-3,5	-8,9	-9,0
Acciai Lunghi (indice)	8,1	6,9	-14,0	-8,4
Acciai Piani (indice)	-1,3	18,2	-15,9	-9,9
Alluminio	22,5	14,6	-18,0	-17,5
Argento	0,4	-3,3	-8,8	-3,1
Aromatici	2,7	5,9	-5,0	-9,1
Baltic Dry Index	-42,6	-25,2	22,8	9,9
Benzina	26,8	7,4	-12,7	-13,5
Brent	23,7	10,1	-10,7	-12,9
Carbone	43,0	33,7	-36,8	-24,2
Cellulosa BEKP	2,0	2,7	-3,4	-7,5
Cellulosa NBSK	5,2	2,9	-3,2	-8,5
Cereali (indice)	14,0	15,4	-8,5	-8,4
Cobalto	16,5	2,3	1,9	0,4
Coloniali	2,9	3,6	-7,5	-9,5
Compensato	-6,9	5,4	-1,6	-6,6
Cotone	10,5	-1,1	-6,9	-6,3
Dir. Emissione	29,4	12,8	-16,4	-1,3
Energia Elettrica (PUN)	7,4	1,1	-39,7	-5,3
Energia Elettrica (tariffa)	53,4	-2,5	-19,0	-15,6
Etilene	15,4	-1,4	-14,8	-8,5
Fertilizzanti (Urea)	-13,5	-7,9	-10,0	-3,1
Fibre sintetiche	3,4	-2,0	-4,2	-7,2
Gas (contratto Take Or Pay)	10,2	19,1	1,5	4,2
Gas PSV	10,2	8,1	-38,0	-7,3
Gas TTF	10,7	9,2	-38,4	-6,9
Gasolio	26,6	9,8	-10,1	-12,3
Gomma naturale	3,0	-2,0	-8,1	-12,4
Gomma sintetica	-6,5	-1,5	-3,9	-10,6
Grano	9,9	21,1	-9,3	-8,1
Grano (Italia)	2,2	14,9	-15,8	-7,3
Hot Dip Galvanized	-1,2	15,4	-20,1	-11,5
Inox 304	-0,2	8,6	2,3	-2,7
Lana	0,0	3,1	-2,6	-1,9
Legname di conifere (Italia)	0,9	5,2	-0,9	-7,4
Legname per packaging	-1,1	5,6	-1,1	-5,5
Legname per pallet	7,0	7,7	-3,1	-7,9
Legname tropicale	-0,5	3,5	0,2	1,7
Mais	2,2	14,9	-15,8	-7,3
Minerali di Ferro	29,5	22,7	-18,5	-15,7
Nickel	28,6	22,5	-17,0	-19,0
Nylon 6.6	3,9	-5,4	-15,8	-8,9
Olio Comb.	22,3	6,9	-11,6	-13,5
Organici di base	11,8	-0,4	-18,3	-9,8
Oro	3,4	0,1	-4,1	-2,0
OSB	-9,4	4,8	-0,3	-5,5
Pallet (nuovi, EUR grade)	-0,7	8,2	-0,6	-5,7
Pelli	3,0	3,2	1,3	-1,8
PET	5,8	-7,0	-15,8	-8,3
Piani CRC	-2,6	17,2	-15,0	-10,7
Piani HRC	-0,0	19,3	-16,8	-9,1
Piombo	1,8	10,1	-5,9	-10,3
Platino	4,8	2,0	12,3	-4,9
poliestere 1.5 dtex 38 mm	3,6	-1,9	-3,8	-7,0
poliestere 6.7 dtex 60 mm	3,2	-2,1	-4,5	-7,3
Polietilene (HDPE)	2,1	-1,9	-2,8	-5,8
Polietilene (LDPE)	-1,4	-7,9	-2,0	-5,4
Polietilene (LLDPE)	0,7	-2,0	-3,9	-6,2
Polipropilene Copolimero	-0,9	-4,4	-9,2	-9,0
Polipropilene Omop.	0,1	-4,5	-8,9	-8,8
Polistirene GPPS	8,9	1,0	-5,3	-8,9
Polistirene HIPS	7,9	1,3	-4,9	-8,7
Propilene	9,4	0,3	-20,9	-10,7
PVC	1,2	-2,9	-17,4	-14,5
Rame	2,1	-4,9	-3,8	-7,9
Rebar	10,8	9,0	-13,8	-8,0
Rottami di ferro	12,8	16,4	-22,5	-16,6
Soia	24,6	9,6	-5,0	-5,9
Stagno	12,2	-1,7	-22,5	-9,7
Virgin Nafta	24,0	6,5	-13,1	-13,9
Virgin Nafta	24,0	6,5	-13,1	-13,9
Wire Rod	5,6	5,0	-14,2	-8,8
Zinco	7,6	-5,1	-13,0	-14,2

Fonte: elaborazioni su Pometeia Commodity, gennaio 2022.



Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la Newsletter settimanale Metal Week. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente l'Ufficio Studi Economici. Contatti: studi.economici@ui.torino.it

### I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia prima	Unità misura	Prezzo in \$ gen 2022	Prezzo in \$ feb 2022	var. %
Aluminum	(\$/mt)	3005,98	3245,79	8,0%
Banana, Europe	(\$/kg)	0,91	0,96	5,6%
Banana, US	(\$/kg)	1,16	1,24	7,4%
Beef	(\$/kg)	5,97	6,21	4,0%
Coal, South African	(\$/mt)	168,50	196,40	16,6%
Cocoa	(\$/kg)	2,47	2,55	3,4%
Coconut oil	(\$/mt)	2016,14	2147,89	6,5%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	5,98	6,17	3,2%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	2,43	2,41	-0,5%
Copper	(\$/mt)	9782,34	9943,17	1,6%
Cotton, A Index	(\$/kg)	2,91	3,05	4,8%
Crude oil, average	(\$/ bbl)	83,92	93,54	11,5%
Crude oil, Brent	(\$/ bbl)	85,53	95,76	12,0%
Crude oil, Dubai	(\$/ bbl)	83,11	93,13	12,1%
Crude oil, WTI	(\$/ bbl)	83,12	91,74	10,4%
DAP	(\$/mt)	699,38	747,13	6,8%
Fish meal	(\$/mt)	1428,56	1445,25	1,2%
Gold	(\$/troy oz)	1816,02	1856,30	2,2%
Groundnuts	(\$/mt)	1479,55	1496,25	1,1%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	132,53	142,84	3,4%
Lead	(\$/mt)	2331,85	2296,86	-1,5%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	14,69	14,94	1,7%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	396,20	397,01	0,2%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	259,05	258,47	-0,2%
Maize	(\$/mt)	276,62	292,62	5,8%
Meat, chicken	(\$/kg)	2,88	2,83	-1,8%
Natural gas index	(2010=100)	196,91	196,13	-0,4%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	28,26	27,23	-3,6%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	4,33	4,66	7,5%
Nickel	(\$/mt)	22355,40	24015,55	7,4%
Orange	(\$/kg)	0,79	0,73	-7,6%
Palm kernel oil	(\$/mt)	2195,79	2442,63	11,2%
Palm oil	(\$/mt)	1344,79	1522,36	13,2%
Phosphate rock	(\$/mt)	173,13	172,50	-0,4%
Platinum	(\$/troy oz)	994,15	1049,40	5,6%
Plywood	(cents/sheet)	475,16	474,09	-0,2%
Potassium chloride	(\$/mt)	221,00	391,75	77,3%
Rapeseed oil	(\$/mt)	1865,36	1744,20	-6,5%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	419,00	422,00	0,7%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	427,00	427,00	0,0%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	403,15	405,95	0,7%
Rice, Viet Namease 5%	(\$/mt)	395,94	384,21	-3,0%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,97	2,11	7,0%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,78	1,79	0,6%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	649,68	648,82	-0,1%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	738,97	737,98	-0,1%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	14,78	14,88	0,7%
Silver	(\$/troy oz)	23,16	23,54	1,7%
Soybean meal	(\$/mt)	526,49	569,46	8,2%
Soybean oil	(\$/mt)	1469,56	1595,74	8,6%
Soybeans	(\$/mt)	606,22	661,63	9,1%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,37	0,37	0,2%
Sugar, US	(\$/kg)	0,78	0,78	-0,3%
Sugar, world	(\$/kg)	0,40	0,39	-2,0%
Sunflower oil	(\$/mt)	1379,02	1472,35	6,8%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,86	2,80	-2,1%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,51	3,61	2,8%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,40	2,07	-13,7%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,68	2,73	2,0%
Tin	(\$/mt)	41791,70	43983,35	5,2%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4199,72	4187,86	-0,3%
TSP	(\$/mt)	676,25	687,50	1,7%
Urea	(\$/mt)	846,38	744,17	-12,1%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	374,24	390,50	4,3%
Zinc	(\$/mt)	3599,14	3620,04	0,6%

Fonte: World bank.

## VALUTE



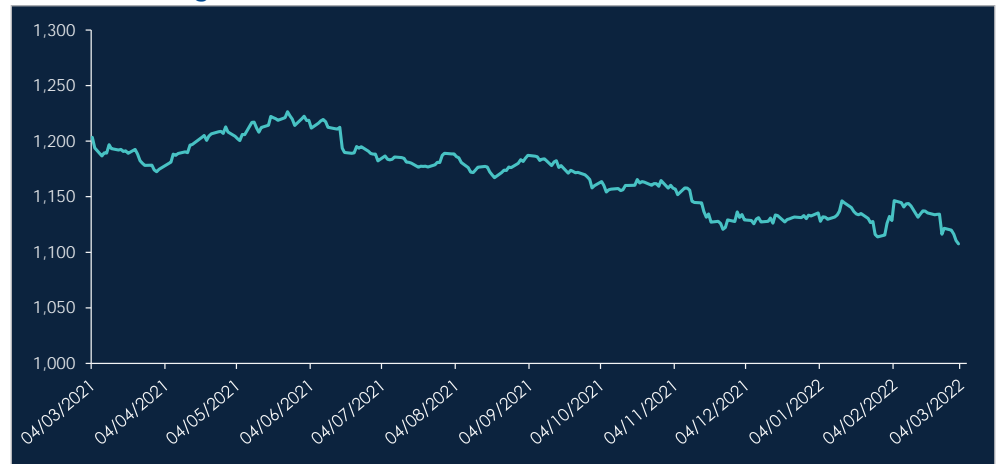
- ▶ La guerra in Ucraina impatta i mercati valutari.
- ▶ Euro, sterlina e rublo al ribasso.
- ▶ Dollaro, yen e yuan favoriti dalla crisi.

### Verso la parità euro/dollaro entro metà anno?

L'euro viaggia verso il suo momento peggiore rispetto al dollaro in quasi due anni, visti gli andamenti delle commodity e dei recenti risvolti geopolitici nell'Europa dell'est. L'andamento, probabilmente, perdurerà nelle prossime settimane: con l'aumento del costo del petrolio e del gas (soprattutto in termini di euro), fintanto che lo scontro in Ucraina proseguirà, è verosimile che la valuta comunitaria continuerà a soffrire. È ritenuto molto improbabile che la BCE intervenga per rafforzare l'euro: l'ultima volta che la BCE ha agito sui mercati valutari è stato nel 2011, durante la crisi dei debiti sovrani. Prima di allora, bisogna risalire al 2000, quando ha condotto sette interventi di acquisto di euro per un valore di 10 miliardi, poiché la moneta alle prime armi aveva perso quasi il 30% del suo valore di lancio. La situazione attuale è diversa. Un euro più debole potrebbe ancora rappresentare un mal di testa per la BCE: l'inflazione annua è al massimo storico del 5,8% e probabilmente aumenterà ulteriormente; ma qualsiasi intervento al momento sembra ancora molto lontano. Come sottolinea l'ex vicepresidente della BCE Vitor Constancio, il tasso di cambio non è generalmente un obiettivo della politica monetaria, perché è molto difficile identificare in modo affidabile i suoi fattori trainanti.



### Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

C'è un crescente consenso, tuttavia, sul fatto che l'euro stia andando al ribasso. Robin Brooks, capo economista dell'Institute of International Finance ritiene che la parità con il dollaro (un deprezzamento del 10% rispetto ai livelli attuali) potrebbe arrivare entro tre mesi.

A febbraio l'euro ha registrato una variazione negativa (-1,3%) rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei principali 38 partner commerciali. Rispetto al dato di febbraio 2021 si osserva una contrazione del 2,0%.
















### Economia interna e clima di incertezza della guerra rafforzano il dollaro

L'invasione russa dell'Ucraina e la crisi geopolitica che ha innescato, assedia i mercati globali. Ma Wall Street, nel clima di shock e difficile valutazione delle ripercussioni, ad oggi rimane in rialzo dall'inizio della brutale aggressione contro Kiev, mentre l'Europa arretra. Complici una minore esposizione al conflitto e condizioni dell'economia americana considerate ancora solide. Gli ultimi dati sull'occupazione americana sono più che buoni; sia i non-farm payroll che il tasso di disoccupazione hanno superato le aspettative. Cosa più importante, l'inflazione ha mostrato segni di raffreddamento attestandosi al 5,1% contro il 5,8% previsto. Quest'ultimo dato è particolarmente importante poiché, ultimamente, la politica dei tassi del FOMC è stata al centro dell'attenzione. L'aspettativa generale è che la FED, nella sua riunione di marzo, cambierà la propria politica monetaria, anche se con un aumento standard di 25 punti base e non più di 50 come previsto il mese scorso. È dunque lecito presumere che l'andamento rialzista del biglietto verde sia solo agli inizi, nonostante la crescita delle incognite geopolitiche e della volatilità dei mercati; per il momento tali elementi non fanno che rafforzare l'appetito per il dollaro, considerato un investimento sicuro.

### Il mercato cerca sicurezza nello yen e nel franco svizzero

I beni rifugio valutari, come yen e franco svizzero, stanno beneficiando di tutti i fattori di rischio attualmente presenti sui mercati. Il franco svizzero sta segnando nuovi massimi contro l'euro. La valuta elvetica ha mantenuto il suo status di rifugio sicuro, nonostante si sia unita alla coalizione di paesi che confischeranno i beni russi e forniranno mezzi militari all'Ucraina. Lo yen potrebbe ottenere un'ulteriore spinta, se l'avversione al rischio aumentasse ulteriormente, ma sono in molti ad aspettare le prossime mosse della FED per

### I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	media febbraio 2022	variazione dal mese preced.	variazione ultimi 12 mesi	
+	 CANADIAN DOLLAR	1,44	1,0%	-6,1%	
	 SWISS FRANC	1,05	0,6%	-3,7%	
	 INDIAN RUPEE	85,03	1,0%	-3,5%	
	 ROUBLE	88,89	2,7%	-1,2%	
	 TURKISH LIRA	15,49	0,9%	80,6%	
=	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,58	0,3%	1,4%	
	 CHINESE YUAN RENMINBI	7,20	0,0%	-7,9%	
	 UK POUND STERLING	0,84	0,3%	-4,0%	
	 INDONESIAN RUPIAH	16271,78	0,3%	-4,3%	
	 JAPANESE YEN	130,66	0,5%	2,5%	
	 MEXICAN PESO	23,18	0,0%	-5,6%	
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,75	0,2%	-3,0%	
	 US DOLLAR	1,13	0,2%	-6,2%	
	-	 BRAZILIAN REAL	5,89	-6,0%	-10,0%
		 SOUTH AFRICAN RAND	17,27	-1,5%	-3,3%

Fonte: elaborazione dati BCE, febbraio 2022.

definire le proprie strategie d'investimento. Se l'istituto centrale americano dovesse proseguire con la decisione di aumentare i tassi nel 2022 e interrompere il suo programma di acquisto di obbligazioni, introducendo dunque elementi di volatilità per il dollaro, l'appeal della valuta nipponica aumenterebbe ulteriormente.

#### Sterlina debole contro il dollaro e forte verso l'euro

A seguito della guerra in Ucraina gli investitori si sono riversati sul dollaro. La sterlina è scesa a un minimo di \$ 1,3156, un livello che non si vedeva dal dicembre 2020, prima che il Regno Unito completasse il divorzio dall'Unione Europea. Nei confronti dell'euro la valuta inglese riesce a tenere il suo valore.

#### I contraccolpi della guerra sul rublo

Crescono i dubbi sulla capacità della Banca di Russia di sostenere il sistema finanziario del Paese, mentre il tasso di cambio USD/RUB balza di quasi il 30% dopo che le principali banche centrali hanno imposto nuove sanzioni. La banca centrale ha recentemente aumentato i tassi di interesse dal 9,5% al 20%, ha imposto la vendita di entrate in valuta estera da parte degli esportatori e ha temporaneamente vietato ai non residenti di vendere titoli. La tempesta sul rublo, comunque, resta potente. La banca centrale in una nota ha dichia-

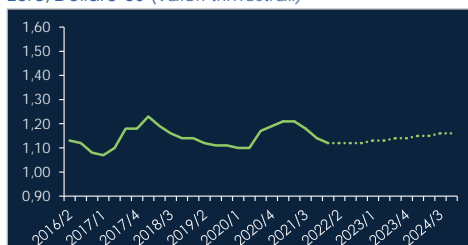
rato che "le condizioni esterne per l'economia russa sono cambiate radicalmente. Un rialzo del tasso guida consentirà di garantire un aumento dei tassi sui depositi ai livelli necessari per compensare i maggiori rischi di svalutazione e inflazione. Ciò contribuirà a mantenere la stabilità finanziaria e dei prezzi e a proteggere i risparmi dei cittadini dal deprezzamento." L'aumento del tasso è stato superiore al 17% visto nel 2014, quando la Crimea fu annessa alla Russia, e arriva dopo che i Paesi occidentali si sono mossi per bloccare l'accesso di alcune banche russe al sistema di pagamento internazionale Swift. Secondo gli analisti, il crollo del rublo probabilmente farà salire l'inflazione, danneggiando tutti i russi e non solo l'élite, obiettivo delle sanzioni ad personam. Ma c'è chi osserva come l'esclusione da Swift sia soltanto una sanzione sulla carta: le sette banche interessate sono infatti VTB, Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank, Rossiya Bank, Sovcombank e VEB. In particolare, ci sono due grandi esclusi: i due colossi bancari russi Sberbank e Gazprom Bank. Il divieto inoltre è entrato in vigore solo dopo dieci giorni, il che ha consentito ai russi di riorganizzare il loro sistema bancario e, probabilmente, reindirizzare i pagamenti attraverso banche che non sono interessate dalle sanzioni.

### Le sanzioni verso la Russia fanno volare lo yuan

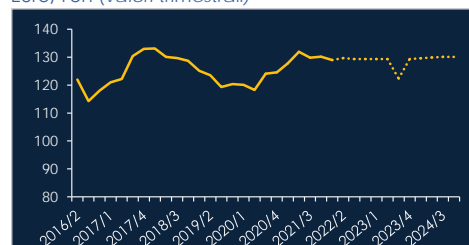
Lo yuan si è apprezzato a un livello che non si vedeva da quasi quattro anni, grazie alle robuste esportazioni della Cina e un afflusso di fondi sui mercati dei capitali. È probabile che lo yuan continuerà ad aumentare nel prossimo mese, secondo un outlook di BNP Paribas. Non solo c'è un surplus commerciale fuori misura, ma i cinesi si sono in gran parte astenuti dal viaggiare all'estero, un'attività che promuove uno yuan più debole. Inoltre, la guerra in Ucraina non ha portato alla svendita dello yuan, come di solito succede ogni volta che si accende un conflitto. In questi casi gli operatori in genere scaricano le valute dei paesi emergenti e dirigono i fondi verso alternative più sicure come il dollaro americano o il franco svizzero. Eppure lo yuan sta continuando a salire in queste settimane. Ciò è dovuto dal fatto che le imprese russe stanno aprendo conti correnti presso le filiali russe delle banche cinesi per mitigare l'effetto delle sanzioni imposte a Mosca dopo l'invasione dell'Ucraina. A riferirlo è Reuters, che cita una fonte di una filiale moscovita di una banca cinese, secondo cui tra le duecento e le trecento aziende russe si sono rivolte alla filiale della banca presso cui lavora. La fonte bancaria si aspetta che l'aumento delle transazioni in yuan continuerà anche nel prossimo futuro, anche se non è chiaro quanto sia l'ammontare dei capitali coinvolti.

### Previsioni di medio periodo

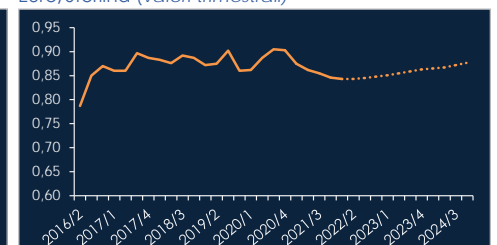
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)




Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.



## CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE	SOFFERENZE	SOFFERENZE/ CREDITI	DEPOSITI DELLE IMPRESE	RENDIMENTO TITOLI DI STATO	SPREAD BTP BUND
dic/nov 2021	dic/nov 2021	dicembre 2021	dic/nov 2021	asta febbraio	punti base
+0,1%	-18,4%	3,4%	+6,3%		163

- ▶ La BCE non alza i tassi ma teme l'inflazione.
- ▶ La guerra in Ucraina colpisce soprattutto Unicredit.
- ▶ Le sofferenze bancarie subiscono una nuova, forte, riduzione.

### Le novità della riunione di marzo della BCE

Nella riunione del 10 marzo è emersa qualche novità nella politica monetaria, alla luce del mutato contesto macroeconomico e geopolitico; il conflitto tra Russia e Ucraina è considerato uno spartiacque per l'Europa. In particolare, sulla base dell'attuale scenario caratterizzato da forte incertezza, il Consiglio direttivo della BCE ha modificato la tempistica dell'asset purchase programme (APP). Gli acquisti netti mensili nell'ambito dell'APP saranno di 40 miliardi di euro ad aprile, 30 miliardi di euro a maggio e 20 miliardi di euro a giugno. Nel terzo trimestre, la calibrazione dipenderà dalle prospettive. Questo significa che il programma di acquisto, che sarebbe dovuto continuare fino a fine anno con graduale diminuzione, verrà stoppato prima. Lagarde in conferenza ha spiegato che non si tratta di una svolta da falco o di una accelerazione della normalizzazione della politica monetaria. La recente decisione del board non è altro che la logica conseguenza di quanto deciso a dicembre e annunciato a febbraio. Con i dati sull'inflazione rivisti al rialzo, era da molti visto come inevitabile. Sull'aumento dei tassi però, c'è ancora tempo e non è stata indicata una data orientativa: si parla di mesi o settimane dopo la fine dei programmi di acquisto del debito.

### Unicredit è tra le banche europee più impattate dalla guerra in Ucraina

Sono proprio le banche italiane, con quelle francesi e austriache, a essere tra le più esposte verso la Russia tra gli istituti finanziari d'Europa. È quanto emerge da una ricerca del Credit Suisse, che ha elaborato dati della BRI, la Banca dei Regolamenti Internazionali, risalenti al giugno 2021. Per gli istituti italiani e francesi l'esposizione ammonta a oltre 30 miliardi di dollari, circa 26,5 miliardi di euro, per quelli austriaci sui 22-23 miliardi di dollari. Riguardo ai singoli istituti l'analisi evidenzia come l'esposizione più elevata sia quella dell'austriaca Raiffeisen Bank International con una quota di ricavi del 20% realizzata in Russia e con un ammontare di prestiti di 10,5 miliardi, considerando anche l'Ucraina. La banca austriaca precede Società Generale, che ha una quota di ricavi in Russia del 4% con 8,7 miliardi di prestiti. La terza banca per esposizione è Unicredit, presente in Russia dal 2005 dopo la fusione con HVB, che aveva nel paese una propria controllata. La banca ha attualmente circa 2 milioni clienti retail e circa 30.000 corporate, con una rete di 72 sportelli che erogano circa 8 miliardi di euro di prestiti. Nel 2021 la controllata russa ha fruttato al gruppo Unicredit circa 180 milioni di utile, una piccola parte rispetto ai 3,9 miliardi totali; pesa per circa il 3% del margine di interesse e per il 3% del capitale allocato.

## **A dicembre 2021 la crescita dei prestiti al settore privato è aumentata...**

Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. La crescita dei prestiti al settore privato è salita al 4,0% a dicembre, dal 3,6% di novembre, trainata dall'andamento dei prestiti alle imprese, nonché da un effetto base positivo. A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è aumentato nettamente dal 2,9% di novembre al 4,2%, sostenuto da un incremento dei prestiti sia nel segmento a breve, sia in quello a più lungo termine. L'aumento dei prestiti a più breve termine è riconducibile al persistere di strozzature dal lato dell'offerta, in un contesto in cui l'accresciuto fabbisogno di capitale circolante è rafforzato dai maggiori costi dell'energia. Il vigore dei prestiti con scadenze oltre il breve termine può, invece, essere ricondotto all'aumento della domanda di prestiti per finanziare investimenti fissi. Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è aumentato solo marginalmente a dicembre, al 4,2%. Ciò è principalmente riconducibile alla robusta dinamica dei mutui ipotecari, dato che la crescita del credito al consumo è rimasta debole. Nel complesso, l'andamento dei prestiti cela differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro, che riflettono, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e l'eterogeneità della ripresa economica tra i vari paesi.

## **...si irrigidiscono i criteri per la concessione dei prestiti...**

In base ai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area euro di gennaio 2022, nel quarto trimestre del 2021 i criteri per la concessione del credito alle imprese si sono inaspriti molto lievemente, mentre quelli per i mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati. Alla luce di una valutazione generalmente positiva delle prospettive economiche, le banche continuano a stimare i rischi di credito alle imprese in maniera nel complesso favorevole, nonostante i maggiori rischi legati alla pandemia, in particolare quelli connessi a strozzature dal lato dell'offerta. Le banche hanno segnalato che le percezioni dei rischi hanno avuto un effetto di allentamento netto sui criteri di concessione del credito, mentre la tolleranza al rischio delle banche ha



avuto un lieve effetto restrittivo. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, la tolleranza al rischio delle banche e i loro costi di provvista hanno avuto un lieve effetto restrittivo, mentre le percezioni dei rischi e la concorrenza hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro. Per il primo trimestre del 2022 le banche dell'area euro si attendono criteri di concessione dei prestiti alle imprese sostanzialmente invariati e un ulteriore irrigidimento di quelli per i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

### **...ma la richiesta di fondi da parte delle imprese rimane alta**

La crescita della domanda di prestiti da parte delle imprese, la più elevata dall'aumento straordinario registrato nella prima metà del 2020, va ricondotta sia al maggiore fabbisogno di capitale circolante, derivante dalla ricostituzione delle scorte a seguito delle strozzature dal lato dell'offerta, sia al finanziamento degli investimenti a più lungo termine. L'ulteriore aumento della domanda di prestiti alle famiglie nel quarto trimestre del 2021 è stato sostenuto dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e dal livello storicamente basso dei tassi di interesse. Per il primo trimestre del 2022 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

### **A fine 2021 una nuova importante riduzione delle sofferenze bancarie**

Nella rilevazione di dicembre si osserva un lieve incremento dei prestiti alle imprese, con una variazione rispetto a novembre dello 0,1%. Come negli scorsi numeri il dato tendenziale rimane tuttavia negativo (-0,7%). Come nel 2020, anche il 2021 si è concluso con una massiccia riduzione delle sofferenze nel mese di dicembre: a livello mensile si nota un -18,4%, che diventa un -34,8% se si compara il dato con quello di dicembre 2020. Queste evoluzioni, nel loro complesso, fanno sì che il rapporto tra sofferenze e prestiti scenda di 77 punti base, arrivando al nuovo livello record di 3,38%. Entra in territorio negativo l'andamento dei prestiti alle famiglie, che risultano essere in perdita su base mensile (-0,1%), nonostante il confronto su scala annuale rimanga positivo (+3,5%). Parlando del costo dei fondi erogati, si osserva che le classi di prestito hanno visto il loro costo aumentare.

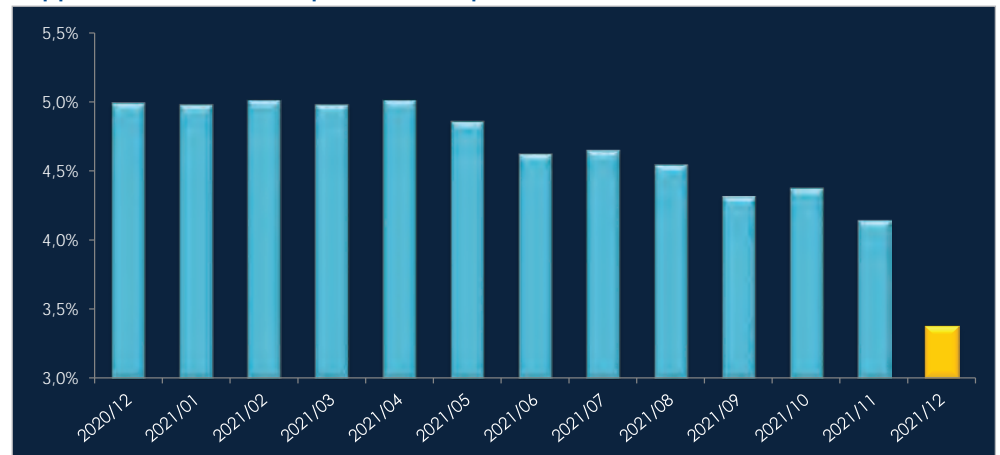
### **Sempre altalenanti i depositi delle imprese**

A dicembre tutti i principali indicatori sui depositi in Italia risultano essere in attivo. Il dato generale, che racchiude anche le amministrazioni pubbliche e gli istituti finanziari, presenta una crescita dell'1,8% mensile e del 7,8% annuale. I depositi delle imprese (indicate nella tabella come "società non finanziarie") ottengono un +6,3% rispetto a novembre e un +11,5% nei confronti di dicembre 2020. Positive anche le famiglie consumatrici, che incrementano i loro depositi dell'1,7% mensile (a livello annuale il dato è +4,8%).

### **Salgono i rendimenti europei a febbraio**

I dati preliminari dello scorso numero avevano fatto intuire che il trend rialzista dei titoli di stato europei avrebbe accelerato. E così è stato: a febbraio la remunerazione media è balzata a quota 0,53%, guadagnando 39 punti base rispetto al periodo precedente. Tuttavia, il quadro geopolitico, divenuto più instabile nelle scorse settimane, fa intravedere un'inversione di tendenza nei primi giorni di marzo. Si sta infatti osservando un calo generale di tutti i ren-

### Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro alle imprese, nuove operazioni, Italia (val. %)

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione
2019	1,37	1,85	1,06	2021/06	1,17	1,81	0,78
2020/12	1,38	1,85	1,12	2021/07	1,05	1,83	0,69
2021/01	1,17	1,84	0,77	2021/08	1,07	1,78	0,64
2021/02	1,14	1,83	0,69	2021/09	1,16	1,73	0,80
2021/03	1,25	1,83	0,84	2021/10	1,14	1,74	0,77
2021/04	1,19	1,80	0,77	2021/11	1,09	1,67	0,70
2021/05	1,13	1,81	0,70	2021/12	1,18	1,75	0,88

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Depositi dei residenti in Italia (consistenze di fine periodo in milioni di euro)

	Depositi totali	Società non finanziarie	Famiglie consumatrici		Depositi totali	Società non finanziarie	Famiglie consumatrici
2019	2.455.794	301.661	1.043.631	2021/06	2.773.952	392.164	1.131.601
2020/12	2.635.812	384.589	1.109.607	2021/07	2.804.404	410.872	1.137.231
2021/01	2.652.384	377.429	1.116.995	2021/08	2.785.767	401.572	1.142.727
2021/02	2.672.868	379.941	1.122.221	2021/09	2.777.577	400.630	1.143.702
2021/03	2.731.633	375.944	1.124.925	2021/10	2.818.811	419.989	1.149.120
2021/04	2.746.862	380.727	1.129.190	2021/11	2.791.623	403.342	1.143.840
2021/05	2.753.181	387.145	1.130.348	2021/12	2.841.919	428.791	1.163.339

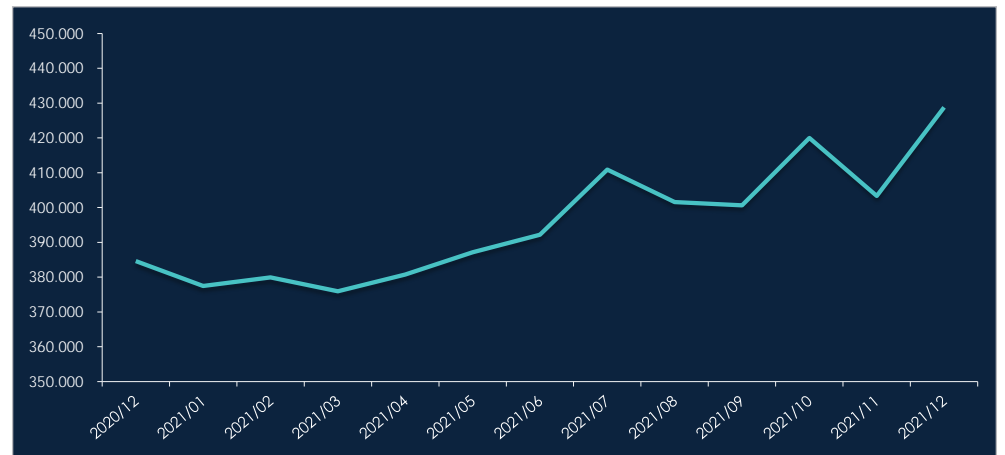
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

dimenti dei principali paesi mondiali, in particolar modo di quelli europei. Il bund tedesco è anche tornato in territorio negativo (-0,01%). Lo spread, ovvero il differenziale tra il rendimento del titolo di stato decennale italiano e il suo corrispettivo tedesco, è lievemente aumentato rispetto al dato di febbraio, arrivando a quota 163.

### Solida la domanda di BOT

Giovedì 10 febbraio 2022 il Ministero dell'economia e delle finanze ha collocato un BOT annuale. Nel dettaglio, la Banca d'Italia ha comunicato che

## Area euro: deposito dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati BCE.

nell'asta dei BOT con scadenza 14 febbraio 2023 sono stati collocati tutti i titoli offerti dal Ministero dell'economia e delle finanze (6,5 miliardi di euro l'ammontare complessivo). La domanda è stata buona, sulla base di richieste per 9,73 miliardi di euro. Di conseguenza, il rapporto di copertura (rapporto tra ammontare richiesto e quantitativo offerto) è stato di 1,5, in aumento rispetto all'1,4 dell'asta del BOT annuale di metà gennaio. Il rendimento lordo di aggiudicazione è rimasto negativo e pari a -0,324%, che equivale a un prezzo di aggiudicazione di 100,33. Nella precedente asta dei BOT annuali di gennaio 2022 il rendimento dei titoli era stato fissato a -0,444%. In quell'occasione le richieste erano state pari a 9,13 miliardi di euro, su un ammontare offerto di 6,5 miliardi.

### Nell'ultima asta di BTP decennali collocati 4,1 miliardi

Venerdì 25 febbraio 2022 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha collocato la settima tranche del BTP con scadenza 1° giugno 2032 (con cedola dello 0,95%). Il MEF ha emesso titoli con scadenza a 10 anni per un ammontare pari a 3 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 2,5 e 3 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il BTP in questione ha ottenuto richieste per circa 4,1 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,37. Il rendimento lordo complessivo del BTP decennale è stato fissato all'1,813%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 92,02. Il rendimento netto del BTP in esame è pari all'1,677%.

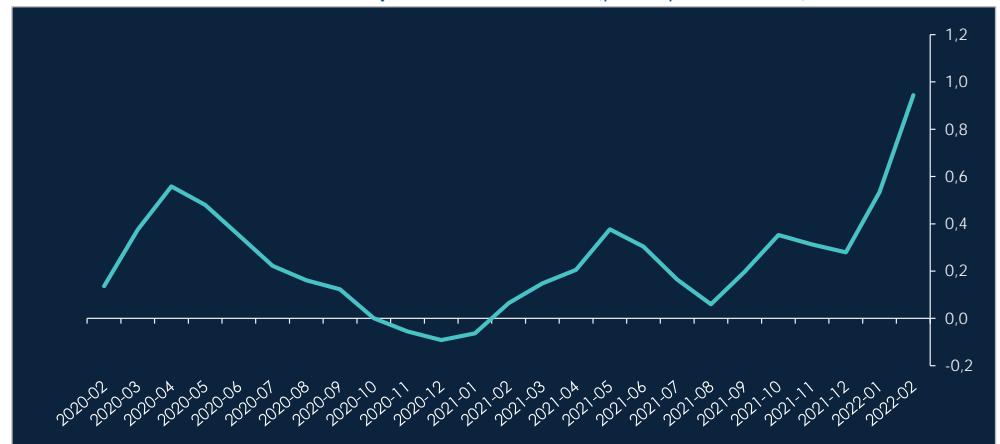
### In rialzo i rendimenti dei titoli quinquennali

Lo stesso giorno il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha collocato la prima tranche del BTP con scadenza 1° aprile 2027 (con cedola annua lorda dell'1,1%). Il MEF ha emesso titoli per un ammontare pari a 4 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 3,5 e 4 miliardi di euro) proposta dal ministero. Il titolo ha ottenuto richieste per circa 5,47 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,37. Il rendimento lordo complessivo del BTP con scadenza nel 2027 è stato fissato all'1,072%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione 100,15. Il rendimento netto del BTP in esame è pari allo 0,934%. Nella precedente asta del 28 gennaio 2022 il rendimento lordo complessivo del BTP con scadenza ad agosto 2026 era stato fissato allo 0,495%. Nella stessa occasione è avvenuta anche la collocazione della tredicesima



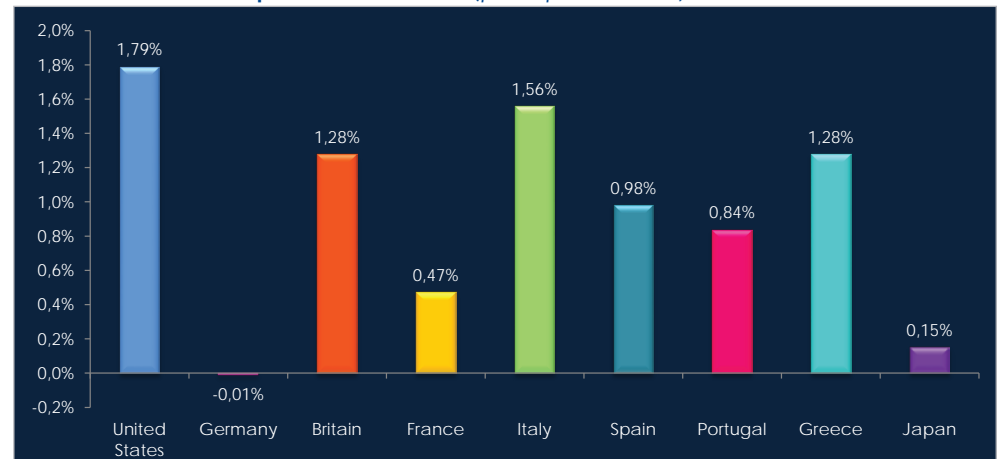
tranche del CCTEU con scadenza 15 aprile 2026 (spread dello 0,5%). Il MEF ha emesso titoli con scadenza a 5 anni per un ammontare pari a 1,25 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra un miliardo e 1,25 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il CCTEU in questione ha ottenuto richieste per 2,4 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,92. Il rendimento lordo complessivo dello strumento è rimasto negativo e pari al -0,077%, sulla base di un rezzo di aggiudicazione di 100,4. Del CCTEU in questione sono in circolazione titoli per un ammontare di 12,7 miliardi di euro.

### Area euro: rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



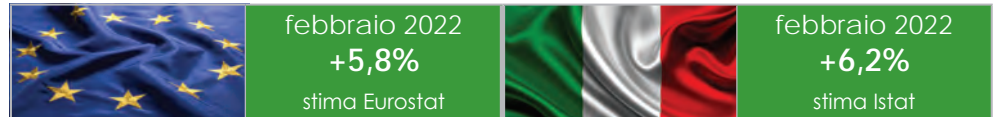
Fonte: Elaborazione su dati BCE.

### Rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione dati Bloomberg, marzo 2022.

## INFLAZIONE



- ▶ Inflazione mai così alta dal 1995.
- ▶ Carezza di commodity e guerra in Ucraina peggiorano le cose.
- ▶ Le tensioni si trasmettono al carrello della spesa.

A febbraio, per l'ottavo mese consecutivo, l'inflazione accelera, raggiungendo un livello che non si registrava da novembre 1995. In un contesto di rallentamento, pesano soprattutto carezza di materie prime e guerra in Ucraina.

A spingere in alto la crescita sono, soprattutto, i prezzi dei beni energetici non regolamentati, che seguono la fiammata di gennaio degli energetici regolamentati (insieme, le due componenti spiegano due terzi della variazione tendenziale dell'indice NIC). Intanto, le tensioni inflazionistiche si propagano, in particolare ai beni alimentari, i cui prezzi accelerano di oltre un punto, trascinando anche la crescita dei prezzi del cosiddetto carrello della spesa.

### L'inflazione rischia di rallentare la ripresa

Nel mese di febbraio 2022, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'area euro è stata pari a +5,8%, in aumento rispetto a +5,1% di gennaio. A livello italiano la stima dell'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra un aumento dello 0,8% su base mensile e del 6,2% su base annua (da +5,1% del mese precedente).

### Aumenti generalizzati

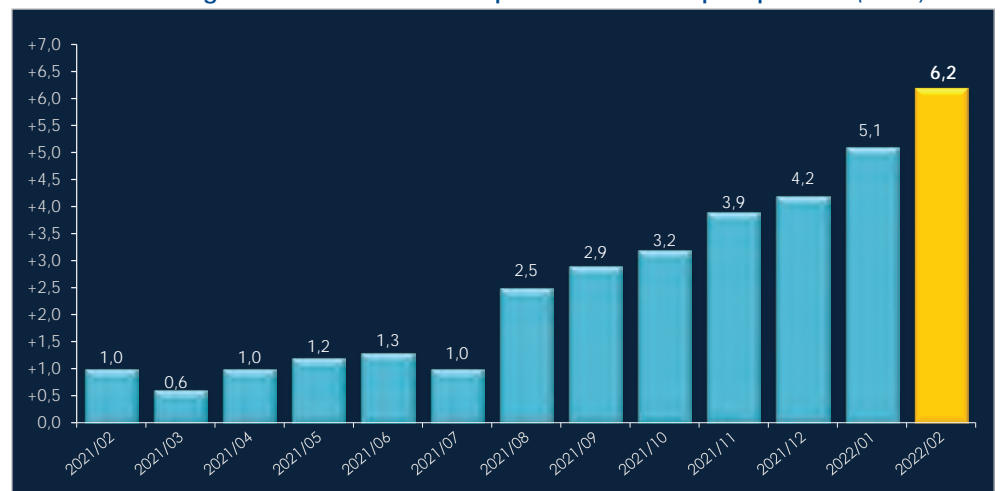
Secondo le stime preliminari, nel mese di febbraio 2022 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,9% su base mensile e del 5,7% su base annua (da +4,8% del mese precedente). L'accelerazione dell'inflazione su base tendenziale è dovuta prevalentemente ai prezzi dei beni energetici (la cui crescita passa da +38,6% di gennaio a +45,9%), in particolare a quelli della componente non regolamentata (da +22,9% a +31,3%), e in misura minore ai prezzi dei beni alimentari, sia lavorati (da +2,2% a +3,2%) sia non lavorati (da +5,3% a +6,9%); i prezzi dei beni energetici regolamentati, anche nel mese di febbraio, risultano quasi raddoppiati rispetto allo stesso mese del 2021 (+94,4%; era +94,6% a gennaio). L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, accelera da +1,5% a +1,7% e quella al netto dei soli beni energetici da +1,8% a +2,1%.

### I beni aumentano più dei servizi

Su base annua accelerano in misura ampia i prezzi dei beni (da +7,0% a +8,6%) e di un solo decimo di punto quelli dei servizi (da +1,8% a +1,9%); si allarga quindi il differenziale inflazionistico negativo tra questi ultimi e i prezzi dei beni (da -5,2 punti percentuali di gennaio a -6,7). Accelerano sia i prezzi

dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona (da +3,2% di gennaio a +4,2%) sia quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto (da +4,3% a +5,4%). L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto, per lo più, ai prezzi dei beni energetici non regolamentati (+8,3%) e in misura minore dei beni alimentari non lavorati (+1,7%), degli alimentari lavorati e dei beni durevoli (entrambi +0,5%). L'inflazione acquisita per il 2022 è pari a +4,3% per l'indice generale e a +1,3% per la componente di fondo.

### Stima dell'indice generale armonizzato dei prezzi al consumo per i paesi UE (IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.