

## Sommario

Economia mondiale

- Impossibile fare previsioni sull'impatto della guerra. L'Europa in stagnazione, inflazione in rialzo.

Economia italiana

- Crollano le previsioni di crescita per il 2022. Il governo approva il DEF.

Materie prime

- Incertezza e volatilità caratterizzano le principali commodity industriali.

Valute

- La guerra pesa su euro, sterlina e yen. Le aspettative di rialzo dei tassi premiano il dollaro. Il rublo recupera buona parte del valore perso.

Credito

- Inizia la divergenza tra la BCE e la FED. In Europa salgono i costi dei prestiti, ma la domanda rimane elevata. Rimbalzo delle sofferenze bancarie.

Inflazione

- Crescono ancora i prezzi: dopo gli energetici, ora i rincari interessano gli alimentari.



## ECONOMIA MONDIALE

	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>3,6%</b>	<b>+7,5%</b>	<b>+40,4%*</b>
	marzo 2022	febbraio 2022/2021	febbraio 2022/2021
	tasso di disoccupaz.	produzione industriale	costruzioni
	<b>6,8%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>+4,1%**</b>
	febbraio 2022	gennaio 2022/2021	gennaio 2022/2021

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Impossibile fare previsioni sull'impatto della guerra.
- ▶ L'Europa in stagnazione, inflazione in rialzo.
- ▶ La guerra accelererà la fine dell'egemonia del dollaro?

In breve...

I centri di previsione stanno cercando di valutare quale potrà essere l'impatto della guerra sull'economia globale. Un compito improbo, se non impossibile: troppe le incognite, a partire dalla durata delle ostilità e dagli obiettivi di Putin, che forse neppure la ristretta cerchia dei fedelissimi conosce fino in fondo. Gli analisti militari ritengono certo che la guerra sarà di lunga durata, con ondate successive di attacchi seguite da altri di relativa stasi; e che Putin non può accettare nessun compromesso né soluzioni negoziali né ritirate. Sua unica opzione strategica è la piena vittoria sul campo.

Resta un'incognita il ruolo che la Cina è disposta a giocare. Finora molto defilata, perfino ambigua nella sua negazione dello stesso temine invasione e nel rifiuto di una condanna esplicita, la Cina non è stata però disposta a dare un maggiore supporto alla Russia.

Un'altra domanda è se l'Europa sarà disposta ad andare fino in fondo con le sanzioni, colpendo anche le esportazioni russe di gas, petrolio e carbone. I paesi europei restano divisi: interrompere le forniture vorrebbe dire, almeno nel 2022 e forse anche nel 2023, affrontare sacrifici, razionamenti e bollette molto più salate.

Le sanzioni imposte fino a oggi hanno sì colpito l'economia russa (l'inflazione è salita al 15% e la recessione sarà inevitabile) ma non l'hanno messa in ginocchio: i 35 miliardi di entrate energetiche da febbraio a oggi sono sufficienti per finanziare la campagna militare e scongiurare il tracollo finanziario. È stato evitato il default sul debito pubblico.

L'economia mondiale potrà evitare una nuova recessione dopo quella del 2020? Gli scenari in genere lo escludono, scontando piuttosto un rallentamento della crescita nell'ordine di un paio di punti percentuali. Per l'Europa, l'impatto sarà molto più duro e, di fatto, il 2022 sarà di stagnazione, al netto dell'effetto di trascinamento. L'inflazione aumenterà di qualche punto sotto la pressione dell'aumento dei prezzi di energia e materie prime. Le catene logistiche, già messe sotto pressione dalla pandemia, subiscono ulteriori interruzioni e ritardi per effetto della chiusura dei porti del Mar Nero, delle sanzioni e del venir meno delle forniture di componenti importanti in diversi settori.

Parlando di commodity, preoccupa il forte aumento dei prezzi del grano, di cui Russia e Ucraina sono tra i principali produttori e esportatori. I rincari colpi-

scono soprattutto i paesi più poveri, dove il grano è la componente principale dell'alimentazione. L'ONU stima un aumento rilevante della popolazione a rischio denutrizione.

D'altra parte, sono già visibili alcuni importanti aggiustamenti nei meccanismi dell'economia mondiale: fare previsioni sulla base di una fotografia statica della situazione induce ad errori di prospettiva. Ad esempio, alcuni paesi stanno aumentando in misura rilevante le esportazioni di grano: Brasile, India, Argentina, Stati Uniti, Canada. Lo stesso vale per il gas (con tempi più lunghi) e per l'attività cantieristica: la carenza di navi gasiere è un collo di bottiglia decisivo per l'aumento delle forniture di LNG. Certamente, nel breve periodo, i margini di manovra sono ridotti e occorrerà tempo per arrivare a nuovi equilibri, soprattutto per l'energia.

Anche nelle ipotesi più ottimistiche, superata la fase di emergenza gli effetti di lungo periodo sugli equilibri geopolitici e sulla struttura dei mercati finanziari, per quanto ancora impossibili da valutare appieno, saranno di grande profondità e portata. La frammentazione del mercato globale in blocchi separati e il tramonto del dominio del dollaro sui mercati finanziari sono scenari molto verosimili. L'Europa potrebbe uscire schiacciata dalla lotta tra Stati Uniti e Cina; oppure invece emergere, rafforzata nella sua compattezza, come terza protagonista, portatrice dei valori fondanti della cultura dell'Occidente.

### **L'OCSE riscrive le previsioni**

Nel recente aggiornamento delle previsioni economiche, l'OCSE cerca di valutare l'impatto economico della guerra, pur nella grande incertezza sui possibili scenari bellici. L'OCSE ricorda come, prima dello scoppio del conflitto, l'economia globale fosse ben avviata sulla strada della ripresa, pur con rischi derivanti dalla pandemia e dall'inflazione, alimentata dagli aumenti dei prezzi di materie prime ed energia. A dicembre l'OCSE prevedeva una crescita mondiale del 4,5% per il 2022; gli indicatori di gennaio e febbraio erano coerenti con queste stime.

### **Uno shock di offerta**

La guerra ha creato uno shock di offerta che si somma a quelli già in corso. Gli effetti si manifesteranno su diversi piani e saranno profondi, anche se il peso di Russia e Ucraina sul PIL mondiale non supera il 2% e i legami finanziari con altri paesi sono modesti. Lo stock di investimenti esteri in Russia, e della Russia in altri paesi, non va oltre l'1-1,5% del totale. Secondo i dati BIS (Bank of International Settlements) le transazioni bancarie da e verso la Russia sono meno dello 0,5% del totale.

### **Forte impatto su commodity e mercati finanziari**

Tuttavia, l'OCSE sottolinea l'importanza di Russia e Ucraina nella fornitura di metalli, grano e altre commodity, i cui prezzi sono già aumentati molto dopo lo scoppio della guerra. Di grande portata sono anche le ripercussioni sui mercati finanziari: aumento dell'avversione al rischio, default sui titoli russi, ecc.

### **Un punto in meno di crescita?**

Secondo le proiezioni dell'OCSE, nel 2022 la crescita mondiale potrebbe essere rallentata di circa un punto percentuale, sommando gli effetti dal

lato domanda, quelli finanziari e quelli derivanti dall'aumento dei prezzi delle commodity. Nel caso dell'Europa l'impatto sarà superiore, un punto e mezzo di crescita, derivante in massima parte dall'aumento dei prezzi. In Europa l'inflazione dovrebbe aumentare di 2,0-2,5 punti percentuali nel 2022. La Russia sarebbe colpita da una dura recessione, con una caduta del PIL nell'ordine del 10% e l'inflazione al 15%. Queste proiezioni sono basate sull'ipotesi che l'onda d'urto del conflitto si protragga per tutto il 2022.

### Le previsioni della BCE

Anche la BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2022, pur mantenendo un giudizio relativamente ottimistico sulla base della solidità della ripresa europea. La BCE prevede una crescita mondiale (al netto dell'area euro) del 4,1% nel 2022 e del 3,6% nel 2023. Per quanto riguarda l'area euro, la BCE si attende una crescita robusta nel 2022, anche se inferiore rispetto alle previsioni di dicembre: 3,7% nel 2022 e del 2,8% nel 2023. L'inflazione è prevista del 5,1% nel 2022 e del 2,1% nel 2023. Al netto di alimentari e energia, 2,6% nel 2022 e 1,8% nel 2023. Nello scenario più sfavorevole, nel 2022 e 2023 l'inflazione potrebbe salire di due ulteriori punti.

### Sanzioni: un'arma davvero efficace?

Dall'inizio dell'invasione, alla Russia sono state imposte pesanti sanzioni internazionali, con l'obiettivo di mettere in ginocchio la sua economia. Ma le sanzioni sono davvero efficaci? È un fatto che Putin continua a disporre di ingenti risorse estere per finanziare la guerra, data la riluttanza europea a porre un embargo sulle importazioni di energia e di gas in particolare.

### Dall'energia oltre 300 miliardi di dollari

Secondo le stime di Bloomberg, la Russia incasserà, quest'anno, quasi 321 miliardi di dollari dalle esportazioni di energia, oltre un terzo in più rispetto al 2021. L'Institute of International Finance stima che il surplus commerciale della Russia salirà quest'anno al livello record di 240 miliardi di dollari. TTS Lombard valuta che il mix di deprezzamento del rublo e aumento dei prezzi del petrolio genererà un surplus di 8,5 trilioni di rubli (103 miliardi di dollari) di entrate aggiuntive per l'erario russo. Goldman Sachs afferma che l'afflusso valutario sarà sufficiente a rispondere alla domanda di valuta estera da parte del settore privato e permetterà a Mosca di allentare i controlli sui movimenti di capitale. Lo scenario cambierebbe completamente nel caso di ulteriori sanzioni europee.



## Per la Russia inevitabili inflazione e recessione

D'altra parte, anche se le vendite di petrolio e gas non si sono interrotte, è vero che l'economia russa sta registrando un'inflazione crescente e un'economia in crisi su vari fronti. Molte imprese multinazionali hanno attuato sanzioni volontarie fortemente penalizzanti. Bloomberg stima che, anche senza embargo europeo, una profonda recessione sarà inevitabile.

## La guerra non rallenta i flussi di gas

L'analisi dei flussi di gas dalla Russia, attraverso le pipeline che collegano i campi gasiferi della Siberia ai paesi europei, evidenzia alcuni dati interessanti. A dispetto del conflitto, negli ultimi 30 giorni (3 marzo-3 aprile) i flussi di gas russo si sono mantenuti costanti: circa 170 milioni di mcg via Nord Stream1, 105 milioni di mcg via Ucraina, 30 milioni di mcg via Turkstream, 33 milioni di mcg via Yamal (Bielorussia e Polonia). Si tratta di volumi in linea con quelli del 2021, con l'eccezione di Yamal, inferiore di due terzi ai livelli 2021 (calo iniziato però già prima dello scoppio del conflitto). I flussi dalla Russia si confrontano con quelli provenienti dalla Norvegia (a marzo 399 mcg), dall'Algeria (96 mcg); le forniture di gas LNG sono salite a inizio aprile a 481 mcg, in crescita rispetto a 430 di inizio marzo. Quanto allo stoccaggio attuale dei paesi europei, secondo i dati di AGSI (l'agenzia europea che monitora i flussi di gas) a inizio aprile le riserve sono pari a 28.234 milioni di mc, un po' al di sotto dei 32.500 milioni di mc dello stesso periodo dello scorso anno.

## L'Europa può ridurre la dipendenza dalla Russia ma non basterà

Secondo Diederik Samsom, capo di gabinetto di Frans Timmermans, vicepresidente della Commissione Europea e commissario per il green deal e il clima, nel breve periodo (2022) l'Europa può ridurre del 50-60% la dipendenza dal gas russo attraverso tre canali. Primo, un aumento delle forniture da altri paesi (Nordafrica e Medio Oriente, USA) sia via pipeline che via LNG (gas naturale liquefatto). Secondo, una riduzione dei consumi nell'ordine del 10-15%. Terzo, un incremento (realizzabile nell'immediato) della produzione energetica da altre fonti.

Tuttavia, nel 2022 non si potrà rimpiazzare del tutto il gas russo e i costi saranno inevitabilmente più alti.

## Le stime per l'Italia

A livello nazionale, è stato calcolato dalla Fondazione Mattei che, da oggi a fine anno, il fabbisogno di gas (per produzione di elettricità e consumo di famiglie e imprese) sia pari a 70 miliardi di metri cubi; nella migliore delle ipotesi (incluso un clima favorevole), pur con tutti i correttivi di cui parla Samsom e, ipotizzando che sia data priorità alla generazione di energia elettrica, resterebbe un fabbisogno scoperto pari a 10-15 miliardi. Un razionamento del gas nella prossima stagione autunnale sarà quindi inevitabile.

## Una strategia europea è l'unica strada

Per realizzare l'obiettivo strategico europeo di una maggiore indipendenza energetica, è importante avere un'ottica di lungo periodo, che richiede un approccio a livello europeo, non nazionale. Fondamentale è costruire una partnership di lungo periodo con il Nord Africa sul gas e sulle fonti rinnovabili.

### Per il petrolio più margini di azione

Per quanto riguarda il petrolio, i margini di manovra sono più ampi ma comunque limitati. Nel breve periodo, l'OPEC ha finora rispettato l'impegno di aumentare la produzione di 400 milioni barili/giorno ogni mese; ma ha margini limitati per ulteriori aumenti, concentrati in Arabia Saudita e Emirati. Gli Stati Uniti (che sono il maggiore produttore mondiale di petrolio) non possono aumentare molto la produzione per motivi vari, tra i quali scarsità di materiali e soprattutto di personale. Qualche milione di barili/giorno in più può arrivare da Iran e Venezuela, paesi attualmente soggetti a sanzioni sull'export di petrolio.

### L'accordo con gli Stati Uniti sul gas

Gli Stati Uniti hanno siglato un accordo che prevede la fornitura di 10 milioni di tonnellate di gas LNG nel 2022, pari al 14% delle esportazioni americane. Nel lungo periodo, gli Stati Uniti forniranno all'Europa ulteriori 35 milioni di tonnellate ogni anno fino al 2030, se i consumi aggiuntivi di gas rimangono in linea con gli attuali obiettivi di decarbonizzazione.

### La Commissione propone nuove sanzioni

La Commissione Europea ha proposto ai paesi europei l'adozione di un nuovo pacchetto di sanzioni contro la Russia. Il pacchetto comprende il divieto di importazione nell'Unione di vari prodotti (come il carbone) e all'export di prodotti high-tech (es. semiconduttori). Potrebbe anche essere vietato l'accesso in UE per navi e camion russi.

### Divisioni sulle sanzioni energetiche

Il tema caldo è, tuttavia, quello delle sanzioni sull'energia. Le divisioni all'interno della UE sulle sanzioni energetiche restano molto ampie, tra paesi che caldeggiavano la linea dura (ma consumano poco gas) e altri che sono contrari (e dipendono dal gas russo, come Germania e Austria). Va ricordato che di soli pagamenti energetici, dall'inizio della guerra a febbraio, l'Unione ha già versato alla Russia circa 35 miliardi di euro. Per fare del male alla Russia, di sanzioni energetiche si dovrà di nuovo parlare...

### Noli e cantieri in fibrillazione

Nei numeri precedenti di Insight abbiamo parlato diffusamente del costo crescente dei noli e delle strozzature di offerta di navi e container. L'escala-



tion si è fermata ma i prezzi dei noli restano stabili su livelli elevati. L'industria navale non è rimasta ferma.

Secondo il rapporto annuale della società di brokeraggio BRS (una delle maggiori nel mondo) gli ordini di navi container e LNG sono a livelli record, tanto da saturare la capacità di tutti i cantieri navali, principalmente asiatici (Cina, Corea e Giappone insieme hanno una quota di mercato superiore al 90%).

### **Ordini di nuove navi a livelli record**

Gli ordini di navi portacontainer sono cresciuti del 300% nel 2021, superando per la prima volta quelli di bulker e tanker. Gli ordini di grandi navi LNG sono stati 86, record assoluto. I dati BRS evidenziano anche una crescente concentrazione dell'industria cantieristica mondiale: il 75% della capacità produttiva è concentrata in 9 società. Anche la spinta green darà un forte impulso alle costruzioni navali: occorrerà sostituire un gran numero di navi costruite tra il 2005 e il 2010 per rispettare gli standard ambientali.

### **Gli effetti di lungo periodo della guerra: nulla sarà come prima**

L'efficacia delle sanzioni contro la Russia è legata, soprattutto, al potere finanziario dell'Occidente. L'egemonia del dollaro e delle piazze finanziarie europee e americana è indiscutibile. Ma si sta indebolendo e, secondo gli analisti, la guerra ne accelererà il declino. Alcuni segnali sono chiari. Il primo è la crescente frattura dei mercati azionari globali, dopo le mosse americane e cinesi per creare barriere agli investitori internazionali: limitazioni cinesi alla quotazione di imprese nazionali sulla borsa americana, proibizioni americane a investimenti in società cinesi, ecc. L'aumento del rischio geopolitico ha reso gli investitori molto più cauti ad investire in Cina.

### **Verso la fine dell'egemonia del dollaro?**

Ancora più importanti sono gli sviluppi dei mercati valutari. La decisione dell'Occidente di escludere la Russia dai mercati valutari e congelare le riserve russe in valuta estera avrà conseguenze di ampia portata. I timori per eccessiva dipendenza dal blocco occidentale accelerano lo sganciamento della Cina (ma anche di altri paesi emergenti) dai mercati finanziari occidentali. Gli sforzi del paese asiatico per costruire un'alternativa al dollaro e internazionalizzare lo yuan ne avranno un forte impulso. L'Arabia Saudita, ad esempio, ha deciso di accettare yuan al posto dei dollari. Anche altri paesi come l'India stanno cercando di sganciarsi dal dollaro e dai circuiti finanziari occidentali. La spaccatura del sistema finanziario globale in due blocchi, quello del dollaro e quello dello yuan, appare più probabile, anche se i tempi saranno lunghi. I maggiori perdenti saranno le imprese multinazionali e soprattutto le banche, che presto o tardi dovranno scegliere tra le due aree.

### **Grano: forniture dall'Ucraina praticamente interrotte**

Il grano è una delle commodity più coinvolte dal conflitto, dato il peso di Russia e Ucraina su produzione ed export. Le esportazioni di grano ucraino sono attualmente crollate a 500.000 ton/mese, dai 5 milioni di prima della guerra. Una perdita per l'Ucraina pari a 1,5 miliardi di dollari. Il grano era in precedenza trasportato ai porti del Mar Nero; oggi piccole quantità viaggiano su ferrovia attraverso Romania e Polonia. Le forniture dalla Russia non si sono interrotte, ma il problema riguarda consegne e pagamenti.

### A rischio i paesi più poveri

Inevitabile è l'aumento vertiginoso dei prezzi: molto preoccupante per un bene che nei paesi più poveri è la base principale dell'alimentazione. Molti paesi stanno aumentando produzione e esportazioni. È il caso dell'India, che in precedenza produceva soprattutto per il mercato interno e oggi sta esportando molto verso i paesi asiatici. Lo stesso vale per Brasile, Argentina e gli stessi Stati Uniti. Tuttavia secondo gli esperti questi sforzi non basteranno a colmare il disavanzo creato dalla guerra. L'ONU ha stimato che il prezzo degli alimentari, già a livelli record, potrebbe crescere ancora di oltre il 20%, lasciando milioni di persone nei paesi più poveri in una situazione critica.

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

	2021	2022	2023		2021	2022	2023
<b>Mondo</b>	<b>5,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	UK	7,3	2,2	1,6
USA	5,7	3,0	2,1	Russia	4,7	-14,1	-1,8
Giappone	1,5	1,9	0,8	Cina	8,1	4,5	4,6
Area Euro	5,3	2,2	2,5	India	8,2	5,6	6,0
Germania	2,9	1,4	2,2	Sudafrica	5,0	2,0	1,8
Francia	7,0	2,5	2,4	Brasile	4,6	1,4	2,0
Italia	6,6	2,2	2,5	Turchia	11,0	4,7	4,0
Spagna	5,0	3,3	3,0	<b>Commercio mondiale</b>	<b>9,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>

Fonte: Prometeia, rapporto di previsione, marzo 2022.

## Stai Uniti

### Nel quarto trimestre 2021 crescita al 6,9%

Dopo la crescita del 2,3% del terzo trimestre, i dati definitivi relativi al trimestre ottobre-dicembre registrano un aumento del PIL pari al 6,9% 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.

### Rallenta l'incremento dei profitti delle imprese

Nel quarto trimestre 2021 i profitti delle imprese sono aumentati di 20,4 miliardi di dollari, a fronte dell'aumento di 96,9 miliardi registrato nel terzo trimestre. Il dato aggregato deriva da una riduzione dei profitti delle aziende finanziarie (-1,3 miliardi, dopo l'aumento di 14,2 miliardi del trimestre precedente) e dall'incremento dei profitti delle imprese non finanziarie (+5,0 miliardi, a fronte di un aumento di 31,6 miliardi nel terzo trimestre). Migliora il saldo estero dei profitti (+16,8 miliardi, contro i +51,1 miliardi del precedente trimestre); il saldo è il risultato di un aumento dei trasferimenti in entrata pari a 12,6 miliardi e di una riduzione pari a 4,1 miliardi dei trasferimenti in uscita.

### **Mercato del lavoro: prosegue a marzo il trend positivo**

Dopo il forte incremento di febbraio (+750.000 nuovi posti di lavoro secondo le stime riviste), anche marzo fa registrare un bilancio decisamente positivo, con un incremento occupazionale di 431.000 unità. Il tasso di disoccupazione scende al 3,6%. Dall'inizio del lungo percorso di recupero post-pandemia (aprile 2020) l'economia americana ha creato oltre 20 milioni di posti di lavoro; il gap resta di 1,6 milioni (ovvero l'1,0% del livello iniziale). Gli incrementi occupazionali più rilevanti si registrano nelle attività ricettive e tempo libero (+112.000), servizi professionali e alle imprese (+102.000 unità), commercio al dettaglio (+49.000) e manifattura (+38.000); positivo anche il trend di assistenza sociale (+25.000), costruzioni (+19.000), servizi finanziari (+16.000). Variazioni di minore entità riguardano i settori della sanità, estrattivo, ICT, altri servizi alla persona, pubblico impiego.

Rispetto alla situazione pre-pandemia, il settore che ha recuperato in misura più rapida è quello dei servizi professionali e alle imprese, che ha superato di 723.000 unità il livello iniziale. Lo stesso vale per logistica (+608.000 posti rispetto a febbraio 2020), commercio al dettaglio (+278.000), servizi finanziari (+41.000); il comparto delle costruzioni si è riportato al livello pre-pandemia. Il settore manifatturiero deve colmare un gap di 178.000 posti (1,4%).

Viceversa, il divario occupazionale resta ampio per il comparto ricettivo e tempo libero, che deve recuperare 1,5 milioni di posti, ovvero l'8,7% del livello iniziale. Al di sotto dei livelli iniziali sono anche i comparti della sanità (-1,8%, ovvero 298.000 posti di lavoro) e dell'assistenza sociale (-2,9%, pari a 126.000 posti di lavoro). Il settore manifatturiero deve recuperare 128.000 posti, ovvero l'1,0% del livello pre-crisi.

La retribuzione media oraria dei dipendenti privati è salita a 31,73 dollari/ora, il 5,6% in più rispetto allo scorso anno; la settimana lavorativa media è di 34,6 ore, che sale a 40,7 ore nel manifatturiero (inclusi gli straordinari).

### **Accelera la manifattura**

Dopo il buon risultato di gennaio (+1,4% il dato definitivo), secondo i dati preliminari a febbraio l'indice della produzione industriale fa segnare un aumento dello 0,5%. Rispetto a febbraio 2021 la variazione è del +7,5%, ma il confronto è poco significativo poiché lo scorso anno le cattive condizioni meteo avevano causato importanti riduzioni dell'attività. Il dato di febbraio è spiegato dall'incremento della produzione manifatturiera (+1,2%), che si contrappone al calo delle utility (-2,7%) e alla variazione nulla del comparto estrattivo.

### **Indice ISM: a marzo 22° mese di crescita**

A marzo 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 22° mese consecutivo. L'indicatore perde terreno rispetto alla lettura del mese precedente, ma rimane ampiamente in zona espansiva. Non cambiano le valutazioni rispetto ai mesi scorsi. L'industria americana continua a essere condizionata dalla scarsità di materiali e di personale, mentre la domanda è robusta. Tuttavia, sul fronte occupazionale si registra qualche miglioramento: il panel segnala una riduzione delle dimissioni volontarie e dei pre-pensionamenti. Le attese delle imprese continuano a essere improntate all'ottimismo. Su 18 settori, 15

riscontrano un aumento di produzione e ordini. Nel comparto della meccanica le imprese rilevano un aumento dei prezzi dell'acciaio e dei costi dei trasporti.

### **Vendite al dettaglio più fredde**

Dopo l'accelerazione di gennaio (+3,8% rispetto al mese precedente), a febbraio le vendite al dettaglio rallentano in misura marcata (+0,3%); il confronto con lo scorso anno registra un incremento del 17,1%. Nel trimestre dicembre-febbraio le vendite sono aumentate del 16,0% rispetto allo scorso anno.

A febbraio quasi tutte le voci di spesa segnano aumenti elevati, con punte massime per abbigliamento (+25,8% rispetto a febbraio 2021), materiali da costruzione e giardinaggio (+12,0%), auto e accessori (+15,3%); in crescita anche alimentari (+7,5%), salute e cura personale (+8,8%), articoli sportivi e per il tempo libero (+5,7%); in lieve calo la spesa per prodotti elettronici (-0,4%). La spesa per la ristorazione è aumentata del 28,6%.

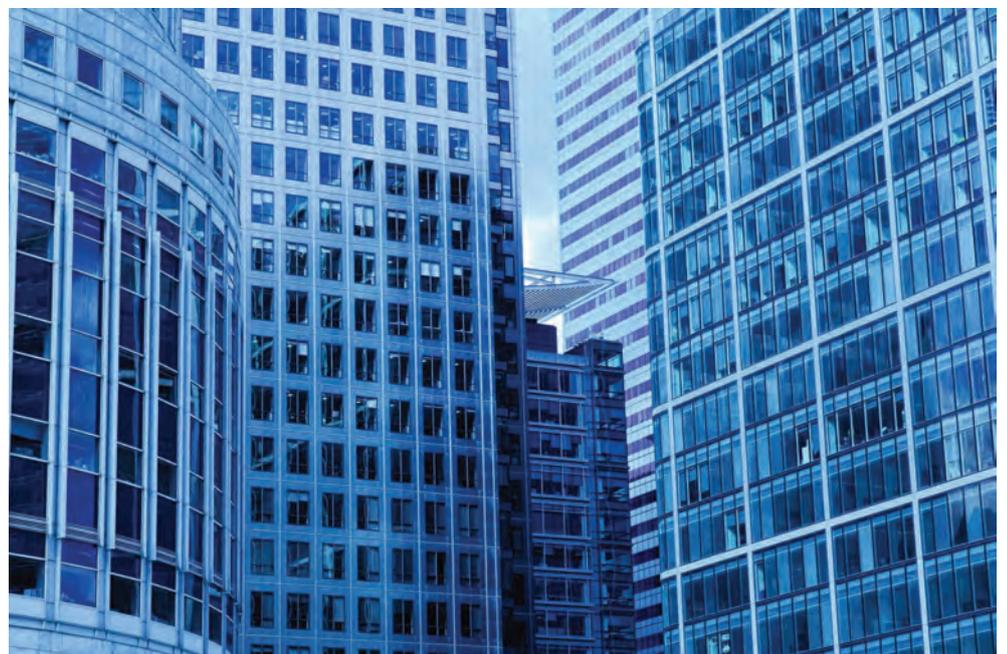
### **Una battuta d'arresto per gli ordini di beni durevoli**

Dopo 4 mesi positivi, a febbraio si arresta la crescita degli ordini di beni durevoli manufatti (-2,2% rispetto al mese precedente). Al netto degli ordini di mezzi di trasporto gli ordini segnano una riduzione dello 0,6%. Al netto del comparto della difesa, la variazione è del -2,7%. Gli ordini di mezzi di trasporto cedono del 5,6%.

Quanto agli ordini di beni capitali, la domanda del comparto extra-difesa registra un calo del 6,7%, mentre il comparto della difesa incrementa gli ordinativi del 14,2%. Come sempre, in questo comparto il dato mensile positivo segue quello di entità opposta registrato il mese scorso. L'85% degli ordini di beni capitali proviene dai comparti extra-difesa.

### **Prezzi elevati e interessi in aumento frenano il mercato immobiliare**

Dopo il dato positivo di gennaio (+6,7%), a febbraio la rilevazione condotta da NAR (National Association of Realtors) segna una brusca frenata (-7,2% rispetto al mese precedente), che riporta le vendite a un valore annualizzato



di 6,02 milioni, dai 6,50 milioni di gennaio. Rispetto allo scorso anno il calo è del 2,4%. Secondo NAR, questo dato è spiegato da una doppia pressione sui potenziali acquirenti: da un lato il livello molto elevato dei prezzi degli immobili; dall'altro l'aumento dei tassi sui mutui. I ratei mensili sono aumentati in media del 28% rispetto allo scorso anno. NAR si attende un raffreddamento dei prezzi nei prossimi mesi, anche per effetto dell'aumento dell'offerta di case. Il prezzo mediano è pari a 357.300 dollari: un incremento del 15,4% rispetto a febbraio 2021.

Lo stock di immobili in vendita è pari a 870.000 unità, superiore del 2,4 % rispetto a gennaio ma inferiore del 15,5% rispetto allo scorso anno. Lo stock di invenduto è pari a 1,7 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali: in calo rispetto allo scorso anno. In media le case restano sul mercato per 18 giorni (erano 21 lo scorso anno); l'84 % delle abitazioni viene venduta in meno di un mese. Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a febbraio il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,76% (era 3,45% a gennaio); 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 febbraio a 772.000 unità (in termini annualizzati), in calo rispetto a gennaio (-2,0%). Rimane ampia la differenza rispetto ai volumi di vendita dello scorso anno (-6,2%). Il prezzo mediano è pari a 400.600 dollari, quello medio a 511.000 dollari. A fine febbraio lo stock di case in vendita è di 406.000 unità, pari a un'offerta di 6,3 mesi ai ritmi attuali di vendita.

### **Diminuiscono i permessi di costruzione**

A febbraio i permessi di costruzione (building permit) scendono a 1,86 milioni (annualizzati), l'1,9% in meno rispetto a gennaio ma il 7,7% in più rispetto allo scorso anno, mese condizionato dalle sfavorevoli condizioni meteorologiche. In aumento sono, invece, gli avviamenti di nuove costruzioni (housing start): 1,77 milioni, il 6,8% in più rispetto a gennaio; il confronto con lo scorso anno segna un incremento del 22,3%, per le ragioni ricordate prima. Infine, a febbraio, sono state completate 1,31 milioni di unità abitative (in termini annualizzati), in aumento rispetto al mese precedente (+5,9%) ma in riduzione rispetto allo scorso anno (-2,8%).

### **In moderata crescita la spesa per costruzioni**

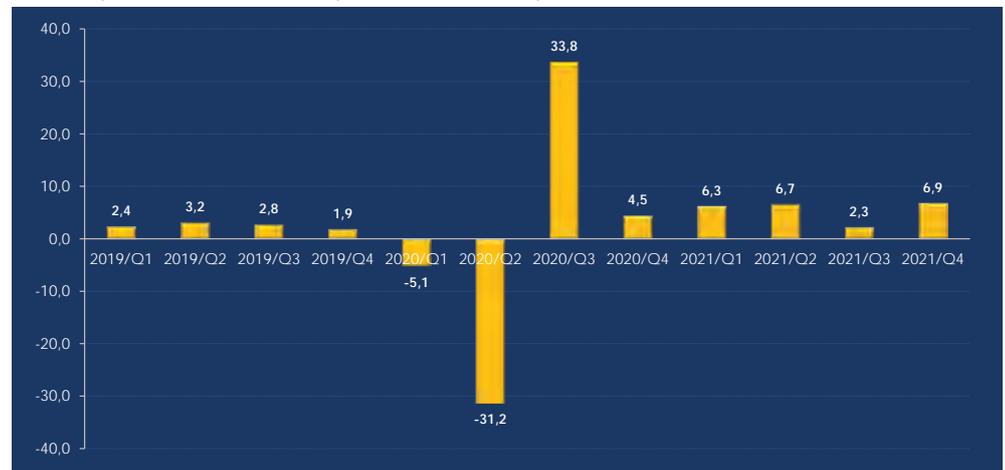
A febbraio la spesa per costruzioni sale a 1.704 miliardi in termini annualizzati, in lieve aumento rispetto al mese precedente (+0,5%) e superiore del 11,2% al valore dello scorso anno. Nel 2021 la spesa per costruzioni è stata pari a 1.589 miliardi, l'8,2% in più rispetto al 2020, mentre nei primi due mesi del 2022 la crescita rispetto all'anno precedente è stata del 10,4%. Il dato di febbraio deriva dalla crescita della componente privata (+0,8%) e dalla riduzione della spesa pubblica (-0,4%). 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: nessuno spiraglio

A marzo le vendite di nuovi autoveicoli continuano a essere frenate dalla scarsità di offerta. I dati pubblicati da NADA (l'associazione dei rivenditori di auto) registrano un volume di vendite annualizzate pari a 13,3 milioni di autoveicoli, in calo rispetto ai 24 milioni di febbraio (14 milioni) e allo scorso anno (-24,4%). Nei primi tre mesi le vendite sono diminuite del 16,8% rispetto allo scorso anno. Determinanti le strozzature di offerta e soprattutto la carenza di microchip. Secondo Wards Intelligence, il tasso di utilizzo degli impianti è scesa al 70%, dall'85% di fine 2020. NADA ritiene che anche nei prossimi mesi le vendite saranno determinate dal numero di veicoli che l'industria è in grado di produrre. La previsione 2022 rimane ferma a 15,4 milioni di veicoli.

### Andamento del PIL americano

(variaz. percentuale reale rispetto al trimestre precedente, a tasso annualizzato)



Fonte: Bureau of Economic Analysis.

## Europa

### Un quarto trimestre di crescita (quasi) zero

Nel quarto trimestre 2021 il PIL dell'area UE registra una crescita dello 0,3% 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 è stata pari al 5,3%.

A trainare la crescita sono soprattutto investimenti fissi, in aumento del 3,5% rispetto al trimestre precedente, ed export (+2,9%), mentre calano i consumi delle famiglie (-0,6%); la spesa pubblica è in lieve crescita (+0,5%). Gli investimenti hanno dato un contributo alla crescita pari a 0,7 punti percentuali; al contrario, sono negativi i contributi dei consumi (0,3 punti) e del saldo con l'estero.

Tra le maggiori economie europee, 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 (-0,3%). Bene anche Ungheria (+2,0% trimestrale) e Portogallo (+1,6%). Austria (-1,5%), Irlanda (-5,4%), Romania (-0,1%) e Croazia (-0,1%) registrano un calo del PIL rispetto al terzo trimestre. In termini tendenziali, la crescita più elevata si registra in Italia (+6,2%), seguita da Francia (+5,4%) e Spagna (+5,2%), mentre in Germania la variazione si ferma all'1,8%.



### Indice PMI: l'impatto della guerra si vedrà nei prossimi mesi

Dopo il dato positivo di febbraio, a marzo l'indice PMI composito (composite purchasing managers' index) rilevato S&P (in precedenza IHS-Markit) sui settori manifatturiero e dei servizi registra un solido tasso di crescita dell'attività, nonostante lo scoppio della guerra. Le valutazioni delle imprese sono state raccolte nella prima metà di marzo, quindi dopo l'inizio dell'invasione. Il sondaggio riscontra un miglioramento dell'attività dei servizi e una sostanziale tenuta del manifatturiero. Aumentano i costi degli input e i prezzi di vendita. Guardando ai prossimi mesi, le prospettive sono invece fortemente peggiorate. Domanda più debole, inflazione in aumento, difficoltà logistiche, interruzioni delle forniture, mancanza di materiali preoccupano le imprese e aumenta il rischio di recessione o stagnazione nel secondo trimestre.

### A gennaio, stabile produzione dell'area euro

Dopo il buon aumento di dicembre 2021 (+1,3%), a gennaio 2022 l'indice della produzione industriale dell'area euro rimane stabile rispetto al mese precedente (dato stagionalizzato). Il confronto con il 2020 segna una flessione dell'1,3%. Considerando l'andamento del trimestre novembre 2021-gennaio 2022, la produzione è in crescita rispetto al trimestre precedente (+2,2%), mentre il confronto con lo scorso anno segna una sostanziale stabilità (-0,3%).

### Italia e Spagna tornate al livello pre-crisi

In Germania la variazione di gennaio è positiva (+1,3% rispetto a dicembre 2021). Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi (novembre 2021-gennaio 2022) rispetto al trimestre precedente, il trend è di solida crescita (+3,9%), ma il confronto con lo scorso anno rimane invece negativo (-0,9%).

Anche in Francia il dato di gennaio è positivo (+1,6%). La variazione trimestrale è praticamente nulla, mentre rispetto allo scorso anno la produzione è scesa dello 0,9%.

La Spagna registra un trend di crescita rispetto sia al trimestre passato (+2,6%), sia allo scorso anno (+3,2%). Per il nostro paese il dato di gennaio è invece piuttosto negativo (-3,4%). Il profilo del ciclo è lievemente cedente (-0,5%) rispetto al trimestre agosto-ottobre, mentre rispetto allo scorso anno la crescita della produzione è del 3,2%.

Non tutti i paesi hanno recuperato i livelli pre-crisi. Considerando la media degli ultimi tre mesi, e non il solo dato di gennaio, Italia e Spagna sono ritor-

nati ai valori di inizio 2020 (+0,8% in entrambi i casi). Per Francia e Germania, al contrario, il rientro non si è completato: il divario resta rispettivamente del 3,4% e del 4,0%.

### **Costruzioni: quasi tutti i paesi sono tornati ai livelli pre-crisi**

Dopo la flessione di dicembre (-1,5% secondo i dati definitivi) a gennaio l'indice della produzione nelle costruzioni segna un incremento consistente (+3,9%); rispetto allo scorso anno la variazione è del +4,1%. Nel trimestre novembre 2021-gennaio 2022 l'indicatore aumenta dell'1,1% rispetto ai tre mesi precedenti, mentre rispetto al 2020 la variazione è del +2,3%. L'indice di gennaio torna finalmente, per la prima volta, al di sopra del valore pre-crisi registrato a febbraio 2021 (+2,6%).

### **In Italia la crescita più elevata**

In Germania il dato di gennaio è decisamente anomalo (+10,1%), ma segue il dato di segno opposto ma di intensità non dissimile registrato a dicembre (-7,3%); si può quindi parlare a buon diritto di distorsioni statistiche. Il trend trimestrale è positivo (+1,1% rispetto ai tre mesi precedenti), mentre il confronto con lo scorso anno rimane negativo (-2,4%).

In Francia la variazione di gennaio è positiva (+6,0%) ma l'andamento del trimestre resta cedente (-1,2%), così come il confronto con lo scorso anno (-2,7%). La Spagna fa registrare una variazione mensile pressoché nulla; il trend trimestrale è di crescita rispetto sia al trimestre precedente (+2,0%) sia rispetto allo scorso anno (+9,9%).

L'Italia continua a essere il paese con la dinamica più favorevole. A gennaio la variazione mensile è lievemente negativa (-0,9%), ma il trend trimestrale è di crescita (+4,0%), mentre rispetto allo scorso anno la variazione dei livelli di attività è a due cifre (+16,1%).

Il nostro paese è quello che ha superato in misura più ampia i livelli pre-crisi (+19,1% a febbraio). Grazie al favorevole dato di gennaio, anche Germania (+1,9%) e Spagna (+1,2%) hanno recuperato il terreno perduto durante la crisi; per la Francia resta un gap di 3,1 punti percentuali.

### **A febbraio lieve aumento delle vendite al dettaglio**

Dopo il modesto aumento di gennaio (+0,2%) a febbraio le vendite al dettaglio dell'area euro registrano un ulteriore, lieve incremento (+0,3%). Rispetto a gennaio 2021 la variazione è del +5,0% (a parità di giornate lavorative). Se consideriamo la variazione rispetto al mese precedente, la Spagna registra la dinamica più robusta (+1,2%). In aumento anche la Germania (+0,3%), mentre in Francia la variazione è negativa (-0,6%). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati.

### **Automotive: ancora un mese negativo**

Anche a febbraio, per l'ottavo mese consecutivo, non si arresta il calo delle vendite di autovetture sul mercato europeo. La domanda è scesa del 6,7% rispetto al 2021, con 719.465 veicoli registrati: si tratta del minimo assoluto per il mese di febbraio. La mancanza di chip continua a condizionare pesantemente le vendite. Tra i principali mercati, Italia (-22,6%) e Francia (-13,0%) registrano forti flessioni, mentre crescono Germania (+6,6%) e Spagna (+3,2%). Nei primi due mesi, il calo rispetto allo scorso anno è del 6,4%. Francia e Italia

segnano cadute consistenti (-15,7% e -21,1% rispettivamente), mentre crescono Germania (+5,6%) e Spagna (+4,2%).

La performance del gruppo Stellantis è stata inferiore alla media, con una flessione del 15,1% nei primi due mesi sul mercato dell'Unione Europea (più EFTA e UK). Stellantis ha venduto 320.662 autovetture e ha una quota di mercato del 19,7%. Più in dettaglio, sono state vendute 102.671 vetture con marchio Peugeot, 65.871 con marchio Opel, 58.026 Fiat, 57.804 Citroen e 18.722 Jeep. L'andamento di mercato è stato negativo per tutti i marchi, fatta eccezione per DS (+15,9%), con volumi però molto bassi. Tra i marchi maggiori, Opel limita le perdite (-5,7%); cali marcati per Peugeot (-19,1%), Fiat (-20,1%) e Citroen (-18,0%). Recupera Maserati (+4,2%), che nei primi due mesi ha venduto 652 autoveicoli sui mercati europei.

Tra le altre case automobilistiche, prosegue l'ottimo momento di Hyundai (+30,5%), che incrementa al 9,9% la sua quota di mercato. Bene anche Toyota (+8,9%), che in Europa ha una quota di mercato del 7,5%. In calo il principale player europeo, Volkswagen (-7,8%): il gruppo tedesco ha una quota di mercato del 24,5%, di gran lunga superiore a quella dei concorrenti. Tengono Renault (-2,4%), BMW (-1,2%), Mercedes (-5,2%); in regresso male Ford (-14,0%).

### **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 marzo precipita la fiducia dei consumatori, meglio l'industria**

A marzo 2022 gli indici di fiducia rilevati dalla Commissione Europea registrano un marcato peggioramento a seguito dello scoppio della guerra. L'indice economic sentiment (ESI), un indicatore di fiducia composito calcolato sui settori produttivi e un panel di consumatori, perde qualche punto rispetto alla rilevazione di febbraio ma rimane al di sopra della media storica. In particolare, peggiora sensibilmente la fiducia dei consumatori; perdono terreno anche gli indici per industria e commercio, mentre tengono costru-

zioni e servizi. Tra le maggiori economie europee, l'indice di fiducia peggiora soprattutto in Francia, Spagna e Germania, mentre arretra in misura più contenuta in Italia e Polonia, e rimane stabile in Olanda.

L'analogo sondaggio condotto su un diverso campione di consumatori europei conferma le indicazioni dell'indice ESI, registrando un brusco peggioramento dell'indice di fiducia, che precipita ai livelli toccati durante la pandemia.

L'indice di incertezza economica, rilevato dalla Commissione Europea, a marzo segnala un forte aumento dell'incertezza tra i consumatori e in tutti i comparti produttivi.

### Inflazione in Europa - marzo 2022

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



Fonte: Eurostat.

## Paesi Emergenti

### Brasile: salgono ancora i tassi di interesse

Nel quarto trimestre 2021 l'economia brasiliana ha registrato una crescita lievemente positiva, uscendo dalla recessione tecnica del terzo trimestre.

Il 2022 si apre con segnali controversi. A gennaio la produzione industriale ha segnato una marcata flessione (-2,2% sul mese precedente), ma a febbraio ha registrato un buon rimbalzo (+0,7%), grazie al recupero di tutti i settori produttivi. La crescita media annua è del 2,6%. Secondo le previsioni di consenso, nel 2022 la crescita della produzione industriale dovrebbe essere pressoché nulla.

Continua a preoccupare l'inflazione, salita a febbraio al 10,5%, sulla spinta di aumenti dei prezzi di trasporti, beni alimentari, abitazioni. Gli analisti prevedono un picco dell'inflazione ad aprile, mentre la media annua dovrebbe scendere al 6-7% a fine anno.

La rilevazione di marzo dell'indice PMI S&P Global (ex IHS-Markit) dà segnali contrastanti. In positivo, l'indicatore torna al di sopra della soglia tra crescita e contrazione dell'attività grazie al buon incremento di produzione e ordini. Si tratta del primo miglioramento dell'indice da settembre 2021. Migliora anche l'occupazione. Peggiorano, tuttavia, le attese per i prossimi mesi, a causa delle preoccupazioni per inflazione, scarsità di materiali e per gli effetti della guerra.

A metà marzo, la banca centrale ha aumentato il tasso di riferimento SELIC di ulteriori 100 punti base, portandolo all'11,75%. Si tratta del nono aumento

consecutivo, che porta il tasso al livello più elevato da inizio 2017. Da marzo 2021, gli aumenti cumulati sono stati pari a 975 punti base. La decisione è giustificata dalla necessità di combattere l'inflazione, alimentata anche dagli effetti della siccità su alimentari ed elettricità, oltre che dall'irrigidimento delle condizioni finanziarie a seguito della guerra in Ucraina. La banca centrale anticipa un ulteriore aggiustamento di pari entità a maggio; gli analisti si attendono che il ciclo restrittivo possa concludersi con tale aumento.

Buone notizie arrivano dal settore agricolo, molto importante per l'economia brasiliana. Nel periodo dicembre 2021-marzo 2022, il Brasile ha esportato 2,5 milioni di tonnellate di grano, un volume senza precedenti che ha tratto vantaggio dall'ottimo raccolto e, più di recente, dalla domanda aggiuntiva creata dal conflitto tra Russia e Ucraina. Questa commodity, secondo gli esperti, potrebbe presto seguire le orme del mais, che nell'ultimo decennio ha aumentato di tre volte il volume delle esportazioni, salito a 35 milioni di ton/anno, mentre la produzione è raddoppiata a oltre 100 milioni di ton/anno. In anni normali il Brasile importa oltre il 50% del fabbisogno di grano, principalmente dall'Argentina. Il paese ha ampio spazio per aumentare le aree coltivate a grano e potrebbe diventare autosufficiente e esportatore netto. Sono ottimistiche anche le previsioni per la soia, nonostante una previsione di raccolto inferiore al record del 2021 (138,8 milioni di ton).

### **Cina: i costi della tolleranza zero sono elevati**

Dopo un quarto trimestre 2021 piuttosto debole (+4,0% la crescita) gli indicatori relativi ai primi mesi del 2022 segnalano un inizio abbastanza incoraggiante. A gennaio e febbraio, dati positivi vengono da produzione industriale, investimenti e vendite al dettaglio. Altri dati, tuttavia, sono di segno opposto. A marzo, l'indice PMI rilevato dal National Bureau of Statistics ha perso terreno rispetto a febbraio, ritornando al di sotto del livello di equilibrio, a segnalare un peggioramento delle condizioni operative delle imprese. Peggiora anche l'indice dei servizi. Di analogo tenore sono le indicazioni raccolte dall'indice PMI Caixin, su un campione di imprese di minore dimensione. Anche in questo caso l'indice scende al di sotto della soglia di neutralità.



Determinanti sono le restrizioni introdotte per contrastare la nuova ondata di Covid, che limitano in modo drastico gli spostamenti e creano dunque difficoltà nelle forniture. I costi crescenti e i timori per il conflitto ucraino contribuiscono al marcato peggioramento delle aspettative per i prossimi mesi. La determinazione nel seguire la politica di zero-contagi per combattere le varianti avrà un effetto sulla crescita, che secondo le previsioni dovrebbe scendere al 5,0% nel 2022 e al 5,2% nel 2023. Ancora meno positive sono le proiezioni di Morgan Stanley (4,6%).

Va ricordato che a marzo il premier Li Keqiang, durante la sessione annuale del National People's Congress, aveva fissato al 5,5% l'obiettivo di crescita per quest'anno.

All'inizio di aprile il lockdown di Shanghai è stato esteso a tempo indefinito, coinvolgendo in totale circa 25 milioni di persone, confinate all'interno delle abitazioni. Alcune settimane or sono era stato l'hub tecnologica di Shenzhen a dover subire la stessa sorte. Ne risente pesantemente il traffico marittimo della città. Il porto (uno dei maggiori del mondo) resta in attività ma con regole stringenti (ad es. i portuali devono dormire in loco). Il traffico di container è oggi un terzo rispetto al volume di metà marzo. Questa situazione crea ulteriori difficoltà nelle catene di fornitura, non solo in Cina.

#### **Russia: sale l'inflazione ma evitato il default**

Il quadro economico russo continua a peggiorare per effetto delle sanzioni imposte dai paesi occidentali. L'effetto più immediato è l'aumento dell'inflazione, che a marzo, secondo i dati ufficiali, ha raggiunto il 14,5%. Tuttavia la situazione economica e finanziaria si è in qualche modo stabilizzata nella seconda metà di marzo. È stato evitato il default sul debito, il rublo ha recuperato terreno e sono state nuovamente autorizzate limitate transazioni di bond governativi e azioni.

A metà marzo la banca centrale ha confermato al 20,0% il tasso di riferimento. La decisione segue l'aumento di emergenza del 28 febbraio, quando il tasso era stato raddoppiato. La banca centrale prevede una contrazione del PIL nei prossimi trimestri, e parla di una "fase di trasformazioni strutturali di grande scala".

Le sanzioni mirate a specifiche tecnologie, quelle finanziarie e quelle volontarie auto-imposte dalle imprese estere stanno scollegando la Russia dalle forniture internazionali ad alta tecnologia. Ogni anno la Russia importa circa 19 miliardi di prodotti high-tech: il 45% dall'Europa, il 20% dagli Stati Uniti, l'11% dalla Cina. La quota principale è rappresentata da aerospazio e ICT. La maggior parte (70%) della tecnologia nucleare nel 2019 proveniva dall'Europa. La Russia ha cercato di reagire con una strategia di import-substitution, ma i componenti da Unione Europea e Stati Uniti non possono essere sostituiti facilmente. In alcuni settori, gli effetti delle sanzioni sono già avvertibili. Nel lungo termine, l'effetto sarà una involuzione dell'economia russa, anche perché molti scienziati e tecnici hanno già lasciato il paese. Non va sottovalutato neppure l'impatto del vero e proprio esodo delle grandi corporation dal paese.

## ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE	CONSTRUZIONI	VENDITE AL DETTAGLIO	NUOVE VETTURE	FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE
3,3% febbraio 2022/2021	17,2% gennaio 2022/2021	4,3% febbraio 2022/2021	-29,7% marzo 2022	-0,4% gennaio 2022/2021
FIDUCIA CONSUMATORI	FIDUCIA IMPRESE	ESPORTAZIONI	TASSO DISOCCUPAZIONE	TASSO DISOCCUPAZ. 25/34 ANNI
↓ marzo 2022	↓ marzo 2022	22,6% gennaio 2022/2021	8,5% febbraio 2022	12,8% febbraio 2022

- ▶ La guerra stravolge i piani di crescita dell'Italia.
- ▶ Il Governo approva decreti di sostegno all'economia e DEF.
- ▶ Crollano le previsioni di crescita per quest'anno.

### In breve...

Il conflitto esploso in Ucraina deteriora il già difficile scenario economico per l'Italia. La nostra economia è particolarmente vulnerabile allo shock russo, a causa dell'alta dipendenza energetica e della significativa esposizione in termini di scambi commerciali e finanziari. L'aumento della bolletta energetica, a partire dalla scorsa estate, sta pesando sulla spesa di imprese e famiglie. La produzione industriale si è contratta a dicembre e gennaio e le prospettive non sono buone, tenendo conto dei riflessi del conflitto in Ucraina. Inoltre, l'atteggiamento restrittivo della UE non può che pesare su un paese con un debito elevato. Il clima di fiducia evidenzia un brusco ripiegamento per i consumatori e nel commercio, un calo più moderato nella manifattura e un miglioramento nelle costruzioni.

La crisi ucraina ha modificato lo scenario e aggiunto complessità alla gestione della politica di bilancio nel breve e nel medio termine: minore crescita, necessità di sostenere famiglie e imprese dagli effetti dello shock sui costi dell'energia, gestione dell'accoglienza dei rifugiati, dibattito sulle fonti energetiche e sulle spese militari, impatto di inflazione e incertezza sul costo di finanziamento del debito. Tutto questo, in un quadro in cui già erano aperti campi di azione importanti: il graduale rientro dall'emergenza sanitaria non ancora terminata; l'attuazione della delega fiscale e l'implementazione dei programmi del NGEU, che stanno entrando nel vivo; l'attuazione della manovra di bilancio espansiva varata a fine 2021 per circa 1,3 punti percentuali di PIL ogni anno nel periodo 2022-2024, che rafforzava gli interventi strutturali di sostegno (soprattutto con un primo modulo di riforma IRPEF, con l'allargamento delle tutele per cassa integrazione e disoccupazione e con il supporto di investimenti pubblici e privati). Il governo è già intervenuto con tre decreti da inizio anno per calmierare gli effetti della crisi (finanziati all'interno del bilancio, quindi senza aumento del disavanzo). L'Italia è il paese che, finora, ha speso di più, in rapporto al PIL, per far fronte al caro energia (1,1% pari a €20,2 miliardi), anche grazie alla positiva performance dei conti pubblici nel 2021. Secondo il DEF, il Documento di economia e finanza, appena approvato, la crescita del 2022 rallenta al 3,1% (rispetto al 4,7% del precedente documento programmatico); il deficit è confermato al 5,6%. Nel testo si prevede uno spazio in deficit per oltre 9 miliardi, nel 2022, senza scostamento: tolti i 4,5 già utilizzati per ridurre l'impatto degli aumenti delle bollette,

ne restano circa 5 da destinare ai nuovi aiuti all'economia, un pacchetto di misure che arriverà dopo Pasqua una volta che anche il Parlamento avrà licenziato il DEF. Il governo indica quattro ordini di interventi a cui destinare il denaro: contenimento dei prezzi di carburanti ed energia, aumento dei fondi per coprire l'incremento dei prezzi delle opere pubbliche; aumento dei fondi per le garanzie sul credito, altre misure per assistere i profughi ucraini e per alleviare l'impatto economico del conflitto sulle aziende italiane.

Il nuovo contesto politico-economico aggiunge complessità all'implementazione del PNRR. La prima scadenza è stata rispettata e la relativa prima tranche di 21 miliardi di euro, approvata dalla Commissione Europea, dovrebbe arrivare a breve (11 mld di prestiti e 10 mld di trasferimenti). Nei prossimi mesi il Piano andrà comunque rivisto, alla luce degli almeno 3 miliardi di extracosti già maturati a causa dei rincari di materie prime: una cifra verosimilmente destinata ad aumentare rapidamente.

In una situazione come quella attuale, l'incertezza rende difficile fare previsioni per i prossimi mesi e, infatti, non tutti sono d'accordo con le attese menzionate nel DEF. Confindustria ipotizza uno scenario di rallentamento di crescita (PIL 2022: 1,9%), investimenti, esportazioni, consumi ed esportazioni, in un contesto di forte inflazione (Vedi box dedicato alla fine di questo capitolo). Sulla stessa linea le attese di Prometeia che, tuttavia, assume come dato di base il protrarsi del conflitto, pur non esteso ad altri paesi. In questo caso, le previsioni di crescita per il 2022 sono del 2,2%. Più ottimistiche, almeno per il momento, le stime di Fitch che, nonostante tutto, assegna al nostro Paese +2,7% nel 2022 (contro il 4,3% precedentemente stimato).

#### Previsioni Prometeia per l'Italia (variazioni percentuali)

Indicatore	2021	2022	2023	Indicatore	2021	2022	2023
Prodotto interno lordo	6,6	2,2	2,5	Spesa delle ap	1,0	1,5	0,0
Consumi nazionali	4,1	1,9	1,7	Investimenti fissi lordi	17,0	6,1	5,6
Spesa delle famiglie	5,2	2,0	2,3	Esportaz. beni e servizi	13,4	3,5	4,5

Fonte: Prometeia, Rapporto di previsione, aprile 2022.

#### Produzione: l'indice di febbraio non risente ancora del conflitto

A febbraio 2022 l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta del 4,0% rispetto a gennaio. Nella media del trimestre dicembre-febbraio il livello della produzione diminuisce dello 0,9% rispetto al trimestre precedente. L'indice destagionalizzato mensile mostra aumenti congiunturali in tutti i raggruppamenti principali di industrie: variazioni positive caratterizzano, infatti, i beni di consumo (+5,2%), i beni intermedi (+3,5%), i beni strumentali (+2,7%) e, in misura inferiore, l'energia (+0,9%).

#### Valori in aumento anche rispetto al 2021

Corretto per gli effetti di calendario, a febbraio 2022 l'indice complessivo aumenta in termini tendenziali del 3,3% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 20 come a febbraio 2021). Incrementi rilevanti caratterizzano i beni di consumo (+5,8%), l'energia (+4,5%) e i beni strumentali (+2,8%); più contenuta è la crescita per i beni intermedi (+1,6%).

### **Bene tessile e informatica, in calo farmaceutici e gomma-plastica**

I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+16,8%), le industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (+11,7%) e la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica (+8,3%). Flessioni tendenziali si registrano nelle attività estrattive (-15,0%), nella produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (-3,8%) e nella fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (-2,9%).

### **Confindustria: gli effetti della guerra fermano la produzione industriale**

L'indagine rapida del CSC (Centro Studi Confindustria) segnala a marzo una flessione della produzione industriale di -1,5%, dopo il parziale rimbalzo registrato a febbraio (+1,9%). Nel primo trimestre 2022, quindi, il CSC stima una diminuzione della produzione industriale di -2,9% rispetto al quarto trimestre del 2021, che inciderà negativamente sulla dinamica del PIL. Gli ordini in volume diminuiscono a marzo di -0,8% su febbraio, quando erano scesi di -0,1% su gennaio: dati molto negativi per le prospettive della produzione da aprile.

### **I beni strumentali e intermedi trainano le esportazioni**

A gennaio 2022 si registra una crescita congiunturale delle esportazioni del 5,3%, dovuta all'incremento delle vendite verso entrambe le aree, UE (+5,1%) ed extra UE (+5,4%). Anche nel trimestre novembre 2021-gennaio 2022, rispetto al precedente, l'export cresce (+4,7%). A gennaio 2022, l'export aumenta su base annua del 22,6%. Inoltre, si registra un forte aumento tendenziale dei valori medi unitari all'export (+16,3%). I volumi scambiati crescono del 5,5%. L'aumento tendenziale dei valori medi unitari all'import è marcatamente più accentuato per gli acquisti dai paesi extra UE (+52,1%), cui contribuisce soprattutto il forte incremento dei valori medi unitari all'import dei prodotti energetici (+124,9%). Tra i settori che contribuiscono maggiormente all'aumento tendenziale dell'export si segnalano: metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+27,1%), mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (+57,6%), articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+25,9%), prodotti della raffinazione (+87,3%) e sostanze e prodotti chimici (+25,2%). Sono in calo le vendite di autoveicoli (-1,7%). Su base annua, i paesi che forniscono i contributi maggiori all'incremento dell'export nazionale sono Stati Uniti (con un aumento del 38,8%), Germania (+18,6%), Francia (+19,0%), Spagna (+34,0%), Regno Unito (+35,3%) e Belgio (+32,2%). Diminuiscono le vendite verso Cina (-9,0%) e Svizzera (-3,4%). La stima del saldo commerciale a gennaio 2022 è pari a -5.052 milioni di euro (era +1.584 milioni a gennaio 2021). Il deficit energetico (-6.439 milioni) si amplia notevolmente rispetto a gennaio dello scorso anno (-2.327 milioni). L'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici si riduce da 3.911 milioni per gennaio 2021 a 1.387 milioni per gennaio 2022.

### **Nonostante il calo di gennaio, l'edilizia rimane in crescita**

A gennaio 2022, nonostante la flessione registrata rispetto al mese precedente, l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni si mantiene elevato e ben al di sopra dei livelli pre-pandemici di febbraio 2020. Si registra, infatti, una diminuzione dello 0,9% rispetto a dicembre 2021 ma, nella media del trimestre novembre 2021-gennaio 2022, la produzione nelle costruzioni



aumenta del 4,0% rispetto al trimestre precedente. Su base tendenziale, l'indice grezzo registra una crescita del 17,2%, mentre l'indice corretto per gli effetti di calendario cresce del 13,2% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 20, contro i 19 di gennaio 2021).

### **Commercio al dettaglio: in crescita i beni non alimentari**

A febbraio 2022 si registra una crescita congiunturale per le vendite al dettaglio dello 0,7% in valore e dello 0,4% in volume. Sono in diminuzione le vendite dei beni alimentari (-0,6% in valore e -1,5% in volume) mentre aumentano quelle dei beni non alimentari (+1,7% in valore e +1,6% in volume). Nel trimestre dicembre 2021-febbraio 2022, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio crescono in valore (+0,4%) e calano in volume (-0,4%). Diminuiscono le vendite dei beni non alimentari (-0,3% in valore e -0,4% in volume), mentre quelle dei beni alimentari aumentano in valore (+1,2%) e registrano un lieve calo in volume (-0,4%).

### **Rispetto a un anno fa, l'aumento delle vendite è più consistente**

Su base tendenziale, a febbraio 2022, le vendite al dettaglio aumentano del 4,3% in valore e dell'1,9% in volume. Le vendite dei beni non alimentari sono in aumento (+5,6% in valore e +5,0% in volume) mentre quelle dei beni alimentari registrano un aumento in valore (+3,1%) e una flessione in volume (-1,9%). Tra i beni non alimentari, si registra una crescita tendenziale per tutti i gruppi di prodotti. Gli aumenti maggiori riguardano giochi, giocattoli, sport e campeggio (+8,4%), altri prodotti (+8,1%), calzature, articoli in cuoio e da viaggio (+8,1%) e prodotti farmaceutici (+8,1%), mentre l'incremento minore riguarda cartoleria, libri, giornali e riviste (+0,1%). Rispetto a febbraio 2021, il valore delle vendite al dettaglio cresce in tutti i canali distributivi: la grande distribuzione (+3,6%), le imprese operanti su piccole superfici (+5,4%), le vendite al di fuori dei negozi (+2,7%) e il commercio elettronico (+5,0%).

### **L'attesa degli incentivi frena le immatricolazioni di auto**

A marzo 2022 il mercato italiano dell'auto totalizza 119.497 immatricolazioni (-29,7%) contro le 169.886 unità registrate a marzo 2021. I volumi immatricolati nel primo trimestre del 2022 ammontano, così, a 338.258 unità, il 24,4% in meno rispetto ai volumi di gennaio-marzo 2021.

Il preoccupante calo delle immatricolazioni è in buona parte imputabile all'attesa dell'attuazione delle misure di sostegno alla domanda annunciate dal DL Energia dello scorso 18 febbraio, primo passo di un piano pluriennale di supporto alla domanda di auto a zero e basse emissioni, complementare a un set di misure di politica industriale per accompagnare la riconversione della filiera produttiva automotive.

### **Nuovamente in calo i depositi**

A gennaio 2022 i finanziamenti alle imprese sono diminuiti dello 0,4% rispetto al mese di dicembre 2021 e dell'1,3% rispetto a gennaio 2021. Il rapporto tra sofferenze e prestiti è salito al 3,68%. Infine, i depositi totali calano del 7,7% su base mensile e aumentano del 4,4% su base tendenziale.

### **Crolla la fiducia dei consumatori**

A marzo 2022 si registra una decisa diminuzione dell'indice del clima di fiducia dei consumatori, che raggiunge il valore più basso da gennaio 2021. Il ridimensionamento così accentuato dell'indice è essenzialmente dovuto al forte deterioramento delle aspettative sia sulla situazione economica del paese sia su quella personale nonché ad un aumento delle attese sulla disoccupazione. In deciso peggioramento risultano anche i giudizi sull'opportunità all'acquisto di beni durevoli.

### **Rallenta anche la fiducia delle imprese**

Più contenuta la diminuzione dell'indice di fiducia delle imprese, che torna a diminuire dopo il recupero registrato lo scorso mese. Tutti i comparti indagati registrano una diminuzione dell'indice di fiducia ad eccezione di quello delle costruzioni. Più in dettaglio, l'indice di fiducia diminuisce nel comparto manifatturiero, nei servizi di mercato e nel commercio al dettaglio. In controtendenza, nelle costruzioni l'indice sale. Quanto alle componenti degli indici di fiducia, nella manifattura peggiorano sia i giudizi sugli ordini sia le attese sulla produzione in presenza di una stabilità delle scorte di magazzino; per quanto attiene le costruzioni, migliorano i giudizi sugli ordini mentre si registra un peggioramento per le attese sull'occupazione. Infine, nei servizi di mercato e nel commercio al dettaglio tutte le componenti si deteriorano ad eccezione dei giudizi sulle scorte nel commercio. In relazione alle domande sulle esportazioni rivolte alle imprese manifatturiere trimestralmente, si stima un aumento del numero di imprese che segnala ostacoli all'attività di esportazione (la relativa percentuale passa da 44,5% del quarto trimestre 2021 a 53,5%). In particolare, cresce fortemente (dall'8,2 al 24,8%) la quota di imprese che evidenzia altri motivi tra i principali ostacoli che condizionano l'export.

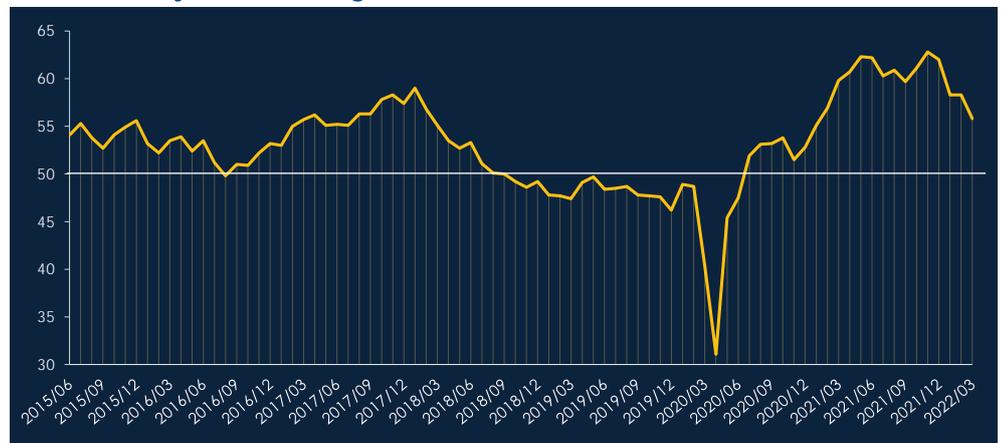
### **La carenza di materiali ostacola la crescita della produzione**

L'indice PMI (purchasing managers index) S&P Global del settore manifatturiero italiano a marzo ha raggiunto 55,8 mostrando il ventunesimo mese consecutivo di miglioramento delle condizioni operative del settore. Pur ancora

positivo, l'indice di marzo, in discesa rispetto a 58,3 di febbraio, è il più basso da gennaio 2021. Il rallentamento dell'indice è collegato alla diffusa carenza di materiale, che inoltre ha rispecchiato l'ennesimo forte peggioramento dei tempi medi di consegna dei fornitori. I nuovi ordini sono aumentati al tasso più lento da dicembre 2020, con le aziende campione che hanno accennato a come il conflitto in Ucraina abbia influenzato le loro vendite.

Per contro, gli ultimi dati PMI hanno indicato a marzo un raffreddamento del vigore di crescita dell'attività terziaria in Italia, con una riduzione del ritmo di espansione dei nuovi ordini totali dovuta all'ultimo calo delle commesse estere ed all'attenuamento della domanda da parte dei clienti a causa del conflitto.

### PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

### Occupazione in crescita a febbraio

Dopo due mesi di sostanziale stabilità, a febbraio 2022 l'occupazione torna ad aumentare, riprendendo il trend in crescita che aveva caratterizzato il 2021 (con le uniche eccezioni dei mesi di gennaio, agosto e ottobre). Rispetto al mese di gennaio, la crescita del numero di occupati si associa alla diminuzione dei disoccupati e degli inattivi. L'aumento dell'occupazione (+0,4%, pari a +81.000 posti) coinvolge uomini, donne, dipendenti a termine, autonomi e under50; calano i dipendenti permanenti. Il tasso di occupazione sale al 59,6% (+0,3 punti).

### La disoccupazione giovanile, invece, non molla

Il numero di persone in cerca di lavoro diminuisce (-1,4%, pari a -30.000 unità rispetto a gennaio) tra gli uomini e per tutte le classi d'età, con l'unica eccezione dei 25-34enni. Il tasso di disoccupazione scende all'8,5% nel complesso (-0,1 punti) e al 24,2% tra i giovani (-0,6 punti). Il calo del numero di inattivi tra i 15 e i 64 anni (-0,6%, pari a -79.000 unità), trasversale rispetto al genere, si registra tra i 25-49enni. Il tasso di inattività scende al 34,8% (-0,2 punti).

## L'ECONOMIA ITALIANA ALLA PROVA DEL CONFLITTO IN UCRAINA RAPPORTO DI PREVISIONE DI CONFINDUSTRIA – APRILE 2022

Il conflitto esploso in Ucraina deteriora il già difficile scenario economico per l'Europa e per l'Italia. I canali di impatto sono molteplici: il freno alle esportazioni verso i paesi coinvolti (e non solo), le difficoltà di approvvigionamento per l'industria, l'incertezza e la volatilità sui mercati finanziari, ma soprattutto i picchi storici dei prezzi dell'energia e delle altre materie prime. A sostegno di un buon andamento del PIL italiano nel 2022 giocano alcuni fattori: il progressivo affievolimento dell'impatto economico della pandemia, lo stimolo proveniente dal PNRR e anche, meccanicamente, l'eredità del forte rimbalzo messo a segno nel 2021. Gli **effetti della crisi** a livello globale sono fortemente diseguali tra aree e settori, in base alla vicinanza al conflitto, alle dipendenze da petrolio, gas e altre commodity e, in generale, alle connessioni produttive e finanziarie con i paesi direttamente coinvolti nella guerra (Russia, Ucraina e Bielorussia). Tra le principali macroaree, l'Unione Europea è quella più colpita, come segnalano il deprezzamento dell'euro e le perdite registrate nelle principali piazze finanziarie nei primi giorni del conflitto. Tra i settori, sono più coinvolti quelli energivori, come metallurgia, chimica, ceramica e vetro, e altri comparti fortemente internazionalizzati come i mezzi di trasporto (autoveicoli, aeromobili, imbarcazioni).

L'ulteriore aumento dei prezzi energetici, agricoli, dei metalli (tutte commodity importate dalla Russia) rischia di avere gravi conseguenze sul tessuto produttivo. I rincari di petrolio, gas e carbone, stanno facendo crescere i costi delle imprese. **Il settore maggiormente colpito è di gran lunga la metallurgia**, dove l'incidenza dei costi energetici potrebbe sfiorare il 23% alla fine del 2022, seguito dalle produzioni legate ai minerali non metalliferi (prodotti refrattari, cemento, calcestruzzo, gesso, vetro, ceramiche), dove l'incidenza potrebbe arrivare al 16%, dalle lavorazioni del legno (10%), dalla gomma-plastica (9%) e dalla produzione di carta (8%).

Le imprese hanno finora in gran parte assorbito nei propri margini, fino ad annullarli in alcuni casi, questi aumenti dei costi, invece di scaricarli sulle fasi successive della produzione. I margini erosi spiegano perché l'inflazione core in Italia è bassa, molto più che altrove. L'unico aspetto positivo è che questo andamento di prezzi e margini ha salvaguardato la competitività delle imprese italiane rispetto a quelle di altri paesi, ma non è sostenibile. Per questo diverse imprese stanno riducendo o fermando la produzione, o prevedono di farlo nei prossimi mesi.

D'altra parte, i rincari dei prezzi energetici (+52,9% annuo a marzo) comprimono il potere d'acquisto delle famiglie e ciò influirà sull'ampiezza e il ritmo di crescita dei consumi, il cui recupero è stato prima ostacolato dall'aumento dei contagi e ora anche dalla maggiore incertezza che influenza la fiducia, che a marzo è crollata. Famiglie e imprese, infatti, saranno indotte a rivedere cautamente le proprie decisioni di consumo e di investimento.

Un altro impatto della guerra deriva da **sanzioni e contro-sanzioni**. L'impatto diretto delle sanzioni alla Russia, sull'export italiano, è complessivamente modesto (686 milioni di euro di vendite in Russia, pari all'8,9% dell'export italiano nel paese, che a sua volta rappresenta l'1,5% del totale dell'export italiano).

Il conflitto, inoltre, non farà che rafforzare le strozzature nella rete di approvvigionamento globale, mettendo a rischio l'efficacia degli investimenti previsti del PNRR.

In futuro saranno cruciali **le politiche pubbliche del Governo italiano** e delle istituzioni europee, volte a ridurre gli effetti economici della guerra su imprese e famiglie. Meno efficaci e più tardive saranno le misure adottate, peggiori saranno le conseguenze per l'economia. La dipendenza dal gas naturale russo suggerisce che la politica energetica in Italia, e in Europa, possa e debba percorrere diverse strade, ognuna delle quali può apportare un contributo importante. Nel breve e medio periodo è importante aumentare l'estrazione domestica di gas e la diversificazione delle importazioni, riducendo la quota della Russia e, eventualmente, riprendere temporaneamente la generazione elettrica a carbone. Nel lungo periodo, occorre accrescere l'indipendenza energetica: aumentando la quota di energia prodotta da fonti rinnovabili e la bio-energia; ripensando al nucleare che peraltro è, già oggi, una fonte di produzione dell'energia elettrica importata; proseguendo sul percorso di una maggiore efficienza energetica.

## PREVISIONI

**Previsioni Confindustria per l'Italia** (variazioni percentuali)

Indicatore	2021	2022	2023
Prodotto interno lordo	6,6	1,9	1,6
Consumi delle famiglie residenti	5,2	1,7	2,1
Investimenti fissi lordi	17,0	4,5	3,2
Esportazioni di beni e servizi	13,3	2,8	4,2
Occupazione totale (ula)	7,6	1,5	1,7
Prezzi al consumo	1,9	6,1	2,0
Indebitamento della pa (in % del pil)	7,2	4,9	3,1

Fonte: Confindustria, Rapporto di previsione, aprile 2022..

È difficile prevedere la dinamica dell'economia italiana nel corso del 2022, poiché le diverse variabili chiave sono in continua evoluzione. Il **Rapporto del Centro Studi** è stato redatto sulla base di **tre ipotesi diverse**: una che è quella che oggi appare la migliore possibile e auspicabile, una avversa intermedia e, infine, una terza ipotesi decisamente severa. Le attese variano, a seconda che le armi tacciano con un primo passaggio alla diplomazia entro 3 mesi, che invece un vero cessate il fuoco non ci sia fino alla fine dell'anno, o addirittura che arrivi ancora più avanti.

**Lo scenario di base** assume che la guerra finisca entro l'estate, con un graduale rientro dei prezzi energetici e senza alcun razionamento di energia per il settore produttivo; si assume inoltre che la diffusione del

Covid rimanga contenuta in maniera efficace e abbia impatti via via decrescenti.

In questo scenario, l'andamento del PIL italiano nel 2022 risulta molto meno favorevole di quanto precedentemente stimato: quest'anno si registrerebbe un incremento del +1,9%, con un'ampia revisione al ribasso (-2,2 punti) rispetto allo scenario delineato lo scorso ottobre, prima dei nuovi shock, quando tutti i previsori erano concordi su un +4,0%.

L'inflazione in Italia resterà sugli alti valori attuali per gran parte del 2022 e in media si assesterà al +6,1%, con una revisione al rialzo di +4,7 punti dallo scenario di ottobre. Le esportazioni italiane subiranno un pesante rallentamento nel 2022 (+2,8%), dopo l'ottimo 2021. I consumi delle famiglie italiane sono previsti in crescita di appena il +1,7% nel 2022 e di +2,1% nel 2023, proseguendo a ritmo più moderato sul sentiero di parziale recupero, ancora sotto i valori pre-Covid. Anche gli investimenti sono previsti in rallentamento quest'anno, dopo il boom del 2021. Il contributo più significativo anche nel 2022 continuerà a provenire da quelli in costruzioni, grazie agli incentivi fiscali. Gli investimenti delle imprese in impianti e macchinari, anch'essi pienamente recuperati dopo la pandemia, saranno invece frenati da vari fattori: calo di fiducia, rincari delle commodity, prolungata incertezza. Le risorse del PNRR continueranno a sostenerli.

L'andamento della produzione è stato caratterizzato da ritmi decrescenti già nel corso del 2021, pesantemente colpito dal caro-energia e da altri fattori. Il CSC prevede una crescita modesta dell'attività produttiva nel 2022, con un primo semestre molto difficile e una ripartenza nella seconda metà. E poi un ritmo più sostenuto nel 2023. Il crollo dei servizi, dovuto alla pandemia, è stato solo in parte recuperato nel 2021. Uno dei principali fattori che contribuiscono a impattare sul settore è la riduzione della mobilità delle persone (oltre che delle merci).

L'occupazione (in termini di ULA) si contrarrà nella prima parte di quest'anno, durante la breve recessione tecnica, per poi tornare a crescere dall'estate 2022 e per tutto il 2023. Nel 2022 il numero di persone occupate è atteso crescere, mentre le ore pro-capite sarebbero quasi ferme in media d'anno, come risultato di un calo all'inizio e di un recupero successivo. Nel 2023, invece, ci sarà anche un allungamento degli orari, insieme a un ulteriore aumento degli occupati. In tale scenario, il 2023 si chiuderà con 190.000 occupati in più rispetto a fine 2019, ovvero con un recupero pieno dopo la crisi profonda dovuta alla pandemia.

A livello monetario, la BCE, vista la debolezza dell'economia dell'Eurozona più colpita dal conflitto, sarà molto prudente, sia sugli acquisti di titoli, sia sui tassi ufficiali. L'ipotesi è che terrà questi ultimi fermi a zero fino al termine del 2022. Solo nel 2023 è atteso un primo rialzo dei tassi e questo aiuterà, almeno quest'anno, i paesi ad alto debito, come l'Italia. Lo **scenario avverso** si basa sull'ipotesi che il conflitto si estenda fino a fine 2022. In questo caso i prezzi di gas, petrolio e grano resterebbero elevatissimi. In questo scenario il PIL italiano sarebbe inferiore di -0,3% rispetto allo scenario di base nel 2022, di -0,8% cumulato nel biennio 2022-2023 (quarto trimestre 2023 annualizzato). La crescita annua sarebbe dunque di +1,6% nel 2022 e +1,0% nel 2023.

**Scenario severo.** Se il conflitto si protrasse fino a fine 2023, con prezzi di gas, petrolio e carbone, grano e mais ai livelli odierni e grado di stress finanziario superiore, l'ipotesi prevede un impatto complessivo sul PIL di -0,4% rispetto allo scenario di base nel 2022, di -2,0% cumulato nel biennio 2022-2023. La crescita annua sarebbe di +1,5% nel 2022 e -0,1% nel 2023.

**Previsioni Confindustria per l'Italia (variazioni percentuali)**

Variabili/scenari	Scenario base		Scenario avverso		Scenario severo	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Petrolio (Brent \$)	108,66	89,50	111,91	94,75	111,91	114,00
Gas europeo (€)	122,25	102,50	126,50	102,52	126,50	136,00
Carbone (ARA, \$)	260,72	164,04	297,23	211,22	297,23	312,42
Stress finanziario (punti FSI)	1,43	0,35	3,22	1,26	3,60	5,00
Grano (\$)	1,44	1,27	1,58	1,31	1,58	1,62
Mais (\$)	1,72	1,39	1,93	1,50	1,93	2,01
PIL ITALIA	1,90	1,60	1,60	1,00	1,50	-0,10
impatto scenario			-0,30	-0,60	-0,40	-1,70

Fonte: Confindustria, Rapporto di previsione, aprile 2022.



## MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022
 <b>+41,3%</b> \$/Mt	 <b>+20,2%</b> \$/Bbl	 <b>+7,8%</b> \$/Mt	 <b>+3,4%</b> \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATUR. TSR20	CACAO	ZUCCHERO
mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022	mar 2022/feb 2022
 <b>+2,9%</b> \$/Mt	 <b>-2,5%</b> \$/Mt	 <b>-3,6%</b> \$/Kg	 <b>6,7%</b> \$/Kg

- ▶ Aumentano ancora incertezza e volatilità.
- ▶ L'Europa valuta l'interruzione delle forniture di gas dalla Russia.
- ▶ Rialzi più intensi per energia, metalli e agricoli.

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

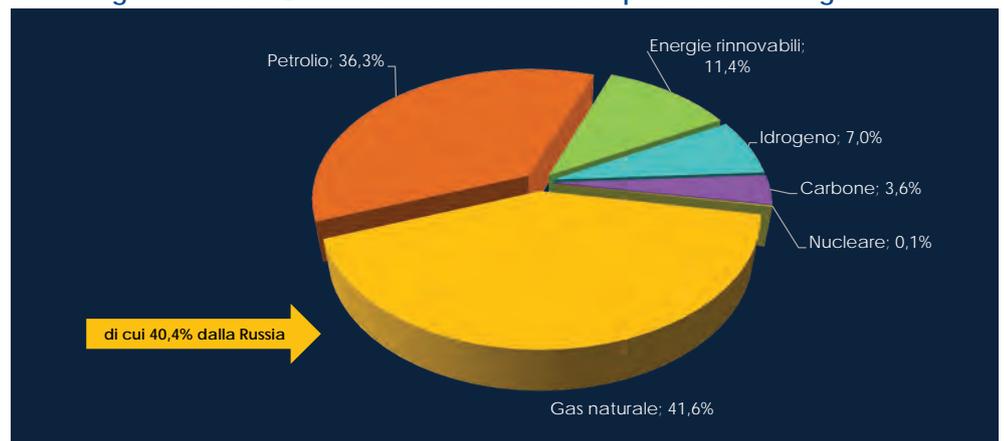
	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	-4,1	18,3	All Items	-4,2	24,9
Food	-5,1	29,5	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	-4,6	28,1
All	-3,4	11,8	<b>Gold</b>		
Non food agriculturals	-5,3	18,4	\$ per oz	-6,1	10,7
Metals	-2,9	10,5	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	-16,7	69,8

Fonte: The Economist, 29 marzo - 5 aprile 2022.

### Nuova accelerazione dei prezzi

Dal momento in cui gli spiragli diplomatici per arrivare ad un cessate il fuoco si sono chiusi con pochi successi, due grossi problemi di natura economica sono all'attenzione del mondo intero: da una parte il rallentamento della crescita economica globale, dall'altra l'aumento dell'inflazione in tutto il mondo (dovuta all'incredibile aumento dei costi energetici, in corso dall'inizio della pandemia), a cominciare da Stati Uniti e Unione Europea.

### Mix energetico Italia - Quota di combustibili sulla disponibilità di energia



Fonte: BP Energy Report 2021.

### Si inaspriscono le sanzioni economiche alla Russia

Con il protrarsi della guerra in Ucraina, si inaspriscono le sanzioni economiche nei confronti della Russia. Le materie prime sono l'epicentro di un terremoto che potrebbe fare danni estesi e duraturi, non solo perché i rincari alimentano l'inflazione e frenano la crescita ma, anche, perché la crescita del rischio e della volatilità comporta un aumento dei costi per gli operatori, che si trasmette a tutto il sistema. La volatilità sui mercati di petrolio, gas e metalli ha raggiunto livelli estremi, paragonabili a quelli del 2007-2008, quando si stava precipitando nella grande crisi finanziaria globale. Gli operatori, costretti a continue integrazioni dei margini, con depositi ormai esorbitanti di collaterale a garanzia, si stanno allontanando: una fuga che coinvolge sia gli speculatori che i soggetti commerciali e che sta riducendo la liquidità, in un circolo vizioso che rende i mercati ancora più volatili e più rischiosi. Le tensioni non hanno risparmiato nemmeno le principali commodity agricole: Ucraina e Russia sono tra i principali esportatori di frumento, in larga parte di varietà tenera, rincarato di oltre il 40% in euro sui mercati internazionali.

### Aumenti consistenti per le commodity provenienti da Russia e Ucraina

A livello di singole materie prime, i maggiori apprezzamenti registrati in marzo hanno interessato gas naturale (+38,2% l'indice generale, +55,7% quello europeo), carbone (+49,9% la qualità sudafricana), cloruro di potassio (+43,6%), nickel (+41,3%), petrolio (+20,2% il prezzo medio, +20,7% il Brent), olio di palma (+16,7%), zinco (+9,5%), alluminio (+7,8%), argento (+7,5%), zucchero (+6,7%), oro (+4,9%), olio di cocco (+3,8%), minerale di ferro (+3,4%), rame (+2,9%), piombo (+2,1%). Sostanzialmente stabili, stagno, tabacco, arachidi, platino. I pochi ribassi riguardano, tra gli altri, gomma TSR20 (-2,5%), cacao (-3,6%), caffè (-5,1% il Robusta -7,6% l'Arabica), tè (in media -6,4%).



## **Grande volatilità per i prezzi del gas naturale**

Sui mercati energetici, in queste settimane, cambi di direzione improvvisi dei prezzi, con strappi violenti al rialzo o al ribasso, sono all'ordine del giorno. Preoccupa, in particolare, il gas in Europa: al TTF si sono visti rialzi fino al 60% in un solo giorno seguiti da un crollo del 30% il successivo, oscillazioni che stanno mettendo in ginocchio gli operatori, costringendo persino i colossi del trading a indebitarsi per rispondere ai margin call (ovvero quando devono rifinanziare un conto per tenerlo aperto). In media mensile il gas naturale europeo ha registrato un aumento del 55,7% in dollari (+38,2% per l'indice generale).

## **L'Europa valuta l'interruzione delle forniture dalla Russia**

Per quanto riguarda i flussi di gas, le capitali europee si stanno preparando a un'interruzione delle importazioni. Nel frattempo gli stessi governi stanno lavorando sulle nuove modalità di pagamento: la decisione di Putin di imporre il pagamento in rubli ha dato una spinta alla valuta russa, scesa ai minimi storici all'inizio dell'invasione, recuperando molto terreno perduto. Mosca negli ultimi giorni ha sollevato lo spettro di un taglio della fornitura di gas se i suoi termini di pagamento non venissero rispettati, mentre Gazprom ha affermato venerdì di aver iniziato a notificare ai clienti il passaggio di valuta richiesto. Tuttavia, la Commissione Europea ha affermato che i contratti stipulati con pagamento in euro o dollari dovrebbero attenersi ai termini redatti.

## **Il gas naturale liquefatto è una possibile alternativa**

Nonostante i timori, attualmente le scorte di gas non sono a un livello critico. Le forniture di gas naturale liquefatto (LNG), trasportato via nave, sono una alternativa e stanno aumentando, ma l'offerta è limitata e la sostituzione di gas via pipeline con LNG sarà necessariamente parziale; inoltre implica necessariamente prezzi più elevati delle forniture (il gas LNG è più costoso).

## **Mercati petroliferi più tranquilli ma ancora in tensione**

Anche i mercati petroliferi mostrano una volatilità allarmante, benché meno estrema. A marzo si contano una decina di sedute in cui le quotazioni del Brent sono salite o scese di oltre il 5%, nell'intero 2021 ce n'erano state appena sei. La volatilità intraday si è avvicinata all'80%, come non accadeva da maggio 2020. Per il gasolio si è arrivati addirittura al 120%. Finora l'OPEC ha rispettato l'impegno di aumentare la produzione di 400 milioni barili/giorno ogni mese; ma ha margini limitati e concentrati in Arabia Saudita e Emirati. In media mensile il Brent ha totalizzato un aumento del 20,7%, anche grazie alla decisione dei 31 paesi membri dell'IEA (International Energy Agency) di un nuovo rilascio dalle riserve di emergenza, in risposta alle turbolenze del mercato causate dall'invasione dell'Ucraina.

## **Continua il rally del carbone**

Il mercato del carbone, già teso prima dell'invasione, registra i prezzi in crescita, poichè la Russia rappresenta il 20% dell'export mondiale. Le sanzioni dirette contro le esportazioni russe di carbone sono state limitate, ma le sanzioni volontarie (attuata dalle imprese) hanno interrotto i flussi commerciali. Verosimilmente la produzione aumenterà nei prossimi mesi, anche a seguito

delle strategie della Cina (che rappresenta oltre la metà della domanda e dell'offerta di carbone); inoltre i flussi commerciali verranno re-indirizzati verso mercati di esportazione meno tradizionali. Infine i prezzi scenderanno ma resteranno elevati, la volatilità resterà elevata, mentre la domanda calerà dopo la fine della stagione invernale.

### **Materie plastiche in flessione**

Nel mese di marzo, le reazioni dei mercati all'invasione russa della Ucraina hanno determinato livelli eccezionali del prezzo materie prime utilizzate per la produzione di termoplastiche. Gli aumenti di gas e petrolio hanno innescato una riduzione della produzione mondiale stimata intorno al -0,7% rispetto a marzo 2021. È molto probabile che nei prossimi mesi si registreranno ulteriori segni negativi, almeno fino all'estate. In questa situazione anche la domanda mondiale di termoplastiche dovrebbe risultare in diminuzione, in parte per i minori impieghi, in parte perché, a fronte di possibili richieste di ulteriori aumenti di prezzi, le imprese tenderanno a ridurre gli acquisti e ad utilizzare le scorte accumulate nel 2021.

### **Ancora rincari per il polipropilene**

Analogamente a quanto osservato in febbraio, i forti rialzi degli input energetici hanno avuto un impatto contenuto sia sulle quotazioni degli intermedi chimici, sia su quelli dei principali polimeri, che hanno chiuso il mese con rincari in euro di entità compresa tra il 3% circa del PVC e il 7% del polietilene LDPE. Il polipropilene (PP) è il polimero maggiormente toccato dalle conseguenze del conflitto in Ucraina, dal momento che oltre il 20% delle importazioni europee proviene dalla Russia.

### **Più tranquilli i mercati degli acciai**

L'evidenza che quella parte d'Europa, ora coinvolta in una guerra, rappresentasse un'inesauribile fonte di approvvigionamento di materie prime e prodotti semilavorati per il mercato dell'Unione Europea, data in certi versi quasi per scontata prima del conflitto, inizia a pesare in modo insostenibile sulle catene di fornitura. La relativa tranquillità che si sta respirando alla Borsa LME non è di certo un segnale positivo, perché evidenzia un consistente rallentamento della domanda di fisico da parte del settore industriale della trasformazione dei metalli.



La sostanziale uscita dell'Ucraina dal mercato ha avuto un impatto sul prezzo degli acciai, con rialzi a doppia cifra tanto sugli input di produzione, quanto su semilavorati e prodotti finiti.

### **Si impenna il prezzo dei rottami di ferro**

Si segnala, inoltre, la sensibile correzione al rialzo del prezzo di tutti dei rottami (+30%) e in modo particolare del lamierino, da quasi un mese sempre tenuto ai margini delle azioni di adeguamento dei listini di acquisto materie prime da parte delle acciaierie. Una mossa, quella degli adeguamenti in crescita dei rottami che lascia intendere che nel breve periodo i prezzi dei semilavorati non subiranno riduzioni. Per contro, lo strappo del prezzo del nickel non ha impattato così intensamente sul prezzo dell'Inox, che registra un +5% rispetto a febbraio.

### **Non ferrosi: aumenti a doppia cifra per alluminio e zinco**

Il comparto dei non ferrosi è tra i più segnati dal conflitto in Ucraina: direttamente, per via dell'incidenza della Russia sul commercio di molti di questi prodotti; indirettamente, a causa dei rialzi dei prezzi del gas e dell'impatto sui costi di produzione dell'energia elettrica, che impatta soprattutto i metalli caratterizzati da processi energy-intensive, come alluminio e zinco. Questi ultimi hanno registrato variazioni mensili in dollari a doppia cifra, rispettivamente +11% e +12,7%.

### **Rincari e volatilità estrema per il nickel**

Tuttavia gli eventi più estremi hanno riguardato il nickel, con un'impennata del 250% tra il 7 e l'8 marzo che ha spinto il London Metal Exchange a sospendere le contrattazioni per sei sedute e a cancellare scambi per quasi 4 miliardi di dollari di controvalore. In media mensile l'aumento in dollari è stato del 61,4%.

### **Metalli preziosi in generale rallentamento**

Poche novità sulle piazze dei metalli preziosi, con l'oro che rimane debole, nonostante le tensioni a livello internazionale, il platino che resta sostanzialmente stabile (per la debolezza diffusa di tutto il comparto), l'argento che non esce dalla fase di incertezza e il palladio in calo, a causa della domanda ai minimi.

### **Rialzi energetici e blocco degli scambi impattano sui prezzi dei forestali**

I rialzi dei prezzi dell'energia, combinati alla persistente scarsità di materia prima sul mercato UE hanno consentito ai produttori di cellulosa di imporre revisioni dei prezzi rispetto a febbraio, di entità compresa tra il 4% circa in euro per la BEKP da eucalipto e il 7% circa per la NBSK da conifera. Più tesa la situazione sul mercato europeo del legname, dove gli effetti della guerra si sono sentiti in misura maggiore, visto che Russia, Bielorussia e Ucraina coprono oltre la metà delle esportazioni extra UE. I rialzi più intensi hanno interessato gli input alla realizzazione di pallet (+19%) e di packaging (+10%). Inoltre, l'introduzione di un bando all'import di legname russo da parte della UE anticipa la prospettiva di nuovi rialzi nei prossimi mesi.

### **Tessile: si apprezzano lana e cotone**

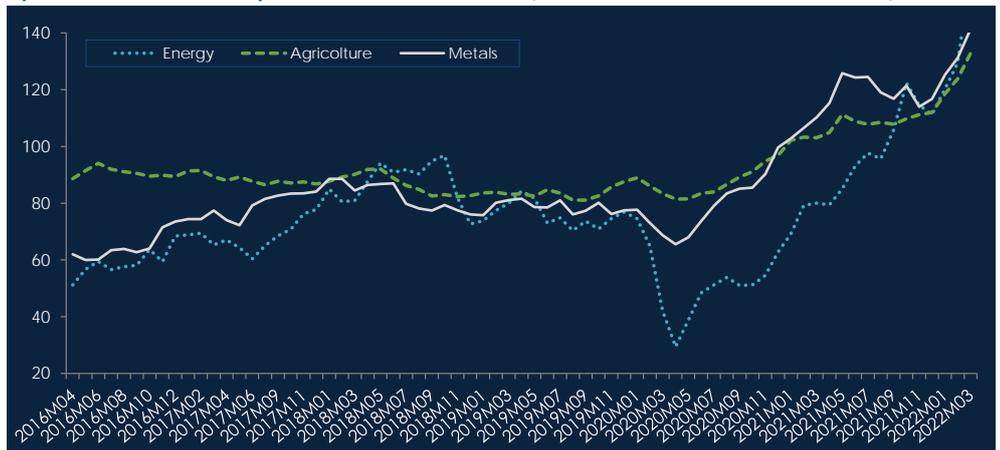
Andamento relativamente stabile per le materie prime utilizzate nel comparto tessile-moda, pur con qualche rialzo. In particolare aumenta la lana

(+8% circa in euro in marzo). Il cambio sfavorevole ha aggravato i rincari del cotone (+5,5% in euro, +2,4% in dollari). Sostanzialmente stabili le pelli (-0,2% in euro). Tra le fibre sintetiche, leggero rialzo per il poliestere (+3,5% in ero), riconducibile principalmente ai rincari del PET, polimero di riferimento.

### Aumento record per il grano

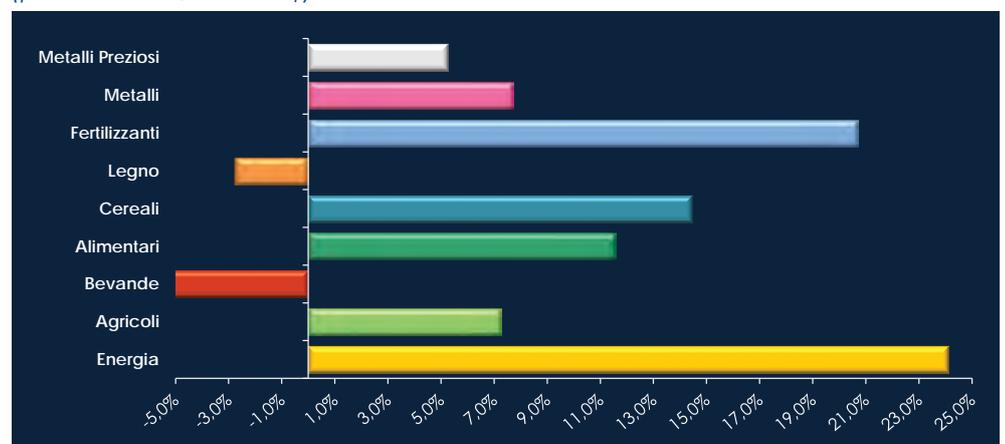
Forti rialzi per le commodity agricole in marzo, con aumenti più intensi per i cereali, grano in particolare (+41,7% in euro), di cui Russia e Ucraina forniscono il 30% della produzione mondiale. Più che la guerra, sui rincari di mais e soia (rispettivamente +18% e +8%) incidono gli aumenti di petrolio e raffinati. Meno dinamico il profilo dei prezzi dei principali prodotti coloniali, con l'eccezione dello zucchero, che aumenta dell'8,7% in euro. Il trend rialzista dei prezzi agricoli è stato ulteriormente rafforzato dall'andamento fortemente espansivo dei costi dei fertilizzanti, soprattutto urea.

### 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 mar/feb 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 \$ feb 2022	Prezzo in \$ mar 2022	var. %
Aluminum	(\$/mt)	3245,79	3498,37	7,8%
Banana, Europe	(\$/kg)	0,96	0,97	0,8%
Banana, US	(\$/kg)	1,24	1,39	11,7%
Beef	(\$/kg)	6,21	6,25	0,6%
Coal, South African	(\$/mt)	196,40	294,42	49,9%
Cocoa	(\$/kg)	2,55	2,46	-3,6%
Coconut oil	(\$/mt)	2147,89	2230,22	3,8%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	6,17	5,70	-7,6%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	2,41	2,29	-5,1%
Copper	(\$/mt)	9943,17	10230,89	2,9%
Cotton, A Index	(\$/kg)	3,05	3,11	2,0%
Crude oil, average	(\$/ bbl)	93,54	112,40	20,2%
Crude oil, Brent	(\$/ bbl)	95,76	115,59	20,7%
Crude oil, Dubai	(\$/ bbl)	93,13	113,11	21,5%
Crude oil, WTI	(\$/ bbl)	91,74	108,49	18,3%
DAP	(\$/mt)	747,13	938,13	25,6%
Fish meal	(\$/mt)	1445,25	1514,62	4,8%
Gold	(\$/troy oz)	1856,30	1947,83	4,9%
Groundnuts	(\$/mt)	1496,25	1491,30	-0,3%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	142,84	152,07	3,4%
Lead	(\$/mt)	2296,86	2344,84	2,1%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	17,00	18,03	6,1%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	397,01	385,67	-2,9%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	258,47	250,95	-2,9%
Maize	(\$/mt)	292,62	335,53	14,7%
Meat, chicken	(\$/kg)	2,83	3,34	18,0%
Natural gas index	(2010=100)	197,52	273,06	38,2%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	27,23	42,39	55,7%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	4,66	4,88	4,9%
Nickel	(\$/mt)	24015,55	33924,18	41,3%
Orange	(\$/kg)	0,73	0,77	4,6%
Palm kernel oil	(\$/mt)	2442,63	2441,48	0,0%
Palm oil	(\$/mt)	1522,36	1776,96	16,7%
Phosphate rock	(\$/mt)	172,50	178,75	3,6%
Platinum	(\$/troy oz)	1049,40	1043,26	-0,6%
Plywood	(cents/sheet)	474,09	460,30	-2,9%
Potassium chloride	(\$/mt)	391,75	562,50	43,6%
Rapeseed oil	(\$/mt)	1744,20	2162,30	24,0%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	422,00	419,00	-0,7%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	427,00	422,00	-1,2%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	405,95	407,13	0,3%
Rice, Viet Namease 5%	(\$/mt)	384,21	391,67	1,9%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	2,11	2,12	0,5%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,79	1,75	-2,5%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	648,82	631,24	-2,7%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	737,98	717,98	-2,7%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	14,88	14,96	0,5%
Silver	(\$/troy oz)	23,54	25,31	7,5%
Soybean meal	(\$/mt)	569,46	601,43	5,6%
Soybean oil	(\$/mt)	1595,74	1956,88	22,6%
Soybeans	(\$/mt)	661,63	720,60	8,9%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,37	0,36	-2,9%
Sugar, US	(\$/kg)	0,78	0,80	2,7%
Sugar, world	(\$/kg)	0,39	0,42	6,7%
Sunflower oil	(\$/mt)	1472,35	1491,30	1,3%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,79	2,61	-6,4%
Tea, Colombo	(\$/kg)	3,61	3,34	-7,5%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,07	1,96	-5,5%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,73	2,54	-7,1%
Tin	(\$/mt)	43983,35	43949,67	-0,1%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4187,14	4176,20	-0,3%
TSP	(\$/mt)	687,50	792,50	15,3%
Urea	(\$/mt)	744,17	907,89	22,0%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	390,50	486,30	24,5%
Zinc	(\$/mt)	3620,04	3962,21	9,5%

Fonte: World bank.

## VALUTE



- ▶ La guerra in Ucraina pesa su euro, sterlina e yen.
- ▶ Le aspettative di rialzo dei tassi premiano il dollaro.
- ▶ Il rublo recupera buona parte del valore perso.

### Il conflitto in Ucraina pesa sull'euro

L'euro mostra nuovi segnali di debolezza contro il dollaro, dopo che Germania e Francia hanno affermato la necessità di un nuovo round di sanzioni contro la Russia dinanzi a indizi molto chiari di crimini di guerra in Ucraina. La valuta comunitaria, sotto pressione a causa delle preoccupazioni per il danno economico proveniente dal conflitto, sta scivolando dello 0,38% rispetto al biglietto verde per scambiare a 1,1011 dollari circa; per contro la sterlina è scesa dello 0,24% (a quota 84,05). Le ipotesi sulle possibili sanzioni dell'Europa contro il gas russo sono quelli che più tengono sottotono l'euro. Sembra esserci almeno l'intenzione di discutere di un embargo sulle importazioni di energia, che certamente comporterebbe un incremento dei prezzi, visto che la Russia fornisce circa il 40% del fabbisogno di gas dell'Europa. Inoltre, la guerra Russia-Ucraina rimane centrale per l'euro, poiché le ostilità si verificano sul suolo europeo. Se entrambe le parti finalmente si accordassero su un cessate il fuoco, l'euro tornerebbe sicuramente a crescere, anche se gli investitori sono consapevoli che qualsiasi accordo è fragile. Ogni intensificazione, come un attacco russo a un convoglio di armi della NATO in Ucraina, o l'uso di armi non convenzionali, farebbe invece precipitare l'euro. Un sondaggio di mercato mostra una prospettiva rialzista per l'euro nel breve periodo, ma gli esperti dubitano che la coppia possa andare molto oltre i valori attuali. A marzo l'euro ha registrato una variazione positiva (+2,1%) rispetto al mese precedente nei confronti delle valute dei principali 38 partner commerciali. Rispetto al dato di marzo 2021 si osserva una contrazione dello 0,4%.

### Il dollaro rimane forte, ma aumenta l'instabilità

La corsa della moneta americana, che prosegue ormai dal mese di marzo quando la banca centrale americana ha comunicato il primo rialzo dei tassi di 25 punti base, non frena e al contrario spinge il dollaro index al massimo da cinque anni. A fare da assist alla valuta statunitense hanno contribuito le aspettative di una prossima stretta sulla politica monetaria della Federal Reserve, dopo le parole di Lael Brainard, membro del consiglio della banca centrale americana, che ha invitato ad aumentare i tassi perché l'inflazione "è troppo alta e ci sono rischi al rialzo". Non tutti sono però convinti che la forza del dollaro continuerà necessariamente anche nel prossimo futuro: Goldman Sachs vede una debolezza su base tattica del dollaro, a condizione che il conflitto Russia/Ucraina non peggiori. "La visione del mercato sulle mosse future della FED è ora sostanzialmente coerente con un ciclo di

## Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

inasprimento come quello del 1994, che è stato dirompente per il mercato obbligazionario”, ha affermato l’azienda, aggiungendo che la stretta, però, ha portato a un atterraggio morbido per l’economia. Goldman pensa che i funzionari della FED ora vogliano vedere come si svilupperanno i dati per un po’, piuttosto che spingere attivamente i prezzi di mercato in una direzione ancora più aggressiva. Dato il contesto, un orientamento del mercato sulla FED più stabile significherebbe, probabilmente, una modesta debolezza del dollaro, ha affermato Goldman. “Guardando avanti, vediamo per lo più fattori negativi strutturali per il dollaro, legati a una varietà di flussi di capitali”.

### Lo yen si trova in estrema difficoltà

La moneta giapponese è scesa ai minimi da sei anni contro il biglietto verde, dopo che la Bank of Japan è intervenuta sul mercato per impedire ai rendimenti dei titoli di Stato giapponesi di salire al di sopra del target della banca centrale. La BOJ ha infatti deciso di acquistare quantità illimitate di titoli di Stato giapponesi a 10 anni a un rendimento dello 0,25%, dopo che il tasso di finanziamento del decennale nipponico è salito, al massimo da sei anni, allo 0,245%. Il cambio col dollaro è di conseguenza salito a quota 123,15 sullo yen (+1,38%), il massimo da dicembre 2015. Nelle ultime sessioni il dollaro è salito di quasi il 6% rispetto allo yen. La banca centrale punta a impedire che l’aumento dei tassi di interesse globali spinga al rialzo i rendimenti giapponesi. A conti fatti, parrebbe che lo yen sia la valuta con l’andamento peggiore: la performance della divisa giapponese sarebbe addirittura peggiore di quella della lira turca che, nonostante la sua volatilità, ha ceduto nel medesimo periodo il 3,3% sul dollaro.

### La sterlina sta continuando a scivolare nei confronti del dollaro

Il deterioramento della situazione tra Russia e Ucraina continua a esercitare pressioni sulla sterlina, soprattutto adesso che i colloqui di pace appaiono più lontani rispetto a qualche giorno fa. A limitare il potenziale di rialzo della sterlina ci sono anche le aspettative che la Banca d’Inghilterra (BOE) rallenterà il ritmo dei suoi aumenti dei tassi di interesse nei prossimi mesi. Con le pressioni inflazionistiche in aumento, il costo della vita che continua a salire e le forniture energetiche ancora colpite dalla crisi ucraina in corso, MUFG Bank ritiene che una crescita più debole stia costringendo la BOE a muoversi con

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

	MONETA	media marzo 2022	variazione dal mese preced.	variazione ultimi 12 mesi
	JAPANESE YEN	130,71	0,0%	1,0%
	AUSTRALIAN DOLLAR	1,49	-5,6%	-3,2%
	BRAZILIAN REAL	5,49	-6,8%	-18,4%
	CANADIAN DOLLAR	1,40	-3,3%	-6,8%
	SWISS FRANC	1,02	-2,1%	-7,4%
	CHINESE YUAN RENMINBI	6,99	-2,8%	-9,7%
	UK POUND STERLING	0,84	-0,2%	-2,6%
	INDONESIAN RUPIAH	15802,12	-2,9%	-7,8%
	INDIAN RUPEE	83,99	-1,2%	-3,1%
	MEXICAN PESO	22,65	-2,3%	-8,5%
	MALAYSIAN RINGGIT	4,63	-2,6%	-5,4%
	TURKISH LIRA	16,12	4,1%	76,6%
	US DOLLAR	1,10	-2,8%	-7,4%
	SOUTH AFRICAN RAND	16,51	-4,4%	-7,4%

Fonte: elaborazione dati BCE, marzo 2022.

cautela. Gli analisti scorgono, infatti, il potenziale per la BOE di sospendere il suo ciclo di inasprimento, dopo l'aumento di maggio e agosto, poiché la crescita più debole durante il resto dell'anno ne fornirà una giustificazione e peserà sulla performance della sterlina.

### Le ragioni dietro la forza del rublo

La valuta russa ha recuperato la maggior parte delle perdite ed è diventata la moneta con una delle migliori performance a livello globale. L'economia russa è al centro delle analisi di esperti di tutto il mondo, soprattutto per capire quanto davvero le sanzioni severe imposte dall'Occidente stiano dando risultati. In questa cornice si inserisce la valutazione del recupero del rublo: come mai si sta riprendendo dal deprezzamento shock contro il biglietto verde? Grazie al recente rally, il rublo scambia soltanto il 10% in meno rispetto a prima dell'invasione russa dell'Ucraina il 24 febbraio, quando a un dollaro corrispondevano 76 rubli. Ciò è avvenuto nonostante che gli Stati Uniti e l'Unione Europea abbiano congelato quasi la metà delle riserve valutarie della banca centrale russa da 640 miliardi di dollari detenute in banche al di fuori della Russia. Alle società e ai privati russi è stato poi impedito di effettuare transazioni in dollari ed euro e quasi 400 aziende occidentali hanno chiuso le operazioni in Russia. La maggior parte delle banche russe è stata taglia-

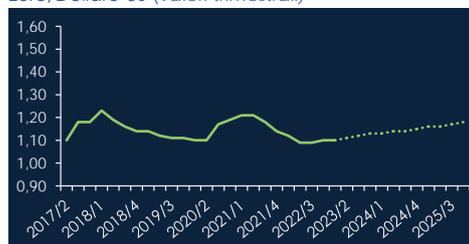
ta fuori dalla Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). Queste mosse hanno ridotto le transazioni finanziarie e commerciali della Russia con i paesi occidentali. Tuttavia, il rublo negli ultimi giorni, ha mostrato un recupero inatteso. Questo è stato dovuto, in primo luogo, alle mosse della banca centrale, che ha alzato i tassi di interesse al 20%; il Cremlino, inoltre, ha imposto severi controlli sui capitali a coloro che desiderano scambiare i propri rubli con dollari o euro. In aggiunta, il rublo è salito, in seguito alle notizie secondo cui il Cremlino era più disposto a concedere soluzioni negoziate per un cessate il fuoco e altro (tutte da concretizzarsi). Occorre anche considerare, stando agli esperti, che le esportazioni di petrolio e gas della Russia sono continuate verso l'Europa, così come verso Cina e India. Il più grande salto del rublo, infine, si è verificato quando il presidente russo ha annunciato che i paesi ostili (Unione Europea, Stati Uniti, Canada, Australia, Nuova Zelanda, Giappone, Corea del Sud e Taiwan) avrebbero dovuto pagare in rubli per il gas russo. Se l'Europa dovesse accettarlo, dovrebbe scambiare euro e dollari con rubli. Ciò creerebbe una grande domanda globale di valuta russa, portando a un ulteriore aumento del suo valore rispetto al dollaro e all'euro. In realtà, dopo la minaccia di pretendere la valuta nazionale anche per le altre commodity, Putin pare abbia fatto un passo indietro. Intanto, però, ha recuperato tempo e dato spazio per un rialzo del rublo. La Casa Bianca e gli economisti hanno affermato che l'impatto delle sanzioni richiede tempo, settimane o mesi per avere pieno effetto. Ma, secondo i critici dell'amministrazione, il recupero del rublo mostra che Washington deve fare di più. In realtà, non pochi osservatori riflettono sul fatto che il balzo del rublo assomigli più a un fuoco di paglia, destinato a spegnersi tra un mese o poco più, se la situazione della guerra rimarrà in stallo.

### Prosegue l'ascesa dello yuan

Nell'ultimo mese lo yuan cinese è corso sui mercati valutari internazionali. Mentre il dollaro è la principale valuta di scambio nel commercio globale (e nei mercati petroliferi in particolare), altre valute come il renminbi (l'altro nome della divisa) hanno fatto progressi nelle transazioni transfrontaliere. Da una parte tale forza è dovuta al rapporto del Dow Jones secondo cui l'Arabia Saudita è in trattative attive con Pechino per valutare alcune delle sue vendite di petrolio alla Cina nella divisa cinese. Vi è poi l'impatto delle sanzioni internazionali alla Russia, che spingono le società e le banche russe a rivolgersi alla valuta orientale. All'inizio di quest'anno Bloomberg ha notato che lo yuan ha raggiunto la quarta posizione nel mercato dei pagamenti internazionali, ottenendo un notevole miglioramento rispetto al passato: nel

### Previsioni di medio periodo

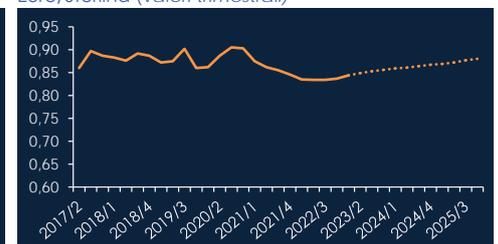
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.



2010, quando SWIFT ha iniziato a monitorare le transazioni internazionali, lo yuan si classificò al 35° posto. La Cina ha grandi aspirazioni di potere su un ampio fronte: dieci anni fa indicava che puntava a fare dello yuan la valuta dominante nel commercio, nelle transazioni finanziarie e soprattutto come valuta di riserva globale. Pochi anni dopo la valuta ricevette l'approvazione del FMI come valuta di riserva. Ora lo yuan detiene la quinta posizione nella composizione valutaria delle riserve ufficiali di cambio con una quota del 2,7%. Il dato ad un primo sguardo potrebbe sembrare poco rilevante, ma bisogna considerare come tale dato sia incrementato drammaticamente in soli 6 anni. Inoltre, è detenuta come valuta di riserva da circa 75 paesi in tutto il mondo, un numero che tuttavia sembra essere continuamente in crescita.

## CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE	SOFFERENZE	SOFFERENZE/ CREDITI	DEPOSITI DELLE IMPRESE	RENDIMENTO TITOLI DI STATO	SPREAD BTP BUND
gen 2022/dic 2021	gen 2022/dic 2021	gennaio 2022	gen 2022/dic 2021	asta marzo	punti base
-0,4%	+8,5%	3,6%	-7,7%		154

- ▶ Inizia la divergenza tra BCE e FED.
- ▶ In Europa salgono i costi dei prestiti, ma la domanda rimane elevata.
- ▶ Dopo il calo di fine anno, c'è un rimbalzo delle sofferenze bancarie.

### Finisce la sincronizzazione tra le politiche monetarie di BCE e FED

Le due principali banche centrali del mondo perderanno la loro sincronizzazione nel prossimo futuro, poiché la guerra in Ucraina sta avendo effetti molto diversi sulle economie europea e americana. Lo ha sottolineato la presidentessa della Banca Centrale Europea, Christine Lagarde, intervenendo a una conferenza dell'Institut Montaigne a Parigi. La Federal Reserve statunitense ha alzato i tassi d'interesse nelle scorse settimane e ha segnalato una serie di mosse future, pochi giorni dopo che la BCE ha dichiarato che non aveva fretta di aumentare il tasso di deposito ai minimi storici e continua a rilasciare stimoli eccezionali. "Le nostre due economie si trovavano in una posizione diversa nel ciclo economico, anche prima della guerra in Ucraina", ha esordito Lagarde. Per ragioni geografiche, l'Europa è molto più esposta alla guerra rispetto agli Stati Uniti. L'aumento dei costi energetici ha già spinto l'inflazione della zona euro a un livello record del 7,5% a marzo e il tasso potrebbe salire ulteriormente, ben al di sopra dell'obiettivo del 2% della BCE. Con un aumento previsto anche dei prezzi dei generi alimentari, l'impennata dell'inflazione taglierà profondamente il potere d'acquisto delle famiglie e la BCE ha ridotto le sue proiezioni di crescita, con alcuni politici che sostengono che un risultato ancora peggiore è già più probabile. Lagarde ha affermato che l'economia statunitense è meno dipendente di quella europea dalle importazioni di materie prime e anche il suo commercio sarà meno colpito, quindi le due banche centrali dovranno spostarsi fuori sincrono.

### Le difficoltà di Unicredit a distaccarsi dal mercato russo

L'uscita di Unicredit dal mercato russo, annunciata nelle scorse settimane dall'amministratore delegato Andrea Orcel, potrebbe rivelarsi più complicata del previsto. Un intoppo potrebbe arrivare da una dismissione decisa già lo scorso novembre, quando l'istituto esercitò l'opzione per vendere il 10% di ABH Holdings, gruppo che controlla Alpha Bank. L'accordo doveva essere chiuso per marzo, stando alla documentazione ufficiale. Ma l'imposizione di sanzioni contro Mosca per l'invasione in Ucraina ha complicato la situazione. Stando a fonti vicine all'istituto citate da Bloomberg è probabile che l'operazione non vada in porto finché permane l'incertezza sul contesto geopolitico. La partecipazione è eredità della cessione della sua controllata ucraina JSCB Ukrsofsbank che fu ceduta nel 2016 alla stessa ABH Holdings in cambio, appunto, di una partecipazione di minoranza nella stessa holding. L'accordo era che, dopo cinque anni, Unicredit avrebbe avuto la possibilità



di restituire la quota alla stessa holding. Tuttavia le sanzioni varate da Europa e Stati Uniti contro le banche russe e diversi uomini d'affari che compaiono nell'azionariato di Alpha Bank (come il suo fondatore: l'oligarca Mikhail Fridman) hanno congelato tutto.

### **In Europa accelera la crescita dei prestiti al settore privato**

La crescita dei prestiti al settore privato è aumentata ulteriormente, passando dal 4,2% di dicembre al 4,6% di gennaio. Tale dinamica è stata determinata dal credito sia alle imprese sia alle famiglie, che ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. A gennaio scorso il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è aumentato lievemente, al 4,4%, dopo il 4,3 di dicembre, trainato dai prestiti a lungo termine e, probabilmente di riflesso, dall'esigenza di investimenti fissi. Anche il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha segnato un modesto rialzo, raggiungendo il 4,3% a gennaio, dopo il 4,2% di dicembre. 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.

### **Tassi ai minimi sui prestiti bancari, ma in aumento sui prestiti alle imprese**

Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è salito all'1,43%, compensando il calo registrato nel quarto trimestre del 2021, mentre il tasso equivalente per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato all'1,33%. L'aumento dei tassi sui prestiti alle imprese, più pronunciato per i prestiti con scadenze a medio termine, ha rispecchiato un aumento generalizzato dei tassi di mercato in un contesto di eterogeneità tra paesi. Il differenziale tra i tassi applicati dalle banche ai prestiti molto modesti e a quelli di grande entità si è mantenuto sostanzialmente invariato ed è rimasto al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia. L'aumento dei rendimenti nell'area

dell'euro nel corso degli ultimi mesi potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi sui prestiti interni. Le misure di politica monetaria della BCE hanno sino-ora impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto negativo della pandemia sull'economia dell'area dell'euro.

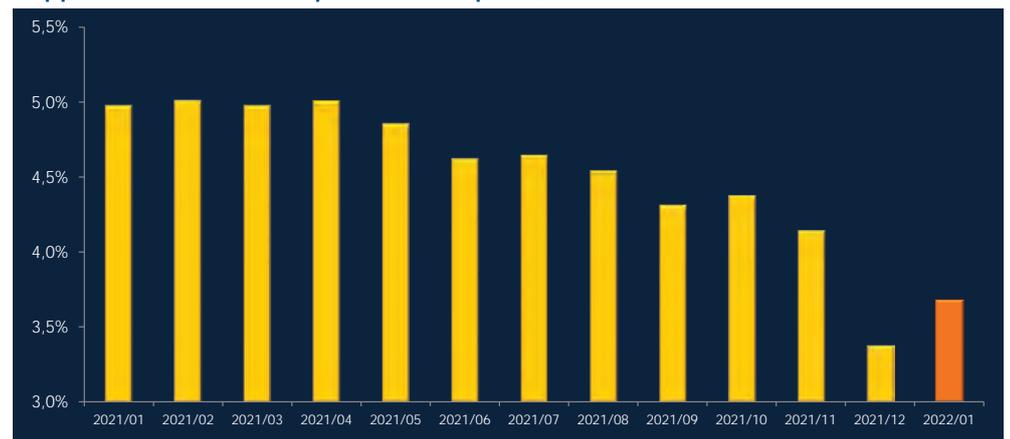
### ... tuttavia le imprese continuano ad indebitarsi

Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese è aumentato ulteriormente nel quarto trimestre del 2021. Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è salito bruscamente al 2,8% di dicembre, dal 2,3% di ottobre, sostenuto dal maggiore fabbisogno di finanziamento delle imprese e dal basso costo del debito. I maggiori flussi del finanziamento esterno sono derivati per lo più da un aumento dei prestiti bancari alle imprese, mentre una maggiore emissione di titoli di debito e azioni quotate ha fornito un contributo più esiguo. Tale domanda di credito è stata sostenuta dagli investimenti delle imprese e dall'aumento della spesa per capitale circolante, in parte legata al persistere di strozzature dal lato dell'offerta. Nei paesi e nei settori particolarmente colpiti da tali strozzature, l'incremento del fabbisogno di capitale circolante, dovuto ai ritardi nella produzione e alla ricostituzione delle scorte, ha determinato un aumento dell'indebitamento a breve termine.

### A gennaio aumentano le sofferenze

A gennaio i prestiti alle imprese sono tornati a calare, con una variazione rispetto a dicembre dello 0,4%; il confronto annuale è ancora più pronunciato, con una flessione dell'1,3%. Sorprende, ad un primo sguardo, l'aumento non indifferente delle sofferenze bancarie, che nel primo mese dell'anno sono aumentate dell'8,5% rispetto a dicembre. Tuttavia, per avere un quadro più oggettivo, bisogna ricordare come, alla fine del 2021, ci sia stata una robusta riduzione delle sofferenze: il confronto con il dato di gennaio 2021 rimane infatti ancora molto importante (-27,0%). Ciò nonostante, il rapporto tra sofferenze e prestiti, nell'ultima rilevazione, è salito dal 3,38 al 3,68%. Rimangono in territorio positivo gli indicatori sui prestiti alle famiglie, che risultano in crescita sia su base mensile (+0,2%), che su scala annuale (+3,7%). Analizzando il costo dei fondi erogati, si osserva che tutte le classi di prestito hanno visto il loro costo diminuire.

### 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
2020	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	2021/11	1,18	1,75	0,89
2021/06	1,17	1,81	0,78	2022/01	1,12	1,74	0,76

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Inizio zoppicante per i depositi italiani

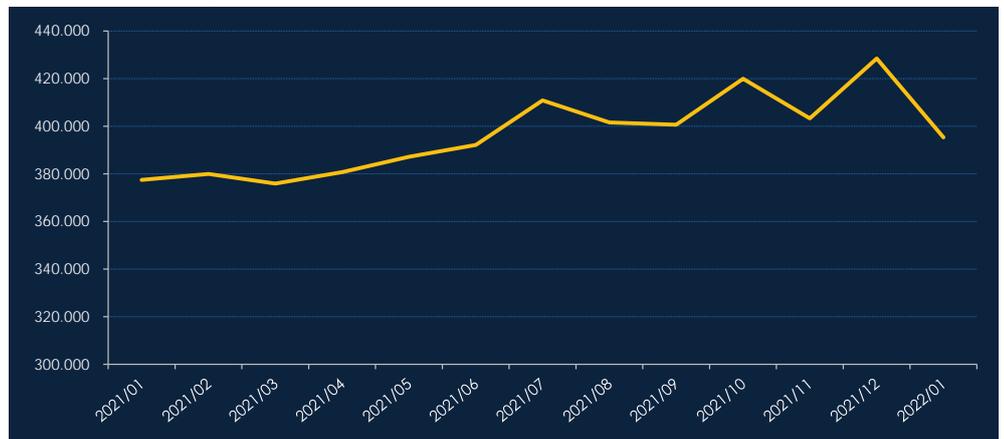
Il 2022 si è aperto in maniera non brillante per i depositi italiani. Il dato generale mostra, infatti, nel primo mese dell'anno, una variazione mensile negativa (-0,2%), nonostante il delta annuale sia ancora positivo (+7,0%). A soffrire sono, principalmente, i depositi delle imprese, che a gennaio sono calati del 7,7% rispetto a dicembre; il confronto con gennaio 2021 mostra, comunque, un rialzo (+4,7%). Positivi i depositi delle famiglie consumatrici, in aumento dello 0,6% mensile e del 4,8% annuale.

### 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
2020	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	2.842.616	428.419	1.163.425
2021/06	2.773.952	392.164	1.131.601	2022/01	2.837.400	395.299	1.170.148

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Depositi delle imprese



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### **Forti incrementi per i rendimenti dei titoli di stato europei**

Come i dati preliminari di inizio mese avevano fatto intravedere, marzo è stato caratterizzato da un nuovo incremento della remunerazione media dei titoli di stato europei. Nel dettaglio, la media è arrivata a quota 1,05%, guadagnando 11 punti base rispetto al periodo precedente. L'incertezza circa gli effetti della guerra in Ucraina e, in particolare, la questione energetica, hanno fatto lievitare le remunerazioni: ciò è tanto più visibile se si osservano i rendimenti disaggregati per nazione della prima settimana di aprile. Rispetto al dato di marzo, infatti, il rendimento del BTP italiano è più che raddoppiato; anche il Bund, visto il legame dell'economia tedesca alla fornitura di gas russo, è salito decisamente verso l'alto. In generale, si nota come l'andamento sia rialzista per tutti i rendimenti dei principali paesi mondiali, in particolar modo di quelli europei. 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 154.

### **In rialzo sia i titoli semestrali, nonostante rimangano in territorio negativo...**

Il 29 marzo 2022 il ministero dell'Economia e delle finanze ha collocato un BOT con termine a 6 mesi. Nel dettaglio, la Banca d'Italia ha comunicato che nell'asta dei BOT con scadenza il 30 settembre 2022 sono stati piazzati tutti i titoli offerti dal MEF (5 miliardi di euro l'ammontare complessivo). La domanda è stata discreta, sulla base di richieste per 7,37 miliardi di euro; di conseguenza, il rapporto di copertura (rapporto tra ammontare richiesto e quantitativo offerto) è stato di 1,47, in leggero aumento rispetto all'1,46 dell'asta del BOT semestrale di febbraio 2022. Il rendimento lordo di aggiudicazione è ancora negativo ed è stato fissato a -0,488%, che equivale a un prezzo di aggiudicazione di 100,249. Nella precedente asta dei BOT semestrali di febbraio 2022 il rendimento dei titoli era stato fissato a -0,484%. In quell'occasione le richieste erano state pari a 8,01 miliardi di euro, su un ammontare offerto di 5,5 miliardi.

### **... sia i BTP decennali**

Mercoledì 30 marzo 2022 il ministero dell'Economia e delle finanze ha collocato la nona tranche del BTP con scadenza 1° giugno 2032 e cedola dello 0,95%. Il MEF ha emesso titoli con scadenza a 10 anni per un ammontare pari a 3,5 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 3 e 3,5 miliardi di euro) che era stata prevista dal ministero. Il BTP in questione ha ottenuto richieste per 4,58 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,31. Il rendimento lordo complessivo del BTP decennale è stato fissato al 2,14%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 89,26. Il rendimento netto dovrebbe essere pari al 2,002%. Del BTP in questione sono in circolazione titoli per un controvalore pari a 17,3 miliardi di euro.

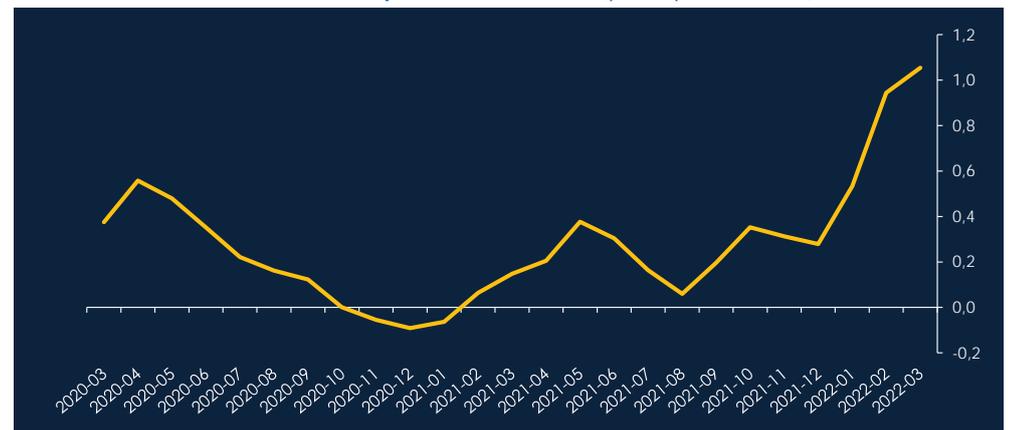
### **Buona la performance del nuovo CCTEU**

Lo stesso giorno il ministero dell'Economia e delle finanze ha collocato la terza tranche del BTP con scadenza 1° aprile 2027 (cedola annua lorda dell'1,1%). Il MEF ha emesso titoli per un ammontare pari a 3 miliardi di euro, al massimo della forchetta (compresa tra 2,5 e 3 miliardi di euro) proposta dal ministero. Il titolo ha ottenuto richieste per circa 4,15 miliardi di euro, equivalente a un rapporto di copertura di 1,38. Il rendimento lordo complessivo del BTP con

scadenza nel 2027 è stato fissato all'1,462%, sulla base di un prezzo di aggiudicazione di 98,28. Il rendimento netto del BTP in esame è pari all'1,323% e ci sono in circolazione titoli per un controvalore di 8,2 miliardi di euro.

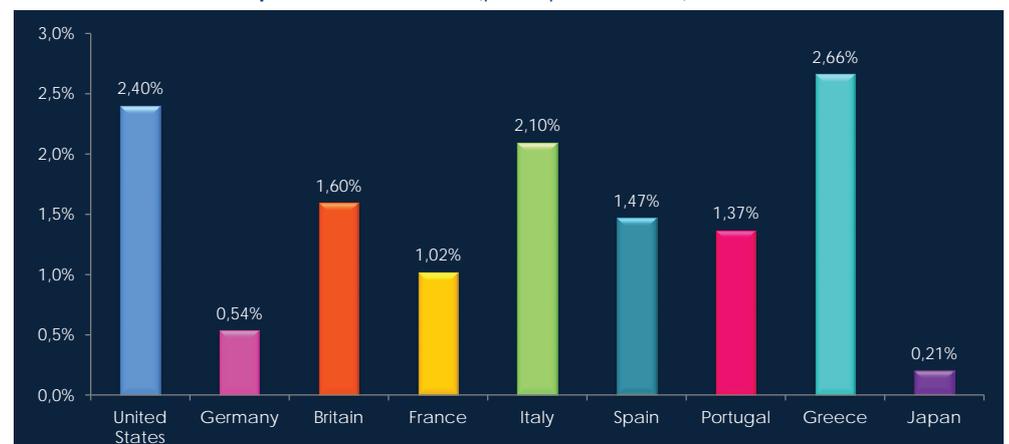
Il 23 marzo, invece, il Tesoro ha comunicato i risultati dell'emissione della prima tranche del nuovo CCTEU con scadenza 15 ottobre 2030. Il titolo ha cedola semestrale indicizzata all'Euribor 6 mesi, con uno spread aggiuntivo di punti base (0,226%). L'importo emesso è stato pari a 5 miliardi di euro, in rapporto a una domanda di 10,74 miliardi. La quota maggiore è stata sottoscritta da banche (il 60,9%), mentre i fund manager hanno sottoscritto il 14,1% del collocamento. L'emissione è stata caratterizzata da una distribuzione geografica con un'ampia presenza di investitori domestici (pari al 78,5%). Il titolo è stato collocato al prezzo di 99,739 corrispondente a un rendimento lordo dello 0,388%, pari a 78 punti base sull'Euribor a 6 mesi.

### 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.

## Focus

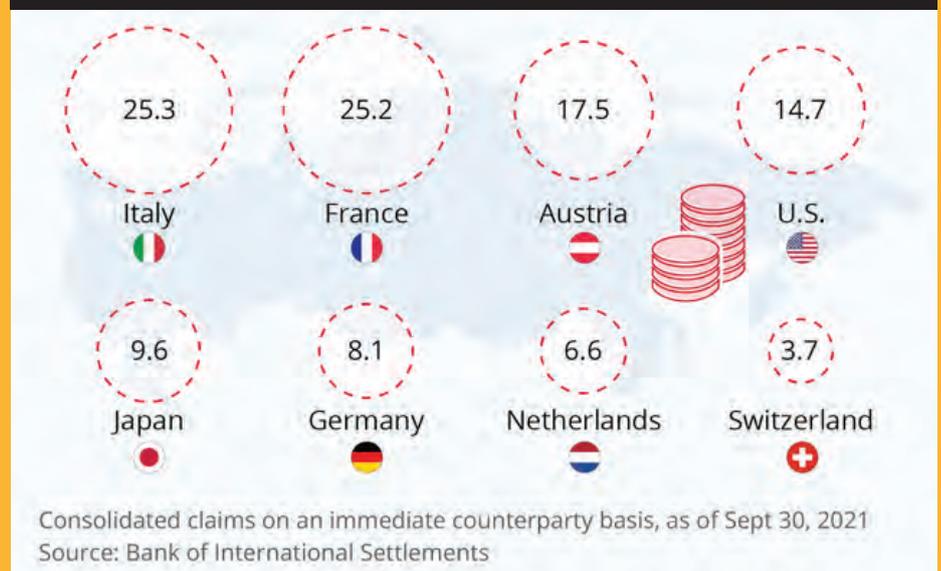
### L'ESPOSIZIONE BANCARIA ITALIANA NEL MERCATO FINANZIARIO RUSSO

Secondo il FMI, l'insolvenza del debito pubblico russo non è più improbabile, poiché l'economia del paese è colpita dalle sanzioni e da altri controlli internazionali, in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte delle forze russe alla fine di febbraio. Il debito russo è stato declassato dalle principali agenzie di rating, segnalando così che un default potrebbe essere imminente. Tuttavia, il FMI non ritiene che un default russo avrebbe un forte effetto a catena sull'economia globale, poiché l'esposizione delle banche internazionali al debito russo è relativamente bassa. A settembre 2021 l'esposizione al debito russo era più alta in Italia e Francia, con oltre \$25 miliardi ciascuno. In Austria e negli Stati Uniti, l'esposizione era rispettivamente di \$17,5 miliardi e \$14,7 miliardi. Uno dei motivi per cui l'Austria è in cima alla classifica è perché una delle più grandi banche del paese, Raiffeisen, ha una filiale russa molto attiva, che è una delle parti più redditizie dell'azienda.

Secondo uno studio di Credit Suisse, UniCredit è la banca italiana più esposta verso la Russia, nonché terza a livello europeo dopo Raiffeisen Bank International e Société générale. Nonostante la guerra in Ucraina e le sanzioni internazionali a Mosca, l'istituto ha confermato il dividendo agli azionisti di 1,2 miliardi e anche il riacquisto di azioni fino a 2,58 miliardi. L'esposizione in Russia vale l'1,3% delle attività complessive di UniCredit. Come comunicato dalla banca, "UniCredit Bank Russia ha una posizione creditoria autofinanziata di 7,8 miliardi di euro a fine 2021, RWA di 9,4 miliardi di euro e un patrimonio netto di 2,5 miliardi di euro. Al netto delle coperture sui cambi, la nostra esposizione diretta a UniCredit

#### Where banks have most outstanding debt from Russia

Biggest outstanding amount on resident of Russia, by country of foreign bank (in billion U.S. dollars)



Fonte: Statista.com.

Bank Russia si riduce a circa 1,9 miliardi di euro". "Le controparti impattate dalle sanzioni", ha aggiunto, "rappresentano meno del 5% della esposizione cross border complessiva".

In maniera non troppo diversa da UniCredit, anche Intesa Sanpaolo, che gestisce da sola oltre la metà delle relazioni commerciali tra Russia e Italia, non ha mostrato ripensamenti sulle sue attività in Russia. Possiede nel paese asset per 1 miliardo di euro. La compagnia assicurativa Assicurazioni Generali ha annunciato venerdì 4 marzo la chiusura del suo ufficio a Mosca e l'uscita dal consiglio di Ingosstrakh, una delle principali società di assicurazione del paese, di cui possiede una quota di minoranza del 38,5%.

## INFLAZIONE



- ▶ Inflazione in aumento per il nono mese consecutivo.
- ▶ Dopo gli energetici, ora i rincari si estendono al carrello della spesa.
- ▶ Maggiore stabilità nel comparto dei servizi.

In seguito all'incremento dei prezzi delle materie prime iniziato nella primavera 2020, l'inflazione mensile ha raggiunto valori mai visti dall'ingresso dell'Italia nella UEM. Dopo la fase di leggero rallentamento in gennaio, che lasciava presagire l'avvio di un percorso di rientro, l'inflazione ha ripreso a crescere a causa della guerra in Ucraina e a tutto ciò che ne consegue (scarsità e aumento di alcune materie prime, ecc). Dai mercati internazionali, i rincari di prodotti energetici, petrolio, gas e derivati, hanno iniziato a trasferirsi sui prezzi alla produzione, praticati sui mercati domestici. A risentirne è, ormai, il cosiddetto carrello della spesa che, in marzo, accelera di quasi un punto percentuale.

### La guerra fa galoppare l'inflazione

Nel mese di marzo 2022, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'area euro è stata pari a +7,5%, in aumento rispetto a +5,9% di febbraio. A livello italiano la stima dell'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra un aumento del 2,6% su base mensile e del 7,0% su base annua (da +6,2% del mese precedente).

## Beni energetici: prezzi doppi rispetto a un anno fa

Secondo le stime preliminari, nel mese di marzo 2022 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dell'1,2% su base mensile e del 6,7% su base annua (da +5,7% del mese precedente). L'accelerazione dell'inflazione su base tendenziale è dovuta anche questo mese prevalentemente ai prezzi dei beni energetici (la cui crescita passa da +45,9% di febbraio a +52,9%), in particolare a quelli della componente non regolamentata (da +31,3% a +38,7%), e, in misura minore, ai prezzi dei beni alimentari, sia lavorati (da +3,1% a +4,0%) sia non lavorati (da +6,9% a +8,0%) e a quelli dei beni durevoli (da +1,2% a +1,9%); i prezzi dei beni energetici regolamentati continuano a essere quasi doppi di quelli registrati nello stesso mese dello scorso anno (+94,6%, come a febbraio). I servizi relativi ai trasporti, invece, registrano un rallentamento (da +1,4% a +1,0%).

## Più contenuta l'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi)

L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, accelera da +1,7% a +2,0% e quella al netto dei soli beni energetici da +2,1% a +2,5%. Su base annua accelerano in misura ampia i prezzi dei beni (da +8,6% a +10,2%), mentre quelli dei servizi rimangono stabili (+1,8%); si allarga quindi il differenziale inflazionistico negativo tra questi ultimi e i prezzi dei beni (da -6,8 punti percentuali di febbraio a -8,4). Accelerano sia i prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona (da +4,1% a +5,0%) sia quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto (da +5,3% a +6,9%). L'aumento congiunturale dell'indice generale è dovuto, per lo più, ai prezzi dei beni energetici non regolamentati (+8,9%) e in misura minore dei beni alimentari lavorati (+1,0%), dei servizi relativi ai trasporti (+0,9%), dei beni durevoli (+0,7%) e degli alimentari non lavorati (+0,6%). L'inflazione acquisita per il 2022 è pari a +5,3% per l'indice generale e a +1,6% 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.