

# Scenario Macroeconomico

**Direzione Studi e Ricerche**

Dicembre 2020

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## Scenario Macroeconomico

### Indice

#### Verso il superamento della crisi pandemica

Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici

#### Stati Uniti: inizio dei Venti ruggenti?

#### Area euro: ultimo giro di giostra prima della ripresa

La piena ripresa dalla crisi pandemica potrebbe richiedere ancora un anno

Inflazione: sarà una lenta ripresa

BCE: verso un altro anno di forte stimolo monetario intenso

Germania: l'impatto della seconda ondata pandemica sarà più modesto

Francia: rimane alta l'incertezza nel breve periodo

Italia: rischi ancora al ribasso sul primo semestre

Spagna: ripresa robusta ma parziale nel 2021

Paesi Bassi: la seconda ondata allontana la ripresa

#### Asia

Giappone: curva della pandemia di nuovo in rialzo, curva della crescita sostenuta temporaneamente dalla politica fiscale

Cina: sostegno ai consumi e ritorno al controllo del rischio finanziario nel 2021

India: una ripresa con il freno tirato

#### Materie prime: verso il regime post-pandemico

Previsioni per l'universo delle materie prime

#### Mercati valutari: crescita e differenziali di tasso torneranno a essere i fattori trainanti

#### dopo la pandemia

15 dicembre 2020

2

5

Nota Trimestrale

7

Direzione Studi e Ricerche

11

11

14

Macroeconomic and Fixed Income Research

16

19

23

27

Luca Mezzomo

33

Economista

37

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

40

Paolo Mameli

40

Economista - Italia

44

Aniello Dell'Anno

48

Economista - Area euro

52

Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

54

Asmara Jamaleh

Economista - Mercati Valutari

57

International Economics

Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

## Verso il superamento della crisi pandemica

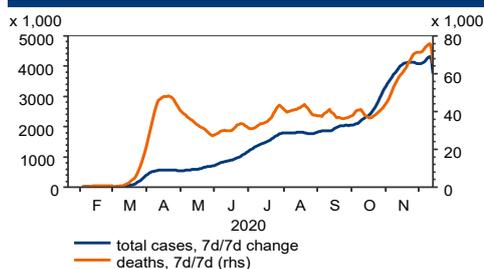
Le notizie sull'efficacia dei vaccini contro il SARS-Cov-2 fanno sperare in una ripresa sostenuta dal secondo semestre 2021. Prima di allora, l'andamento dell'economia rischia di essere ancora volatile e dipendente dal succedersi di ondate di contagio, soprattutto in Europa. Sarà l'Asia a trainare la ripresa dell'economia globale.

L'andamento dell'economia globale resta fortemente condizionato dalla pandemia di COVID-19, anche se in modo molto più differenziato geograficamente rispetto alla fase iniziale della crisi epidemica. Il rimbalzo dell'attività economica avvenuto tra maggio e settembre è stato il riflesso dell'alleggerimento delle misure restrittive introdotte per frenare i contagi. La riaccelerazione autunnale dei contagi è avvenuta sia in Nord America, sia in Europa, mentre non si è manifestata in Asia (che, invece, ha avuto un picco estivo). In Europa, dove in estate i contagi si erano quasi azzerati, fra settembre e novembre diversi governi hanno reintrodotto misure restrittive per evitare la crisi del sistema sanitario. Nelle Americhe, dove la circolazione del virus è sempre rimasta vivace, l'accelerazione autunnale è avvenuta più tardi, ed è stata affrontata con misure di natura locale, con scarso impatto sulla mobilità sociale.

La seconda ondata della pandemia sta avendo ripercussioni economiche molto più limitate rispetto alla prima. In primo luogo, ha risparmiato l'Asia; l'economia cinese, che a inizio 2020 era stata bloccata dalle misure sanitarie, ora sta crescendo vigorosamente. Secondariamente, i governi che controllano la pandemia mediante misure di confinamento hanno optato per misure più selettive; ciò sia perché alcune limitazioni non sono più necessarie grazie all'adattamento dei luoghi di lavoro, sia perché si è rinunciato a conseguire progressi altrettanto rapidi e radicali rispetto a quelli osservati la scorsa estate. Infine, il miglioramento dei trattamenti terapeutici e della diagnostica, oltre al rafforzamento delle strutture sanitarie, consente di gestire una diffusione del contagio superiore, e più a lungo.

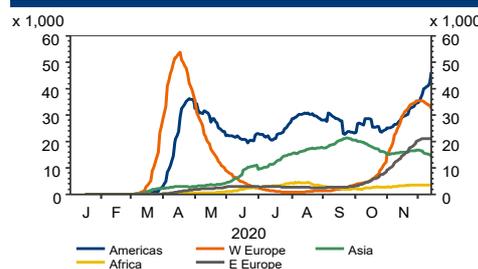
Nel breve termine, il contagio ha superato il picco in Europa e dovrebbe continuare a recedere per qualche settimana, mentre negli Stati Uniti il picco dovrebbe essere superato tra breve grazie alle misure sanitarie ora in via di adozione. Tuttavia, l'allentamento delle misure restrittive che è velocemente seguito al miglioramento dei dati rende probabile una nuova riaccelerazione dei contagi a inizio 2021, con la possibile necessità di reintrodurre misure restrittive da febbraio. Perciò, l'andamento dell'attività economica resterà volatile anche nel primo semestre 2021.

**COVID-19: nuovi casi in crescita, record di decessi a livello mondiale**



Fonte: OurWorldInData

**La seconda ondata è un fenomeno molto europeo**



Fonte: nostri calcoli su dati OMS. Per ogni aggregazione, vengono considerati i 9 stati più popolosi per i quali sono disponibili dati

### Lo sviluppo dei vaccini riduce l'incertezza

Oltre il breve termine, le prospettive sono state radicalmente migliorate dalle notizie molto positive sull'efficacia di alcuni vaccini. I vaccini già approvati censiti da RAPS sono 6: tre di tipo tradizionale in Cina (CoronaVac, BBIBP-CorV e Sinopharm), due in Russia (Sputnik V, EpiVacCorona) e uno a m-RNA in Regno Unito, Canada e presto UE (BNT162b2 di Pfizer-BioNTech-Fosun Pharma). Almeno altri 6 progetti sono arrivati alla fase 3 di test, e alcuni di essi potrebbero

Luca Mezzomo

**Confermati i timori di una seconda ondata pandemica...**

**...ma l'andamento è geograficamente molto diversificato, e le misure di contenimento più blande**

**In Europa, è probabile che i contagi tornino a riaccelerare a inizio 2021, dopo una breve pausa**

essere presto approvati dalle autorità di vigilanza farmaceutica in Europa e Stati Uniti. Piani nazionali di vaccinazione sono già stati annunciati da diversi governi.

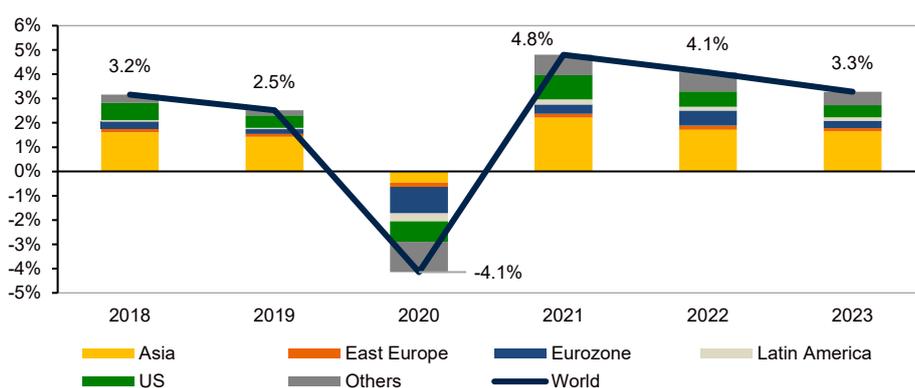
Nella migliore delle ipotesi, occorrerà gran parte del 2021 prima che la disponibilità di vaccini sia tale da far conseguire l'immunità di gregge alle popolazioni dei paesi avanzati di Europa e Nord America (obiettivo che potrebbe richiedere una copertura del 60-70%) ed è improbabile che l'obiettivo di immunizzare la popolazione mediante vaccini sia perseguito nel prossimo biennio nei paesi emergenti. Dare la priorità ai soggetti più suscettibili di sviluppare forme gravi della malattia, e quindi più a rischio di richiedere trattamenti sanitari intensivi, può consentire di ridurre molto più rapidamente l'impatto delle ondate di contagio sui sistemi sanitari. Tuttavia, se globalmente la popolazione anziana (>65 anni) rappresenta il 13% del totale, nei paesi avanzati tale quota è più che doppia: 23% negli Stati Uniti, 45% in Giappone, 31% nell'Eurozona. Perciò, anche dando la priorità agli anziani, occorreranno diversi mesi prima che le nuove ondate di contagio possano essere gestite senza misure restrittive.

Anche la vittoria di Joe Biden alle elezioni presidenziali americane contribuisce a ridurre l'incertezza di scenario. L'amministrazione Trump era associata a un generale aumento dell'incertezza sulle politiche economiche, in particolare (ma non soltanto) quelle commerciali, anche per la natura ondivaga e imprevedibile del Presidente. L'insediamento di Biden, a maggior ragione se il Senato continuerà a essere controllato dai Repubblicani, dovrebbe sancire un ritorno alla situazione pre-Trump nelle relazioni internazionali – in particolare, una maggiore propensione al multilateralismo.

### La previsione economica nello scenario principale

Lo scenario principale è basato sulla ipotesi che si manifesti una blanda terza ondata pandemica, con qualche ripercussione economica soprattutto in Europa fra primo e secondo trimestre, ma che successivamente si avvii un graduale processo di normalizzazione anche nei settori soggetti alle maggiori restrizioni (turismo, viaggi, ristorazione). Le politiche monetarie restano molto accomodanti, anche se non ci aspettiamo nuovi stimoli né nell'Eurozona, né negli Stati Uniti. Le politiche fiscali continuano a essere orientate al sostegno della domanda, anche se i deficit pubblici calano grazie al rientro di molte misure emergenziali non più necessarie e agli effetti della ripresa economica su entrate tributarie e spesa sociale.

### Crescita del PIL mondiale e contributi per area



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo. L'aggregato è in US\$, a cambi e prezzi fissi

Come mostra il grafico soprastante, prevediamo una crescita mondiale di 4,8% nel 2021, che compenserebbe il calo del 2020 (-4,1%) e riporterebbe il PIL aggregato ai livelli pre-crisi. Le esportazioni di beni dovrebbero rimbalzare del 7% circa, a prezzi costanti, consentendo di recuperare i livelli pre-crisi di interscambio globale alla fine del 2021. La ripresa è geograficamente disomogenea: il maggiore contributo verrebbe dall'Asia e dagli Stati Uniti,

**La prospettiva che la fascia di popolazione a rischio sia immunizzata riduce i rischi negativi dal secondo semestre 2021**

**Lo scenario di base ipotizza uno sviluppo relativamente benigno della pandemia, e perduranti stimoli fiscali e monetari**

**La ripresa sarà trainata da Asia e Stati Uniti**

mentre l'Eurozona compenserebbe soltanto in parte le perdite del 2020. Si badi che la variazione media annua include un forte effetto di trascinamento legato alla ripresa già verificatasi nel secondo semestre 2020. La quota del PIL mondiale attribuibile ai paesi emergenti continuerà a salire, dal 39% del 2020 a 39,4% del 2021.

L'inflazione risalerà nei paesi avanzati dall'1,0% del 2020 all'1,4%, ma ciò soprattutto grazie a effetti base e alla ripresa delle quotazioni petrolifere (circa 7 dollari in più nel 2021 rispetto al 2020). La dinamica di fondo resterà pressoché stabile. Dal lato dell'offerta, i timori di sconvolgimento delle catene produttive a causa della pandemia si sono rivelati privi di fondamento; non ci sono segnali di distruzione di capacità produttiva nel manifatturiero, mentre nei segmenti dei servizi più colpiti (dove la selezione delle imprese più fragili è destinata ad accelerare con la continuazione delle restrizioni e il ridimensionamento del sostegno finanziario dei governi) la ricostituzione può essere molto rapida. Né la pandemia sta avendo effetti significativi sulla forza lavoro, essendo la mortalità fortemente concentrata nelle fasce di età più anziane. A fronte di qualche aumento dei costi dovuto alle misure sanitarie, le imprese fronteggiano un livello di domanda complessivamente più debole, sebbene con grande varianza settoriale, e minori possibilità di trasferire gli aumenti dei costi ai prezzi finali. Stimiamo che l'indice dei prezzi al consumo al netto dell'energia crescerà di 1,7% negli Stati Uniti, di 1,2% nell'Eurozona, mentre ci aspettiamo che non vari in Giappone. Nel Regno Unito potrebbe verificarsi qualche pressione al rialzo temporanea più marcata per effetto dell'aumento dei dazi e per la possibile svalutazione della sterlina.

Le prospettive di inflazione potrebbero modificarsi con il riassorbimento degli effetti della crisi pandemica sulla domanda. Il livello pre-crisi del PIL è già stato superato in Cina, sarà raggiunto dagli Stati Uniti nel 3° trimestre 2021 e dall'Eurozona nel 2° o 3° trimestre 2022. Tuttavia, per lungo tempo il livello della domanda aggregata resterà inferiore, e quello della disoccupazione superiore, ai livelli attesi prima della pandemia. Il tasso di disoccupazione medio globale non ritornerà ai livelli pre-crisi prima di inizio 2022.

Le banche centrali stanno segnalando disponibilità ad accettare tassi di inflazione superiori agli obiettivi annunciati quale compensazione per il precedente periodo di inflazione troppo bassa: per quanto detto, tuttavia, la questione difficilmente si porrà nel 2021. Un altro problema è la crescente dipendenza dei governi dei paesi avanzati da un regime di tassi reali di interesse bassi per garantire la sostenibilità del debito, fattore che sta creando i presupposti per un conflitto fra banche centrali e autorità politiche. In un futuro più lontano, l'eccesso di liquidità creato dai programmi di acquisto di attività finanziarie delle banche centrali potrebbe generare domanda aggregata finanziando l'espansione delle passività finanziarie di imprese e famiglie; ma il rischio di instabilità finanziaria potrebbe insorgere prima rispetto al rischio di eccessiva dinamica dei prezzi.

### **I rischi: verso il basso nel breve termine, verso l'alto successivamente**

Nella sezione sull'Eurozona di questo rapporto, faremo riferimento a una simulazione di terza ondata pandemica. La simulazione citata riguarda prettamente lo scenario europeo e le ricadute sul resto del mondo sono relativamente modeste: il livello del PIL globale risulta inferiore di 4 decimi di punto nel secondo trimestre 2021, divario che viene riassorbito per metà entro un anno. Il volume del commercio mondiale risulta più basso di 0,7%, con gli effetti massimi tra fine 2021 e inizio 2022.

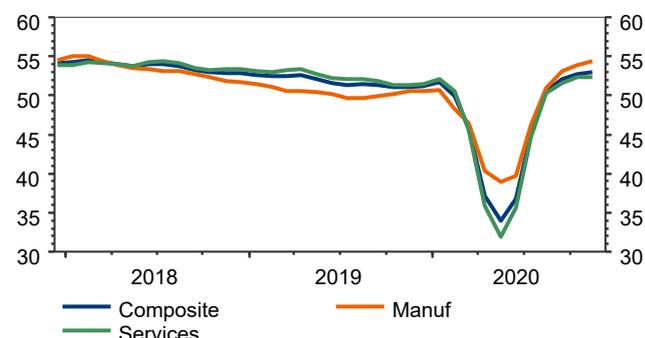
Un altro rischio è costituito dalla possibilità che l'uscita del Regno Unito dal mercato unico sia caratterizzata da impatti più pesanti del previsto sull'interscambio con l'Unione Europea. Lo scenario include già effetti negativi dell'innalzamento delle barriere doganali, con aumento di barriere non tariffarie e dazi sui flussi commerciali e un impatto significativo sulla crescita prevista per Regno Unito e, soprattutto, Irlanda (che recupera i livelli pre-crisi soltanto a inizio 2023).

**La ripresa delle quotazioni petrolifere e gli effetti base spiegano la modesta risalita dell'inflazione**

**Malgrado l'espansione di moneta e credito, il livello della domanda aggregata resterà a lungo inferiore ai livelli previsti prima della crisi pandemica, e ci vorrà tempo per assorbire gli effetti occupazionali**

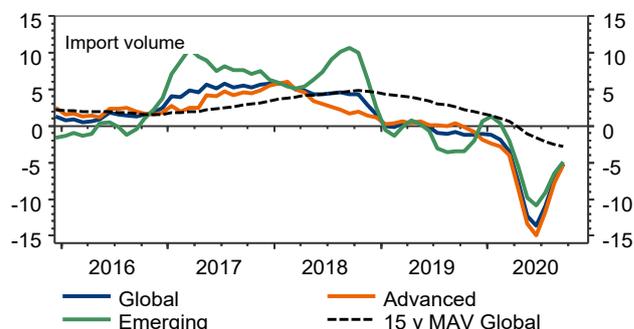
**Le Tendenze dell'economia mondiale in 10 grafici**

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



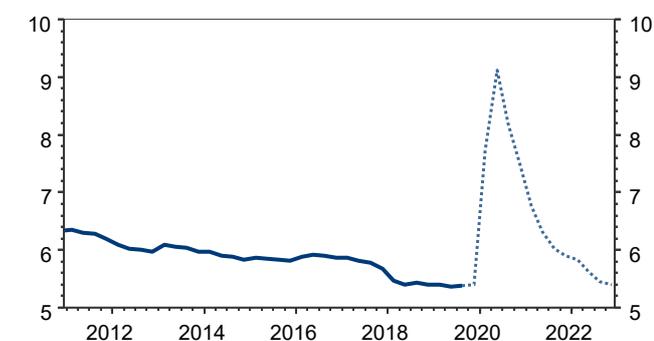
Fonte: Markit Economics, Refinitiv-Datastream Charting

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



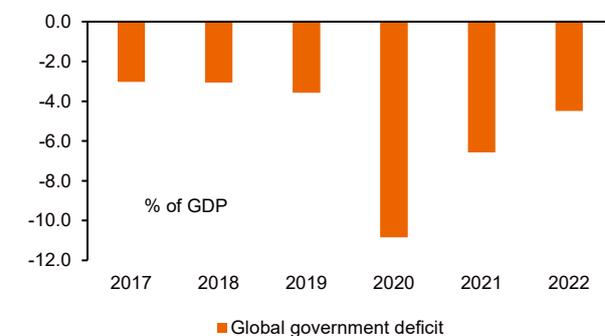
Fonte: CPB World Trade Monitor, Refinitiv-Datastream Charting

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



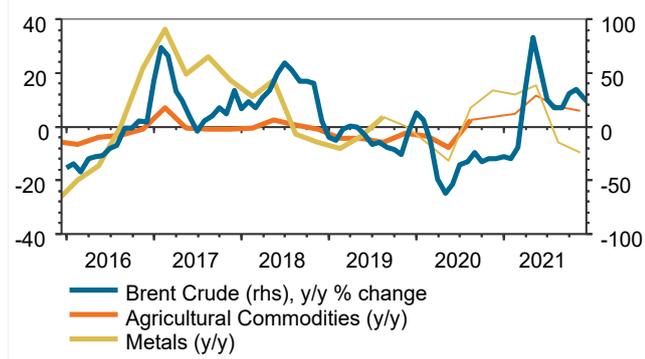
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo attraverso modello Oxford Economics.

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



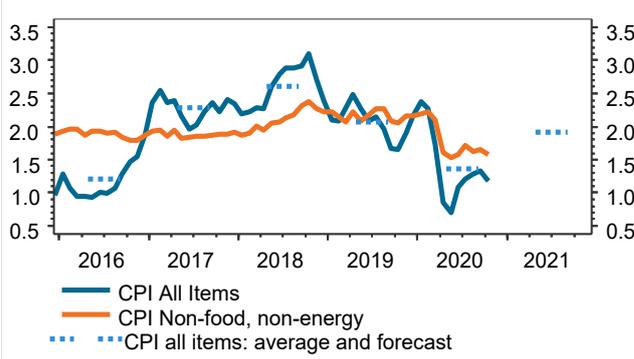
Nota: in percentuale del PIL; calcolato aggregando i saldi del settore pubblico di 80 paesi; proiezioni coerenti con lo scenario base. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – analisi macroeconomica

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



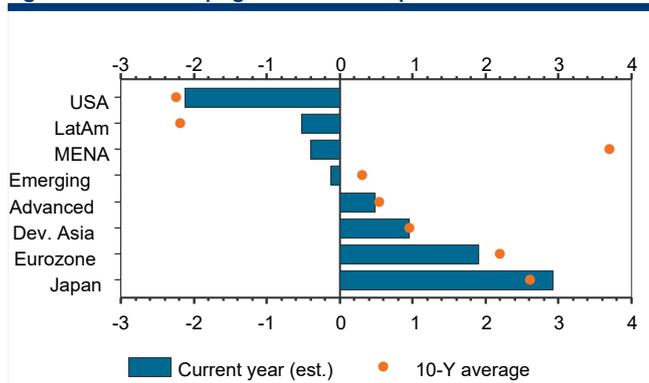
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



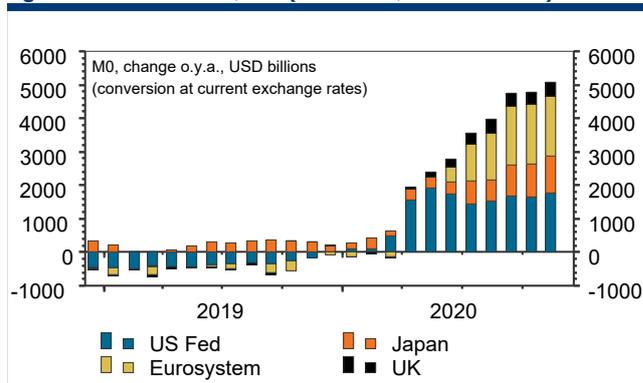
Fonte: OECD, Oxford Economics

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



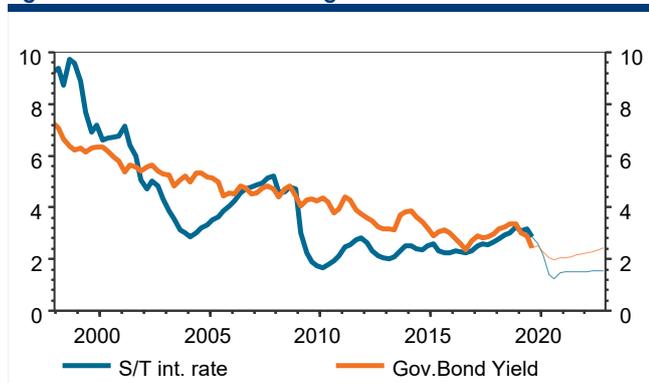
Fonte: dati e stime del FMI, via Refinitiv-Datastream Charting

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



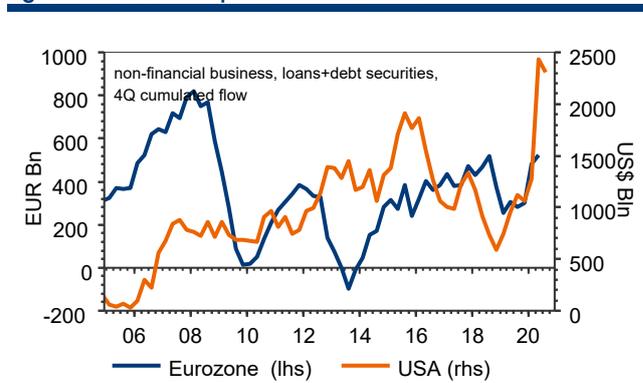
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, Banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

**Fig. I – Tassi di interesse – media globale**



Nota: L'aggregato include 44 paesi fra avanzati ed emergenti.  
Fonte: Refinitiv-Datastream Charting e Oxford Economics

**Fig. J – Credito alle imprese non finanziarie**



Fonte: Refinitiv-Datastream Charting, BCE (integrated sector accounts), Federal Reserve (Flow of Funds)

**La crescita economica per area geografica**

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Stati Uniti	2.2	-3.5	4.2	3.3	2.2
Giappone	0.3	-5.1	3.3	2.5	1.4
Area euro	1.3	-7.1	4.5	3.6	1.7
Europa Orientale	2.8	-3.9	3.7	4.0	2.9
America Latina	1.1	-6.7	4.7	3.7	3.4
OPEC	-1.7	-8.0	3.6	3.6	3.4
Cina	6.1	2.1	7.8	5.7	5.6
India	4.9	-7.5	8.5	5.2	6.0
Africa	3.9	-2.6	3.6	4.4	4.1
<b>Crescita mondiale</b>	<b>2.8</b>	<b>-4.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>

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

## Stati Uniti: inizio dei Venti ruggenti?

Il 2020 si chiude con l'incubo della terza ondata di COVID-19 e delle sue ripercussioni sul quadro sanitario e sull'economia. Ma il 2021 si aprirà all'insegna delle vaccinazioni di massa e dell'aspettativa di un boom di crescita spinto dal ritorno a una normalità pre-COVID entro l'estate. Lo scenario del 2021 è positivo grazie alla combinazione attesa di controllo della pandemia, boom dei consumi finanziati dal risparmio elevato e politiche economiche sempre espansive.

Il 2020 è stato segnato da eventi di portata storica su tre fronti: per la sanità, una **pandemia fuori controllo**; per l'economia, una **recessione di profondità senza precedenti** e per la politica un **aumento drammatico della polarizzazione**, con tensioni sociali e un'elezione che ha ulteriormente spaccato il paese. Lo scenario per il 2021 ha invece delle premesse positive su tutti e tre i fronti aperti nel 2020: l'arrivo dei **vaccini** dovrebbe portare sotto controllo la pandemia, l'economia dovrebbe registrare una **forte accelerazione della crescita** conseguente alla normalizzazione sanitaria, alla disponibilità di un'ingente massa di risparmio e a politiche economiche sempre espansive; infine, la **politica** dovrebbe essere gestita con toni concilianti, **senza grandi riforme ma anche senza ulteriori spaccature**.

Sulla base della svolta attesa per i tre campi di battaglia del 2020, le previsioni per l'anno che finisce e per i due successivi sono nettamente diverse. **Il 2020 dovrebbe chiudersi con una crescita annua a -3,5%, mentre per il 2021 e il 2022 prevediamo una forte accelerazione**, guidata dai consumi, con variazioni annue di 4,2% e 3,3%, rispettivamente. A differenza di quanto avvenuto dopo la grande recessione, che era stata seguita da un rapido rientro delle misure espansive, sia fiscali sia monetarie, in questi anni Venti **le politiche economiche dovrebbero restare accomodanti a oltranza, con un effetto di rafforzamento della ripresa**.

Di conseguenza, l'**inflazione** dovrebbe essere su un trend in rialzo, spinta da pressioni verso l'alto sui prezzi con diverse origini: offerta frenata da strozzature conseguenti alle ristrutturazioni del 2020 e alle modifiche alle catene globali del valore; domanda sostenuta dalla compressione del 2020 (soprattutto per servizi) e dall'elevato risparmio, persistente espansione monetaria e fiscale, rafforzata dal nuovo framework operativo della Fed con un obiettivo sull'inflazione media.

**Pandemia: esplosione nel 2020, controllo nel 2021?** L'incapacità (o la mancata volontà) politica di controllare la pandemia nel 2020 lascia gli USA con il record mondiale di contagi e decessi. La terza ondata è tuttora fuori controllo, ma entro metà dicembre la Food and Drug Administration dovrebbe avere approvato due vaccini (Pfizer/BioNTech e Moderna) e successivamente dovrebbe valutare quello di AstraZeneca. Gli USA hanno acquistato preventivamente 100 mln di dosi da Pfizer, fra 85 e 100 mln di dosi da Moderna, 500 mln di dosi da AstraZeneca. Questo dovrebbe permettere di vaccinare circa 100 mln di persone nel giro di qualche mese e altri 250 mln in caso il vaccino di AstraZeneca ricevesse l'approvazione a inizio 2021, in attesa della disponibilità di altri vaccini in fase di studio avanzata. L'obiettivo di vaccinare gran parte della popolazione adulta entro la tarda primavera o al più tardi l'estate appare realistico. Secondo un'indagine di Gallup, la percentuale di adulti disposti a vaccinarsi è in rialzo a 63% a fine novembre, da un minimo di 50% a settembre. Questo sarebbe **sufficiente per riportare la vita agli standard pre-COVID?** Secondo The Lancet <sup>1</sup>, per ottenere un'**immunità di gregge** con un tasso di riproduzione R0 per COVID-19 sui livelli pre-lockdown (2,5-3,5) e un'efficacia dei vaccini in linea con i risultati di Pfizer e Moderna (90-95%), si dovrebbe vaccinare circa il 70% della popolazione, una percentuale non molto lontana dalle preferenze individuali registrate finora.

Giovanna Mossetti

**I tre campi di battaglia del 2020 (sanità, economia e politica) dovrebbero invertire rotta nel 2021-22**

**Boom della crescita nel prossimo biennio, grazie anche alle politiche economiche espansive a oltranza**

**Inflazione in rialzo**

**La pandemia ha fatto a pezzi il 2020, ma la diffusione dei vaccini apre la strada alla svolta economica attesa per il prossimo biennio...**

<sup>1</sup> R. M Anderson et al., Challenges in creating herd immunity to SARS-CoV-2 infection by mass vaccination, The Lancet, Nov. 2020.

**Economia: alla vigilia di un boom dei consumi.** Prescindendo dal deterioramento dei contagi e dalle misure di contenimento prevalenti a dicembre, il quadro economico fino alla prima metà del 4° trimestre era relativamente favorevole, con espansione dell'attività sia nel manifatturiero sia nei servizi, continua crescita dei consumi, riaccelerazione degli investimenti non residenziali e boom di quelli residenziali. L'economia è ancora fragile, con un deficit di circa 11 mln di posti di lavoro e di 4 mln di individui nella forza lavoro rispetto a febbraio, ma ci sono due punti di forza ereditati dal 2020 che faranno da volano alla crescita insieme alla diffusione dei vaccini.

...concentrata sui consumi...

■ Il **risparmio** è su livelli record, grazie alle politiche di sostegno al reddito disponibile e alle restrizioni, volontarie e non, al consumo di servizi. A ottobre, il risparmio era pari a 2,38 tln (13,6% del reddito disponibile), in aumento del 70% rispetto a febbraio. La ripresa dei consumi nella parte centrale del 2020 ha privilegiato i beni, lasciando una domanda repressa per i servizi: prevediamo che questa sia la scintilla che spingerà la crescita, alimentata dal risparmio. Il riequilibrio fra beni e servizi, a favore dei secondi, dovrebbe anche ripristinare la domanda di lavoro nei settori più colpiti, che è rimasta lontana dai livelli pre-pandemia, rendendo anche più sostenibile la crescita e riducendo la dipendenza dal sostegno fiscale.

...e alimentata dal risparmio record e dalla riallocazione fra beni e servizi

■ Le **politiche economiche** straordinariamente espansive non saranno invertite nel prossimo biennio. La politica fiscale attuata nel 2020 ha portato il deficit federale da -4,6% dell'a.f. 2019 a -16% del 2020. Il CBO prevede un graduale rientro del deficit (a legislazione invariata) a un minimo di -4% nel 2027, con successivi aumenti nel resto del decennio. La chiave della politica fiscale futura sta nell'atteggiamento nei confronti del **debito**, previsto in rialzo da 79,2% del PIL nel 2020 a 104,4% nel 2021. Nel prossimo biennio, non sono in previsione manovre di rientro, simili a quelle del 2011-12. Analogamente, sul fronte monetario, i **tassi** dovrebbero essere ancorati a zero fino al 2023, con una possibile riduzione dello stimolo dal 2022 in poi, da attuare con un rallentamento della dinamica degli acquisti. **Questo quadro di policy è cruciale per le nostre previsioni di crescita circa doppia rispetto al potenziale nel 2021-22.**

Le politiche economiche resteranno espansive, al contrario di quanto avvenuto dopo la grande recessione

**Politica: un quadro più conciliante, senza Bidenomics.** Il 2020 è stato caratterizzato da un'esasperazione degli eccessi del mandato di Trump. Il 2021-22 dovrebbe essere caratterizzato da uno **spostamento verso il centro**, come indicato dagli elettori, che hanno premiato un candidato non conflittuale e un Congresso lontano da riformismi più "radicali". La probabile convivenza di Biden con un Congresso diviso e una maggioranza ridotta alla Camera implica politiche espansive su vari fronti (ambiente, infrastrutture, sanità) senza stravolgimenti dell'impianto tributario vigente. La politica fiscale resterà probabilmente di supporto alla crescita, con misure mirate a ottenere un consenso indispensabile in vista del 2022.

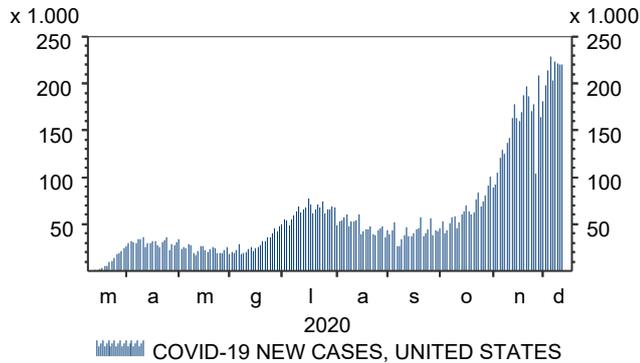
Politica: il voto del 3 novembre ha spinto presidenza e Congresso verso il centro

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020	2021p				2022p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti ,a/a)	-3.5	4.2	3.3	2.3	0.3	-9.0	-2.9	-2.6	-0.6	10.4	3.9	3.8	3.9
- trim./trim. annualizzato				2.4	-5.0	-31.4	33.1	3.8	3.0	4.5	4.1	3.5	3.5
Consumi privati	-3.9	4.6	3.7	1.6	-6.9	-33.2	40.6	2.5	2.8	5.1	4.5	3.8	3.6
IFL - privati non residenziali	-4.6	4.5	3.6	-0.3	-6.7	-27.2	21.8	4.5	5.5	4.6	5.2	4.5	3.5
IFL - privati residenziali	4.8	8.6	2.0	5.8	19.0	-35.6	62.3	15.0	7.5	1.5	1.9	2.0	2.0
Consumi e inv. pubblici	1.2	0.3	0.4	2.4	1.3	2.5	-4.9	1.2	1.5	0.8	0.3	0.3	0.5
Esportazioni	-13.8	3.4	5.1	3.4	-9.5	-64.4	60.5	2.7	4.5	7.2	8.3	7.0	5.3
Importazioni	-10.5	8.1	4.1	-7.5	-15.0	-54.1	93.1	6.5	5.5	6.1	6.5	5.5	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	1.0	0.1	-0.9	-1.7	-4.3	6.5	2.0	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8										
Deficit Federale (% PIL)	-15.9	-7.7	-6.5										
Debito pubblico (% PIL)	163.9	162.9	161.6										
CPI (a/a)	1.2	2.3	1.7	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.4	2.8	2.5	2.3	1.7
Produzione Industriale (a/a)	-7.2	3.4	3.9	0.1	-1.7	-13.0	9.0	1.1	0.6	0.6	0.8	1.1	1.0
Disoccupazione (%)	8.1	6.3	5.5	3.5	3.8	13.0	8.8	6.7	6.6	6.4	6.3	6.1	5.9

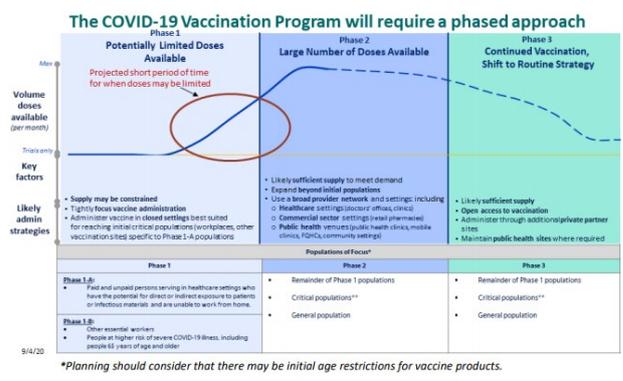
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 - La curva dei nuovi contagi è fuori controllo: COVID-19 è un freno significativo per lo scenario di breve termine**



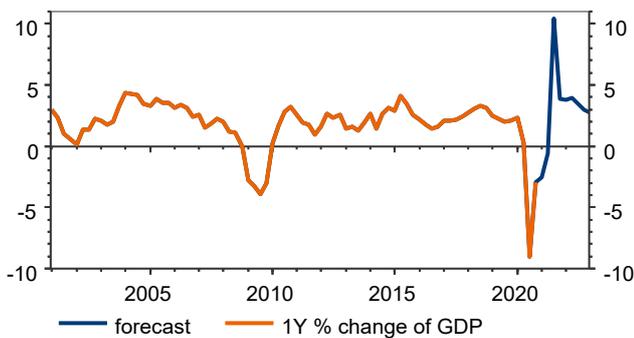
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 - La diffusione dei vaccini cambia il quadro di medio termine**



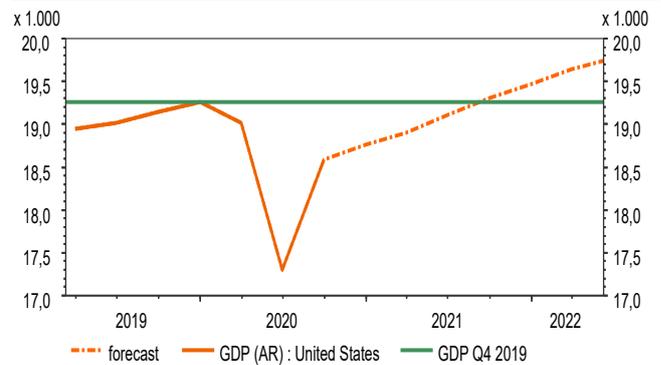
Fonte: CDC, COVID-19 VACCINATION PROGRAM, INTERIM PLAYBOOK FOR JURISDICTION OPERATIONS – October 29, 2020

**Fig. 3 – Venti ruggenti?**



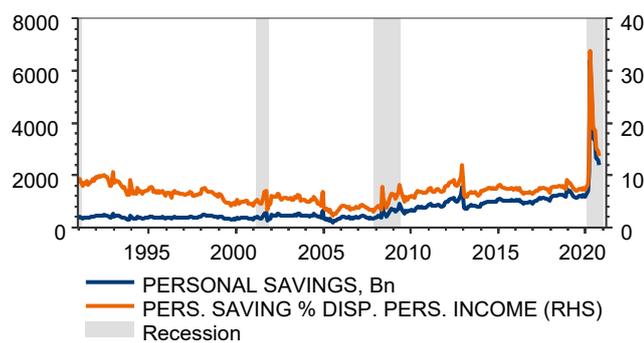
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – PIL sul trend pre-COVID da metà 2021**



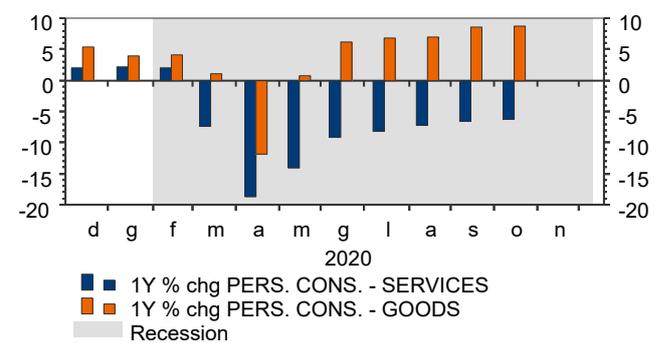
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Esplosione del risparmio...**



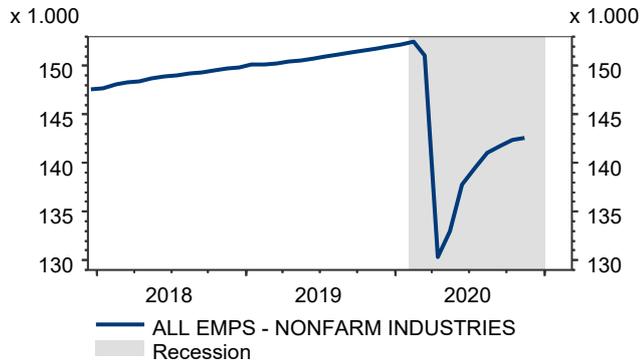
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 - ... ma la domanda di servizi da parte delle famiglie è ancora repressa dalla pandemia**



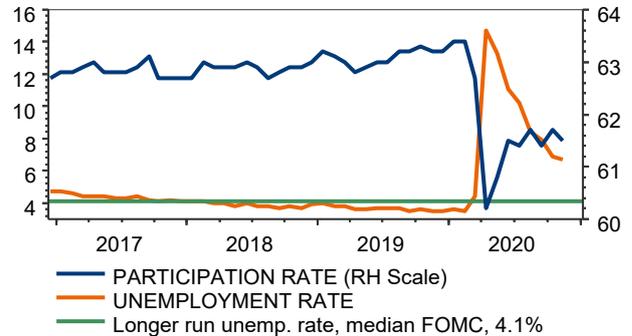
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 - La dinamica dell'occupazione sta rallentando, anche sulla scia del deterioramento del quadro sanitario**



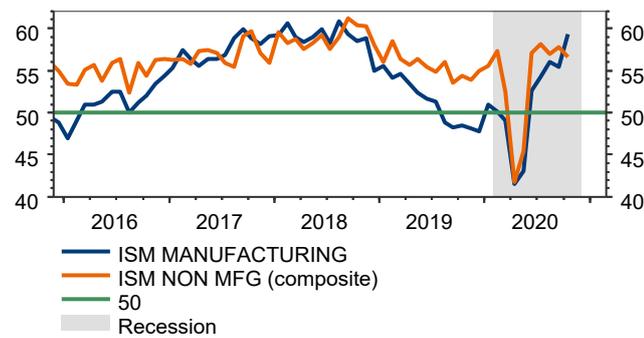
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 - Tasso di disoccupazione a 6,7% a novembre, ma la partecipazione non recupera**



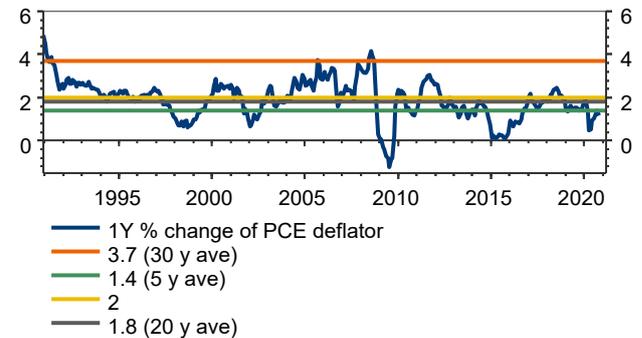
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 - Indici ISM in territorio espansivo da maggio: in arrivo una frenata a fine anno sulla scia della terza ondata di contagi**



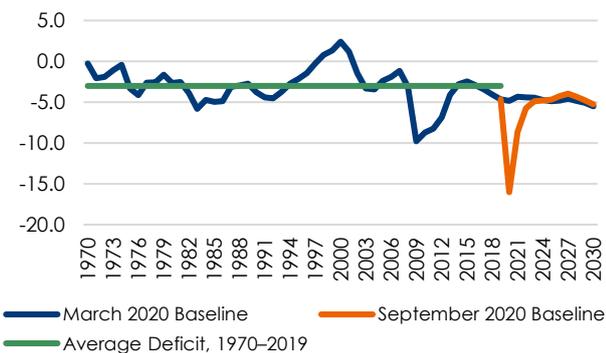
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 - La nuova strategia della Fed con l'obiettivo sull'inflazione media lascia aperte molte possibilità per il futuro dell'inflazione**



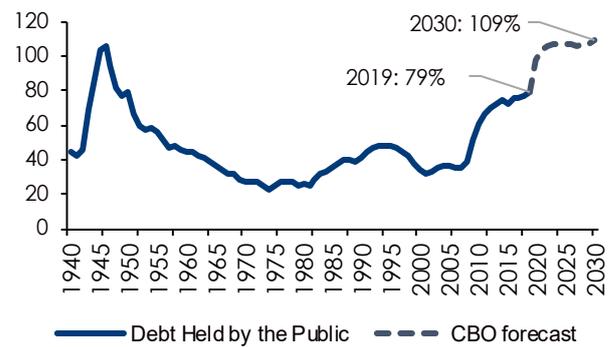
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 11 - Il nuovo sentiero di deficit genera un balzo in quello del debito**



Fonte: Congressional Budget Office, settembre 2020

**Fig. 12 - Debito/PIL verso il 109% nel 2030, con rischi verso l'alto: monetizzazione del debito?**



Fonte: Congressional Budget Office, settembre 2020

## Area euro: ultimo giro di giostra prima della ripresa

Il controllo della seconda ondata pandemica in Europa è stato di nuovo affidato a chiusure e confinamento, anche se le misure sono state più blande rispetto alla primavera. Si prospetta quindi un netto calo del PIL nel 4° trimestre, seguito da un rimbalzo a inizio 2021. La volatilità economica dovrebbe recedere dalla metà dell'anno grazie alla campagna vaccinale. Il livello dei disavanzi pubblici sarà più alto di quanto previsto. L'inflazione salirà esclusivamente per l'effetto base e per la stabilizzazione del prezzo del petrolio. La BCE ha reagito al peggioramento dello scenario con un nuovo allentamento della politica monetaria.

**Luca Mezzomo**  
**Aniello Dell'Anno**

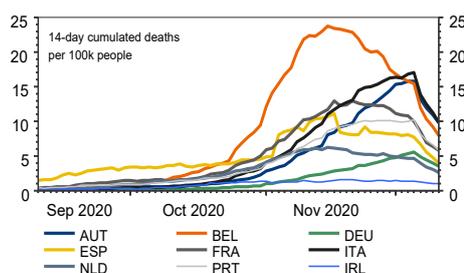
In Europa, la seconda ondata pandemica è iniziata in Spagna in agosto, si è diffusa gradualmente a tutto il continente e ha raggiunto il picco nel mese di novembre. La gran parte dei paesi dell'Eurozona ha introdotto misure restrittive tra ottobre e novembre, sebbene più focalizzate rispetto alla primavera: quasi tutti i governi hanno chiuso la ristorazione e i luoghi di intrattenimento, mentre alcuni paesi (Francia, Belgio, Italia) hanno coinvolto nel fermo anche il commercio al dettaglio. Le restrizioni sono poi state ammorbidite in dicembre, grazie al recedere dei contagi, ma alcuni degli Stati più grandi hanno prorogato le restrizioni sulla ristorazione, e un nuovo giro di vite è stato deciso in alcuni paesi intorno al periodo festivo.

**La 2° ondata sta recedendo, ma una 3° ondata di contagi a inizio 2021 è quasi certezza**

I vaccini dovrebbero abbattere radicalmente il rischio epidemico nel corso del 2021, consentendo la piena riapertura dei settori oggi più soggetti a limitazioni entro l'estate. Secondo le linee guida della Commissione Europea, la distribuzione privilegerà il personale sanitario, i soggetti più a rischio di sviluppare forme gravi della malattia (anziani, persone con patologie croniche), lavoratori essenziali. La priorità assegnata ai soggetti fragili (che rappresentano la grande maggioranza di chi necessita di cure intensive o muore) dovrebbe aumentare la resistenza del sistema sanitario a nuove ondate pandemiche anche in assenza di "immunità di gregge". Tuttavia, i tempi della campagna di vaccinazione sono tali che il rischio di una nuova ondata di contagi alla fine dell'inverno appare probabile, anche se sarà probabilmente più blanda rispetto alla seconda – alla luce dell'allentamento delle restrizioni che sta avvenendo nel periodo pre-festivo. Lo scenario di base considera solo parzialmente tale evento.

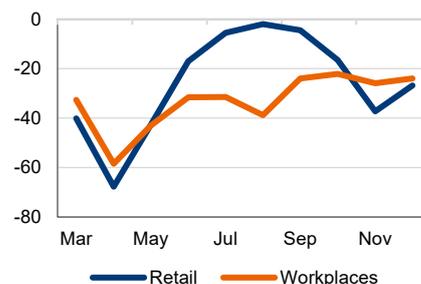
**Da metà 2021 la campagna vaccinale dovrebbe consentire di evitare nuove chiusure**

**Fig. 1 - COVID-19 - Andamento dei decessi nei principali paesi dell'area dell'euro**



Fonte: elaborazioni su dati ECDC

**Fig. 2 - Area euro – indici di mobilità collettiva**



Nota: media mensile degli indici di mobilità (scarto dalla norma) per i 6 maggiori paesi dell'area euro. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati del Google Community Mobility Report

## La piena ripresa dalla crisi pandemica potrebbe richiedere ancora un anno

Il rimbalzo della crescita economica nel 3° trimestre è stato robusto (+12,5% t/t) e ha ridotto la perdita su base annua al 4,3%. Dal lato della domanda, il maggiore contributo è venuto dalla domanda interna, in particolare consumi delle famiglie e investimenti fissi. Dal lato della produzione, i settori più indietro nel recupero dei livelli pre-crisi sono intrattenimento e sport (-10%), servizi professionali, amministrativi e di supporto (-8,1%), commercio, ristorazione e alloggio (-8,2%) e poi l'industria in senso stretto (-5%).

**Il rimbalzo del 3° trimestre è stato superiore alle attese**

Nel 4° trimestre, le restrizioni introdotte per controllare la seconda ondata di contagi potrebbero condurre a una contrazione del PIL nell'ordine di due punti percentuali circa. La minore intensità del calo è dovuta a una combinazione di fattori: (1) la crescita della domanda estera, (2) l'assenza di restrizioni legali per attività edili, manifatturiere e servizi alle imprese, (3) la maggiore selettività delle restrizioni sul commercio. Un rimbalzo nel primo trimestre 2021 appare probabile. Tuttavia, una terza ondata di contagi potrebbe nuovamente frenare la ripresa alla fine del trimestre, riducendo la crescita del secondo quarto 2021. In seguito, l'aumento della quota di popolazione immunizzata grazie alla campagna vaccinale dovrebbe evitare nuove restrizioni, spianando la strada a una ripresa più stabile. Il ritorno ai livelli pre-crisi del PIL dovrebbe avvenire fra il 2° e il 3° trimestre 2022. Guardando alle medie annue, il rimbalzo del 2021 sarà trainato principalmente dalla domanda finale interna (3,5 punti), e in particolare dai consumi delle famiglie; anche le esportazioni nette daranno un contributo positivo di 1,6 punti. Tuttavia, malgrado la ripresa nel 2021 consumi, investimenti in macchinari e attrezzature e anche esportazioni di beni e servizi resteranno ancora sotto i livelli pre-crisi. Una ripresa pressoché completa è prevista soltanto per gli investimenti in costruzioni.

**Si attendono altri 3 trimestri volatili. La ripresa del 2021 sarà parziale per consumi, export di beni e servizi, investimenti in macchinari**

La ripresa del 3° trimestre è stata alimentata soprattutto dalla ripresa delle ore lavorate e della produttività del lavoro, così come il calo precedente. I livelli di attività ancora ampiamente sotto quelli di fine 2019, in particolare in settori che fanno ampio ricorso a contratti temporanei, escludono che la disoccupazione creata dalla crisi pandemica possa essere riassorbita rapidamente: al contrario, ci attendiamo un aumento ulteriore del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi. La piena normalizzazione di turismo, intrattenimento e ristorazione non potrà avvenire prima del 2° semestre 2021, ed è più probabile nel 2022.

**L'impatto della crisi sull'occupazione sarà piuttosto persistente**

La ripresa sarà sostenuta ancora da politiche fiscali relativamente accomodanti. Anche se il deficit aggregato è previsto in riduzione dall'8,4% del PIL al 6,2%, infatti, la variazione è dovuta esclusivamente al venir meno delle misure di emergenza e all'effetto della ripresa economica sulle entrate tributarie e contributive. La Commissione Europea ha stimato che, al netto di tali componenti, le politiche fiscali restano espansive. Nel corso del 2021, alla componente domestica dello stimolo fiscale si aggiungerà l'avvio dei programmi di spesa connessi a NGEU (Next Generation EU). Il 10 dicembre è stato superato lo stallo legato al veto di Polonia e Ungheria, sicché il prossimo anno dovrebbe essere sbloccato il prefinanziamento del 10% dei piani nazionali di ripresa e resilienza. I flussi andranno in parte a finanziare nuovi programmi, con effetti positivi sulla domanda aggregata dei prossimi anni.

**Politiche fiscali ancora favorevoli nel 2021. Sbloccato NGEU**

**Confronto fra scenario di base e scenario negativo, 2020-22**

		Scenario di base			Scenario negativo	
		2020	2021	2022	2021	2022
PIL	var.ne % a/a	-7.1	4.5	1.7	2.6	4.3
Inflazione (IPCA)	var.ne % a/a	0.3	1.0	1.6	0.8	1.3
Occupazione	var.ne % a/a	-1.9	0.3	1.3	-0.2	1.5
Tasso di disoccupazione	%	8.0	8.6	8.2	9.0	8.2
Saldo settore pubblico/PIL	% del PIL	-8.4	-6.2	-2.9	-6.7	-3.3
Partite correnti	% del PIL	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3

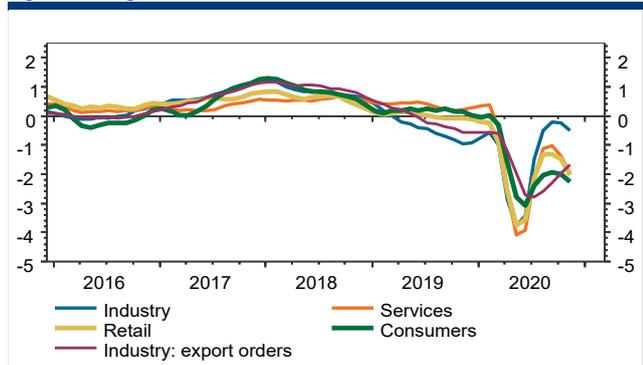
Nota: lo scenario negativo ipotizza che una nuova ondata epidemica interrompa la fase di ripresa dei maggiori paesi europei alla fine del 1° trim. 2021. Segue un rimbalzo fra 2° e 3° trimestre 2021 che compensa quasi interamente lo scarto. In seguito, la crescita è identica allo scenario di base. Fonte: Intesa Sanpaolo – Analisi Macroeconomica

Come detto sopra, lo scenario di base incorpora soltanto in parte gli effetti di una possibile terza ondata di contagi, ipotizzando soltanto un rallentamento della crescita congiunturale nel 2° trimestre 2021. Abbiamo però simulato uno scenario alternativo che ipotizza una nuova imposizione di restrizioni nel mese di marzo 2021, seguito da un rimbalzo più marcato dal 3° trimestre. Da questo punto di vista, lo scenario differisce marcatamente dallo scenario "severo" della BCE, che include anche l'ipotesi del mantenimento di misure restrittive fino al 2021 e assume quindi una ripresa successiva più lenta, oltre che una caduta del PIL più pesante anche nel 4°

**Scenari alternativi**

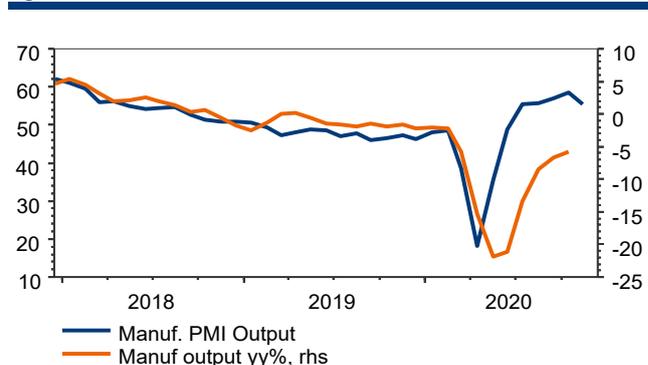
trimestre 2020. Come mostra la tabella soprastante, lo scenario di terza ondata ridurrebbe la crescita media annua 2021 al 2,6%, ma comporterebbe un incremento della proiezione 2022 grazie agli effetti di confronto statistico. L'impatto occupazionale negativo sarebbe comunque transitorio. Il saldo del settore pubblico peggiorerebbe di circa mezzo punto nel 2021, e di 3 decimi nel 2022.

**Fig. 3 – Indagine di fiducia: andamento settoriale**



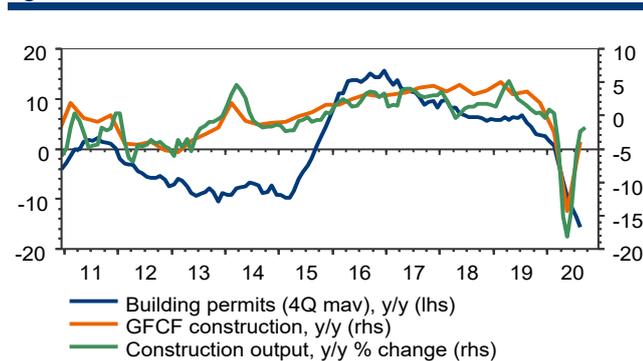
Fonte: Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Produzione manifatturiera e PMI**



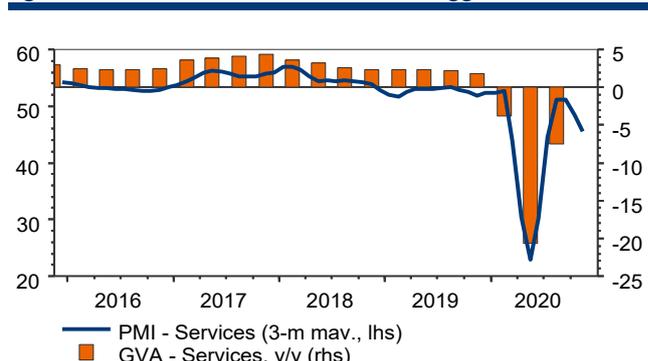
Fonte: IHS Markit, Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Produzione nelle costruzioni e licenze edilizie**



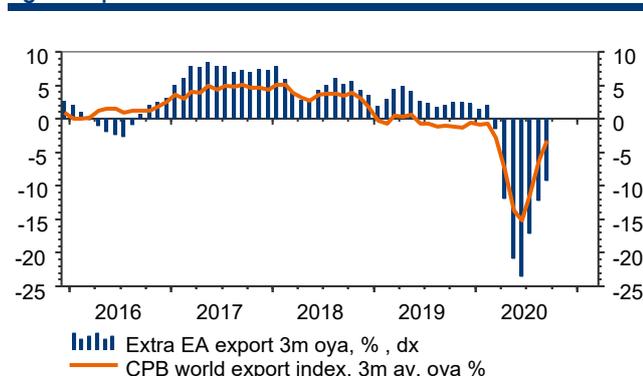
Fonte: Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Servizi: PMI e andamento del valore aggiunto**



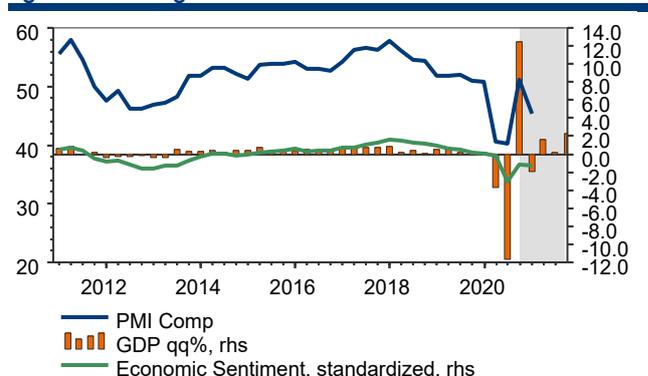
Fonte: IHS Markit, Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Export extra-Eurozona e domanda mondiale**



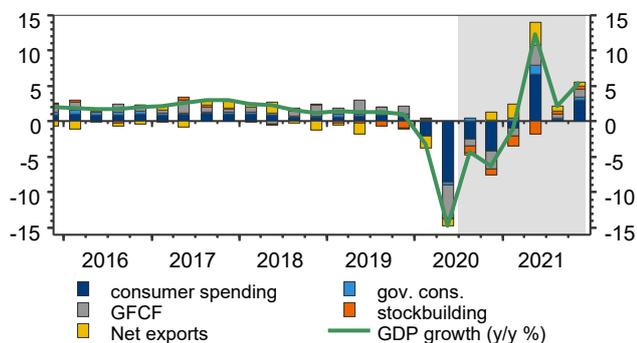
Fonte: CPB, Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – PIL e indagini di fiducia**



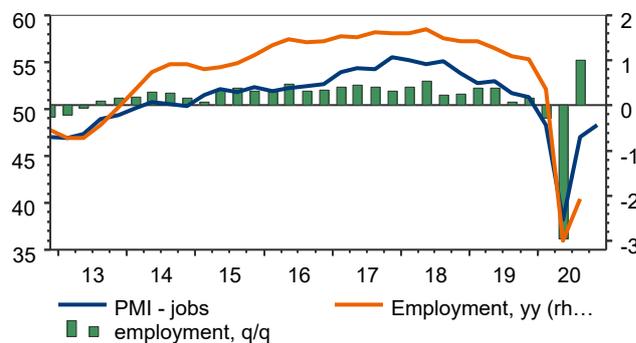
Fonte: Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 – Contributi delle componenti di domanda alla crescita del PIL**



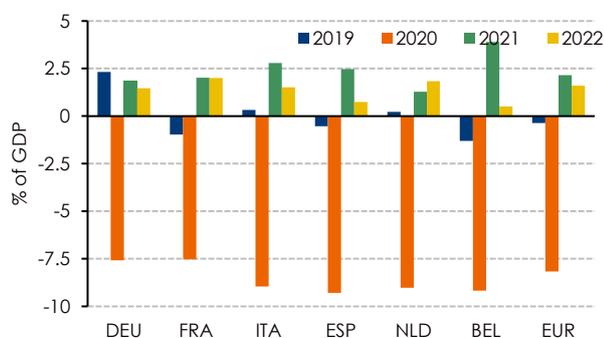
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, nostre previsioni

**Fig. 10 – Occupazione e aspettative delle imprese sugli organici**



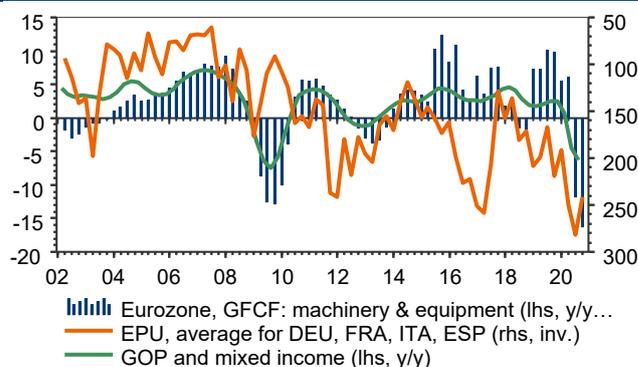
Fonte: Eurostat, IHS Markit

**Fig. 11 – Saldo primario del settore pubblico: variazione annua**



Fonte: Commissione Europea, AMECO

**Fig. 12 – Investimenti fissi lordi, redditività e incertezza**



Fonte: Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Inflazione: sarà una lenta ripresa**

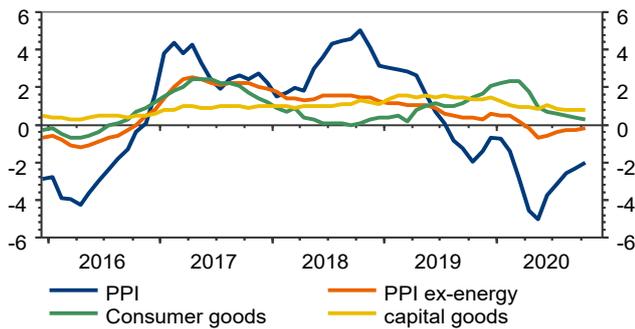
L'inflazione è calata costantemente a partire dallo scoppio della pandemia: l'indice generale è passato dall'1,2% a/a di febbraio al -0,3% a/a di novembre. La flessione indica che nello shock da COVID-19 sui prezzi ha prevalso ampiamente il fattore della domanda. La spinta ribassista è guidata principalmente dai prezzi di beni e servizi energetici, che a loro volta hanno reagito al violento aggiustamento delle quotazioni petrolifere. L'indice core (al netto dei prezzi dell'energia e degli alimentari freschi), che non ha immediatamente registrato la brusca flessione osservata nell'inflazione headline, pur rallentando rimane ancorato in territorio positivo: l'indice dovrebbe oscillare tra il +0,4% a/a e il +0,5% a/a anche nei prossimi mesi.

Lo scenario previsionale include dinamiche pronunciate del prezzo dell'energia, atteso in calo del -6,9% circa nel 2020: al tonfo dovrebbe seguire un recupero solamente parziale nel prossimo anno. Le indagini PMI segnalano l'insorgere di una debole pressione inflazionistica nel breve periodo, ma le condizioni di domanda ancora deboli fronteggiate dalle imprese europee e l'aumento del risparmio precauzionale suggeriscono che il trasferimento delle eventuali pressioni sui costi di produzione ai prezzi di vendita sarà limitato. La lentezza e la discontinuità della ripresa e il graduale peggioramento del mercato del lavoro potrebbero segnare un indebolimento della dinamica salariale. I prezzi alla produzione di beni di consumo e beni di investimento mostrano tassi di crescita solo marginalmente positivi. Le indagini congiunturali della Commissione Europea fra le imprese e i consumatori indicano una ripresa moderata della crescita dei prezzi nel medio termine; in particolare, l'indice dell'inflazione attesa dai consumatori per i prossimi 12 mesi, pur rimanendo al di sotto della media storica, mostra un'inversione di tendenza delle aspettative.

Occorrerebbe un significativo rafforzamento della domanda aggregata perché l'inflazione acceleri ad un ritmo maggiore.

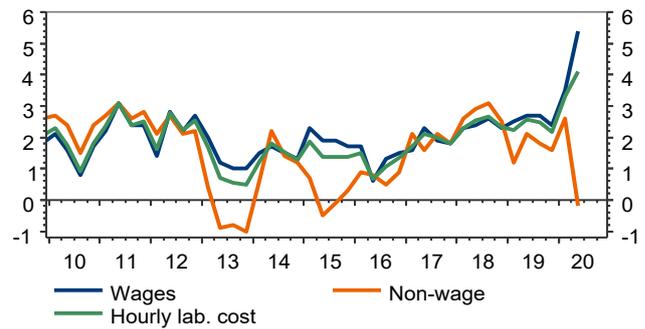
Per il 2020 prevediamo un forte rallentamento della crescita dei prezzi allo 0,2% ed un balzo all'1,0% il prossimo anno, prima per effetti base e poi per il consolidamento della ripresa (che presumibilmente avverrà con la diffusione su larga scala del vaccino). I rischi sono chiaramente orientati al ribasso. La dinamica inflazionistica risulta molto più incerta nel lunghissimo periodo: con il tempo, le massicce politiche fiscali dei governi e la politica monetaria fortemente espansiva dovrebbero restituire *pricing power* alle imprese.

**Fig. 13 – Prezzi alla produzione**



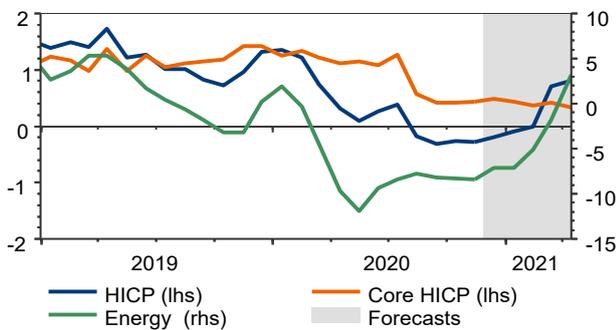
Fonte: Eurostat

**Fig. 14 – Crescita salariale**



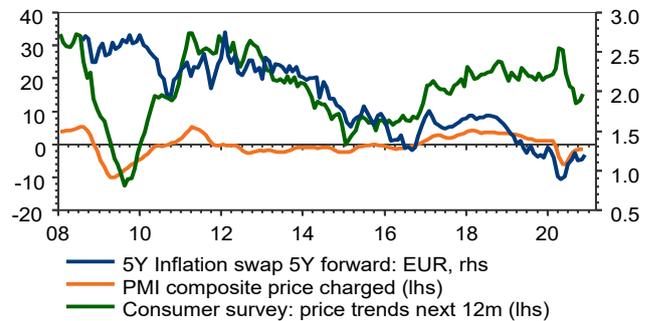
Fonte: Eurostat

**Fig. 15 – Dinamica dei prezzi**



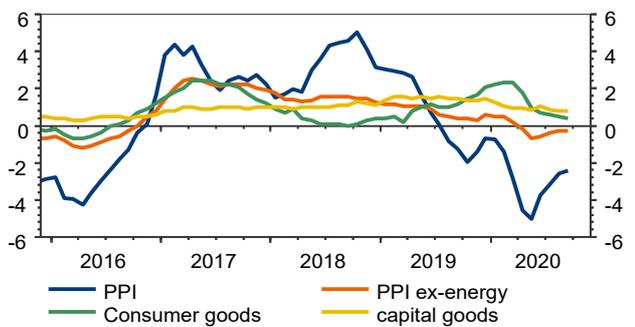
Fonte: Eurostat

**Fig. 16 – Aspettative di inflazione**



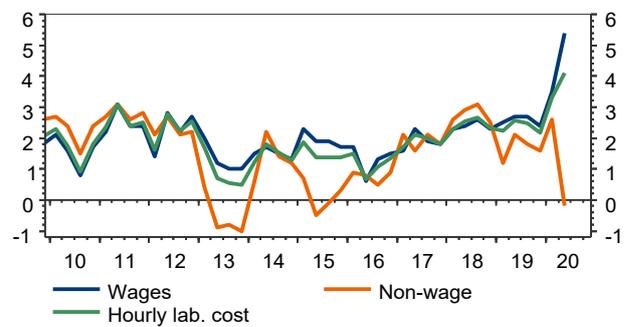
Fonte: European Commission, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

**Fig. 17 – Prezzi alla produzione**



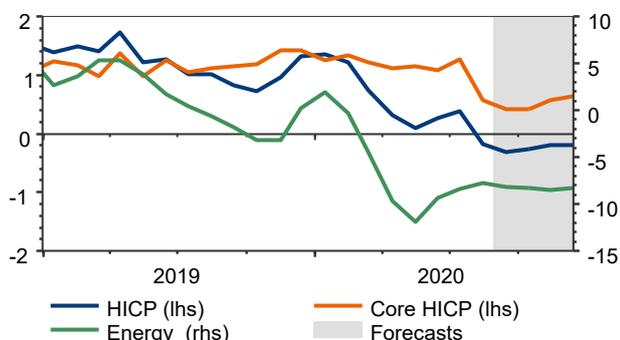
Fonte: Eurostat

**Fig. 18 – Crescita salariale**



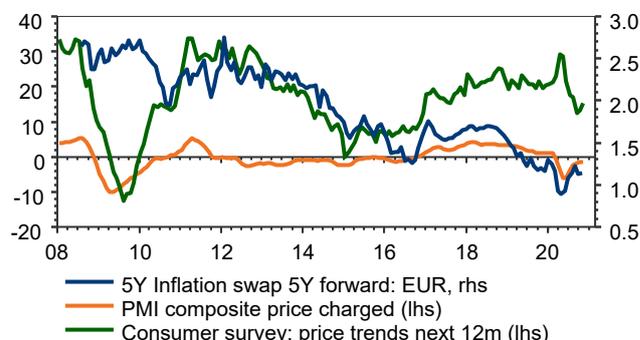
Fonte: Eurostat

**Fig. 19 – Inflazione stabile nel 2021**



Fonte: Eurostat

**Fig. 20 – Aspettative di inflazione in lieve ripresa, ma sempre basse**



Fonte: European Commission, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

**BCE: verso un altro anno di forte stimolo monetario intenso**

La politica monetaria svolge in questa fase un ruolo ancillare rispetto alla politica fiscale. La Banca centrale si limita a contrastare la restrizione delle condizioni finanziarie e a favorire lo stimolo fiscale evitandone gli effetti di spiazzamento che potrebbero altrimenti derivare dall'accresciuto ricorso ai mercati degli Stati e dall'aumento del debito pubblico. Lo strumento principe di tale azione è costituito dai programmi di acquisto di attività finanziarie. La BCE ne ha due attivi: l'APP, che a sua volta include programmi specifici per obbligazioni societarie (CSPP), obbligazioni garantite (CBPP), cartolarizzazioni (ABSPP) e titoli di stato (PSPP); e il PEPP, il programma temporaneo attivato contro la crisi pandemica.

Alla riunione di politica monetaria del 10 dicembre la BCE ha esteso tre dei suoi programmi di stimolo. Il PEPP è stato alzato da 1350 miliardi a 1850 miliardi, e la durata degli acquisti netti è stata prorogata fino a marzo 2022 (data coerente con un ritmo di acquisti pari alla media degli ultimi cinque mesi). Il programma di rifinanziamento TLTRO-III è stato prorogato fino al dicembre 2021 con l'aggiunta di altre 3 aste, rendendolo più appetibile allungando fino al giugno 2022 il periodo sul quale si applica lo spread -50pb al tasso di riferimento dell'operazione. Per beneficiare del massimo regime premiante basta che i crediti idonei delle banche non calino nel periodo di osservazione. Infine, la BCE ha annunciato la proroga di un programma di rifinanziamento a lungo termine denominato PELTRO. I tassi ufficiali sono invariati, e tali resteranno fino a quando l'inflazione non avrà iniziato a convergere con decisione verso l'obiettivo del 2%. Ciò significa probabilmente almeno fino al 2023. Gli acquisti netti APP continueranno fino a poco prima il rialzo dei tassi. Infine, i reinvestimenti delle scadenze di capitale dei programmi PEPP ed APP proseguiranno rispettivamente fino a tutto il 2023 e fino a ben oltre l'avvio del rialzo dei tassi ufficiali.

La BCE entra ora in un lungo periodo di osservazione che si estenderà almeno fino a tutta la primavera prossima. Fino ad allora, una terza ondata di contagio peggiore del previsto potrebbe creare qualche aspettativa di ulteriore allentamento monetario, ma (a meno che la campagna di vaccinazione non deragli) è improbabile che nuovi stimoli vengano approvati dal consiglio direttivo. Il [FE](#) segnala che la resistenza alle misure di stimolo è in aumento e che ha già portato a un ridimensionamento delle modifiche proposte al programma TLTRO-III nella riunione del 10 dicembre. D'altronde, grazie alle misure appena annunciate nel 2021 la BCE assorbirà un quantitativo di titoli di stato superiore per almeno 125 miliardi alle emissioni nette di tutti gli Stati membri dell'Eurozona; l'Eurosistema detiene già circa il 26% dei titoli di stato europei.

In seguito, più facilmente da settembre in poi, nel consiglio potrebbe risvegliarsi un dibattito del tutto opposto, nella direzione della rimozione dello stimolo, qualora la velocità della ripresa si

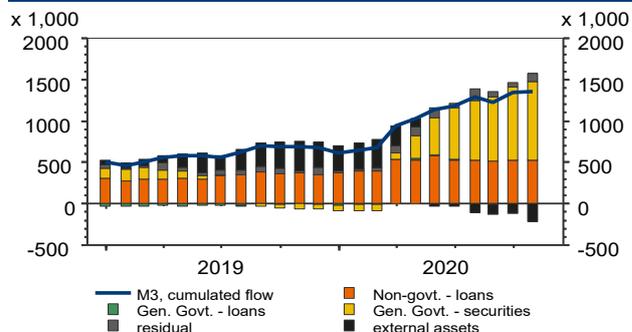
rivelasse superiore alle attese. Tuttavia, l'eventuale reazione a tale scenario dovrebbe inizialmente limitarsi a un rallentamento nell'esecuzione del PEPP, senza che ne conseguano correzioni formali all'assetto della politica monetaria.

**Fig. 21 – Il flusso netto di prestiti alle imprese torna nella norma**



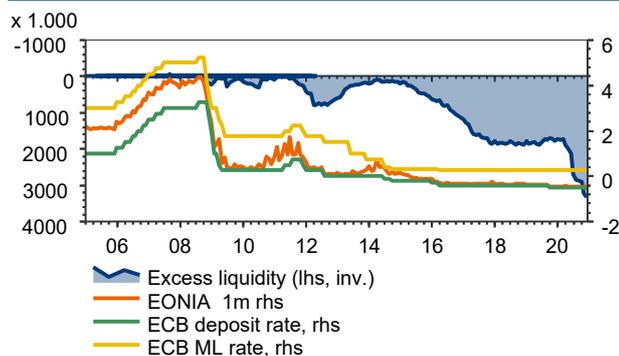
Fonte: elaborazioni su dati BCE

**Fig. 22 – La crescita di M3 riflette soprattutto gli acquisti di titoli**



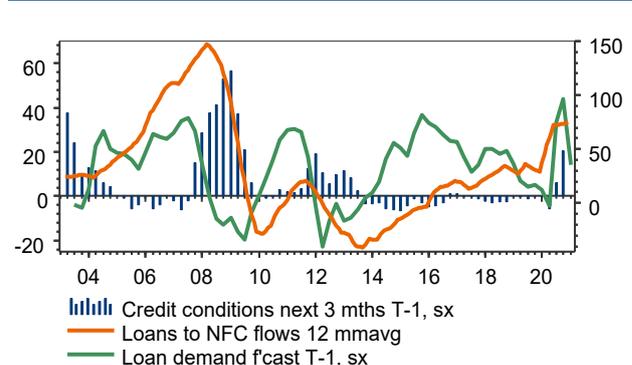
Fonte: elaborazioni su dati BCE

**Fig. 23 – L'eccesso di liquidità schiaccia i tassi monetari**



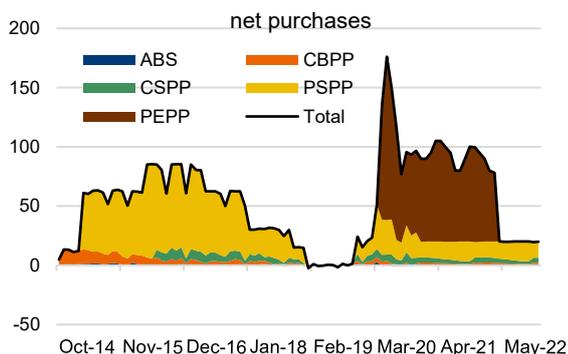
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv-Datastream

**Fig. 24 – Condizioni del credito, domanda di credito e nuovi prestiti**



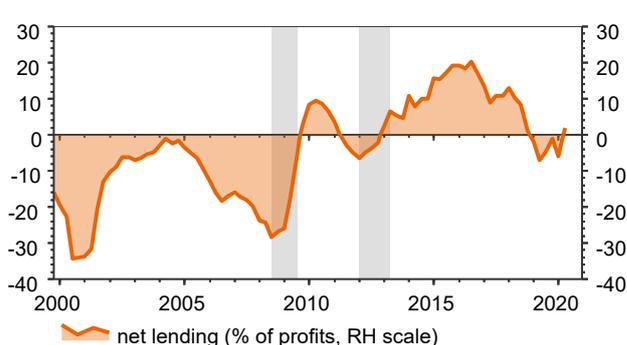
Nota: un valore positivo per le condizioni del credito corrisponde a una prevalenza di banche che si attendono di restringere le condizioni.  
Fonte: BCE

**Fig. 25 – Acquisti netti di titoli da parte dell'Eurosistema**



Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo da dicembre 2020

**Fig. 26 – Risparmio netto delle imprese non finanziarie**



Fonte: BCE

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020	2021p				2022p			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-7.1	4.5	3.6	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-6.2	-1.0	12.3	2.2	5.5	4.5
- t/t				0.1	-3.7	-11.7	12.5	-1.9	1.6	0.2	2.3	1.3	0.7
Consumi privati	-8.0	4.0	3.6	0.1	-4.5	-12.4	14.0	-3.2	1.7	0.4	1.8	1.6	0.6
Investimenti fissi	-9.1	3.7	4.0	6.2	-5.7	-16.0	13.4	-1.5	1.1	0.7	1.9	1.8	0.7
Consumi pubblici	0.5	2.5	1.4	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.5	0.3	0.6	0.5	0.5	0.2
Esportazioni	-10.4	8.4	5.2	0.0	-3.8	-18.9	17.1	0.5	2.4	1.6	2.4	2.3	0.9
Importazioni	-10.2	5.4	5.0	2.2	-3.0	-18.2	12.3	-0.3	1.8	1.7	2.7	2.2	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.6	0.2	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	-0.1	0.0	-0.3	0.8	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.0	2.3	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-8.8	-6.4	-4.7										
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.3	102.6										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	0.2	1.0	1.6	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.2	0.7	1.2	1.8	1.7
Produzione industriale (a/a)	-9.1	6.4	4.2	-2.1	-6.0	-20.1	-6.6	-3.8	0.1	19.6	4.2	3.8	4.0
Disoccupazione (ILO, %)	8.0	9.0	8.8	7.4	7.3	7.6	8.6	8.6	8.9	9.0	9.0	8.9	8.9
Euribor 3 mesi (%)	-0.42	-0.53	-0.52	-0.40	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53
EUR/USD (livello)	1.14	1.19	1.19	1.11	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.19	1.19	1.18	1.18

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

## Germania: l'impatto della seconda ondata pandemica sarà più modesto

La seconda ondata di contagio potrebbe causare una modesta contrazione del PIL nel 4° trimestre e frenare il 1° trimestre 2021, ma la Germania è ben posizionata per riprendersi. Prevediamo una crescita di 3,3% il prossimo anno. Il ritorno ai livelli pre-crisi dovrebbe avvenire a inizio 2022.

Luca Mezzomo

La 2° ondata pandemica ha iniziato a interessare la Germania fin da agosto, ma soltanto da ottobre l'andamento di casi e decessi ha iniziato a crescere con decisione. Le misure di contenimento si sono fatte più pesanti in novembre, con la chiusura delle attività di ristorazione e di intrattenimento, e sono state recentemente intensificate (dal 16/12 chiuderanno anche i negozi non essenziali, i servizi alla persona e le scuole) e prorogate fino al 10 gennaio. Queste misure potrebbero penalizzare le vendite al dettaglio in un mese (dicembre) normalmente caratterizzato da un volume di affari superiore del 15% rispetto alla media, togliendo circa una settimana di attività alla distribuzione non alimentare, soltanto in parte recuperabile attraverso il canale e-commerce; l'impatto su gennaio sarà invece trascurabile. Il governo ha anche chiesto ai datori di lavoro di chiudere fino al 10 gennaio o di promuovere il lavoro da casa – un'esortazione che potrebbe accentuare il forte calo stagionale della produzione industriale che si verifica sempre a dicembre e, soprattutto, a gennaio. Riguardo al rischio di terza ondata, il piano di distribuzione dei vaccini nel 2021 potrebbe raggiungere il 20% della popolazione entro l'inizio della primavera, scongiurando la necessità di reiterare l'applicazione di misure restrittive altrettanto severe.

**La Germania chiude il commercio al dettaglio fra il 16/12 e il 10/1. Ristorazione già ferma da tempo**

L'economia tedesca è rimbalzata di 8,5% t/t nel terzo trimestre, grazie a un rapido recupero del valore aggiunto nel terziario. Il divario rispetto al 2019Q4 si è ridotto al 4%. Dal lato della domanda, sono stati i consumi delle famiglie, con lo sblocco del risparmio forzoso accumulato nel 2° trimestre, a rappresentare il motore della ripresa. Il processo è stato favorito dalle politiche governative di sostegno all'occupazione, che hanno mitigato l'impatto negativo sui redditi dei lavoratori derivante dal crollo nelle ore lavorate (fig. 5): nel 3° trimestre il monte salari era già tornato al livello pre-crisi, mentre il reddito disponibile complessivo era ancora inferiore del 4,5%, frenato dal calo dei redditi dei lavoratori autonomi e dei profitti delle imprese. Anche le esportazioni nette hanno dato un contributo positivo alla ripresa dell'economia. Il recupero del valore aggiunto nell'industria è stato meno vigoroso, frenato dalla scarsa dinamica globale della domanda di beni di investimento e di beni durevoli di consumo, ma ha guadagnato velocità all'inizio del quarto trimestre.

**Grazie al rimbalzo del 3° trimestre, il livello del PIL è del 4% inferiore al 4° trimestre 2019**

La politica fiscale resta orientata a compensare gli effetti negativi della pandemia e a favorire la ripresa economica. La Commissione Europea stima che le misure approvate fra marzo e giugno abbiano impattato sul bilancio per il 4,7% del PIL nel 2020 e per il 2,1% nel 2021. Nel 2020, però, gli stanziamenti di bilancio si sono rivelati ampiamente superiori alle necessità, e secondo la Bundesbank il deficit potrebbe fermarsi a 150 miliardi di euro, invece dei 180 miliardi previsti. Riguardo al 2021, in via prudenziale il Governo ha chiesto al Parlamento l'autorizzazione per 180 miliardi di deficit, invece dei 102 miliardi prospettati nella proposta iniziale di budget, ma è possibile che l'utilizzo effettivo dello spazio di bilancio sia alla fine largamente inferiore. La Commissione Europea ha previsto per il prossimo anno un deficit del 4,0%, con un miglioramento del saldo strutturale primario di 6 decimi e della componente ciclica di 1,4 punti.

**Non è chiaro se il deficit calerà come inizialmente previsto nel 2021: il governo ha accantonato un'ampia riserva**

Nel 4° trimestre si prevede un andamento più debole dell'economia, con una probabile contrazione del PIL a causa della flessione del valore aggiunto nel terziario. Rispetto alla primavera, l'impatto delle misure restrittive sulla mobilità è stato circa il 50% su commercio e intrattenimento, e circa un terzo sugli spostamenti verso i luoghi di lavoro; tuttavia, l'impatto crescerà da metà dicembre. L'andamento robusto della produzione industriale e delle costruzioni all'inizio del trimestre potrebbe rivelarsi sufficiente a compensare molti degli effetti delle misure di contenimento sanitario: pur includendo ricadute negative dovute al fermo di ristorazione e alloggio, e al rallentamento delle importazioni dal resto di Europa, infatti, l'industria potrebbe ugualmente chiudere con una variazione di +2-3% t/t, che implicherebbe un

**Possibile un calo del PIL nel 4° trimestre, con ricadute anche sul 1° trimestre 2021, ma l'economia si riprenderà nel 2021, sostenuta da export e domanda interna**

contributo di circa 1 punto percentuali alla variazione del PIL. Anche se il primo trimestre sarà ancora impattato dalle misure restrittive, nel prosieguo del 2021 la crescita dell'attività economica sarà sostenuta da diversi fattori: (1) la normalizzazione dei livelli di domanda nei settori frenati dalle misure di contenimento sanitario, che si accompagnerà a un rimbalzo dei consumi privati; (2) la ripresa della domanda estera, che favorirà una robusta crescita delle esportazioni e del contributo della bilancia commerciale alla crescita; (3) la ripresa della spesa per investimenti delle imprese, sostenuta da una ripresa della redditività e da condizioni finanziarie favorevoli; (4) la prosecuzione della fase positiva per l'edilizia residenziale, sostenuta anch'essa da condizioni finanziarie favorevoli. Ci attendiamo una crescita media annua di 2,8%, dopo il -5,6% del 2020.

Lo scenario include già un possibile rallentamento della crescita nel secondo trimestre 2021, come effetto di una possibile terza ondata della pandemia che interesserà l'Europa in marzo, e che influisca negativamente sulla domanda estera rivolta alla Germania e sul fatturato domestico di ristorazione e alloggio. Nello scenario di rischio di piena terza ondata, il PIL sarebbe più basso di circa l'1% nel 2021 rispetto allo scenario base, ma il divario sarebbe riassorbito al 70% nel 2022. La bilancia commerciale migliorerebbe nel 2021 ma peggiorerebbe nel 2022, con la ripresa della domanda interna. Il livello pre-crisi del PIL sarebbe recuperato un trimestre più tardi rispetto allo scenario base, nel secondo trimestre 2022 invece che nel primo. Ci sarebbero 190mila disoccupati in più a fine 2021, quasi tutti riassorbiti nel mercato del lavoro nel giro di un anno. L'evento aggiungerebbe 0,3 punti al deficit 2021 e 0,1 a quello 2022.

Nel 2021 l'inflazione rimbalzerà dallo 0,5% previsto nel 2020 all'1,3%. La ripresa nella crescita dei prezzi riflette due fattori: il primo è il ritorno delle aliquote IVA ai livelli normali; il secondo, la parziale ripresa dei prezzi dell'energia dopo il calo indotto dalla prima crisi pandemica. Nel corso dell'anno potrebbero innestarsi altri fattori, legati alla ripresa della domanda per servizi di ristorazione e turismo.

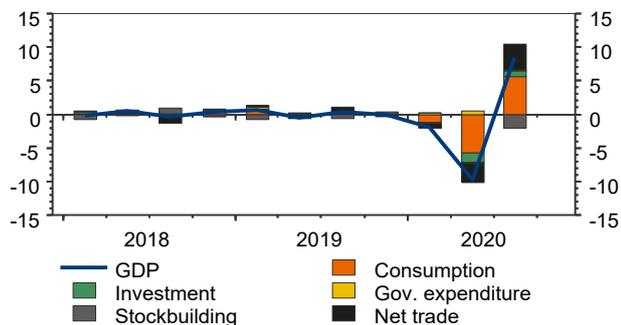
**L'inflazione tornerà sopra l'1%, circa ai trend pre-pandemia**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019				2020				2021p				2022p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
PIL (prezzi costanti, a/a)	-5.6	2.8	3.3	0.4	-2.1	-11.2	-4.0	-5.0	-2.9	8.9	1.8	3.9	4.5				
- i/t				0.0	-1.9	-9.8	8.5	-1.0	0.2	1.2	1.4	1.0	0.8				
Consumi privati	-5.4	2.8	3.8	0.1	-0.3	-12.9	10.8	-1.2	0.1	1.2	1.5	1.5	0.8				
Investimenti fissi	-4.0	4.0	5.1	-0.3	-0.7	-6.8	3.9	0.9	0.7	1.6	1.5	1.7	1.3				
Consumi pubblici	4.0	1.8	1.3	0.3	0.8	2.2	0.8	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3				
Esportazioni	-11.1	6.7	6.2	-0.3	-3.3	-20.5	18.1	0.3	0.6	2.0	2.5	2.5	1.3				
Importazioni	-9.4	6.0	6.9	0.3	-1.9	-15.9	9.1	1.5	1.0	2.0	3.2	3.2	0.9				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.3	-0.6	-0.1	0.2	-1.0	1.2	-2.3	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.0	-0.2				
Partite correnti (% PIL)	6.4	6.6	6.6														
Deficit pubblico (% PIL)	-6.0	-4.0	-2.5														
Debito pubblico (% PIL)	71.2	70.1	69.0														
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	0.9	1.5	1.2	1.6	0.7	-0.2	-0.6	-0.2	0.3	1.2	2.2	2.1				
Produzione industriale (a/a)	-8.6	4.4	1.3	-4.0	-4.7	-18.1	-8.4	-3.2	-2.9	15.8	5.5	1.1	1.3				
Disoccupazione (ILO, %)	5.9	6.4	5.6	5.0	5.0	6.2	6.3	6.2	6.5	6.4	6.3	6.2	6.0				
Tasso a 10 anni (%)	-0.49	-0.40	-0.14	-0.35	-0.43	-0.45	-0.49	-0.58	-0.49	-0.44	-0.38	-0.29	-0.19				

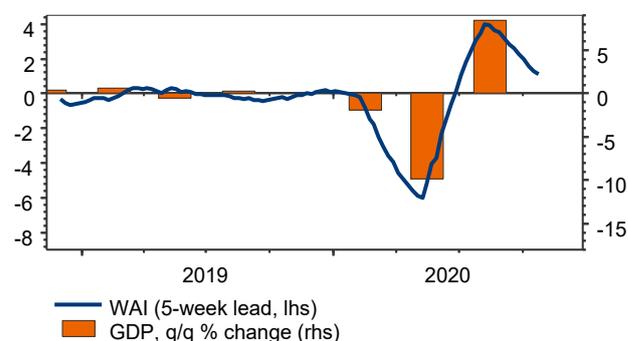
\* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – PIL e contributi dal lato della domanda**



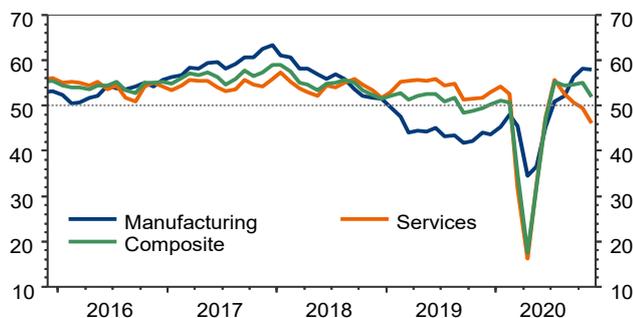
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo dei dati Destatis

**Fig. 2 - Indice settimanale di attività (WAI) e crescita del PIL**



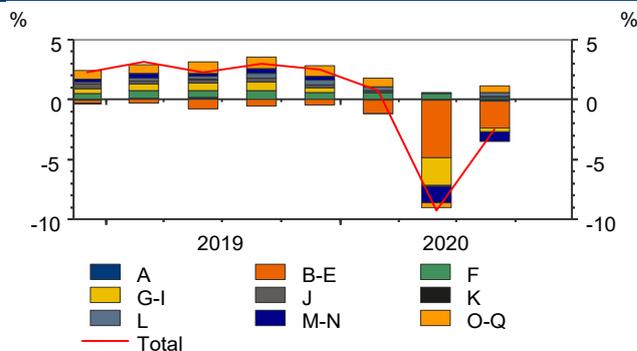
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati Bundesbank e DeStatis.

**Fig. 3 – PMI composito, manifatturiero e servizi**



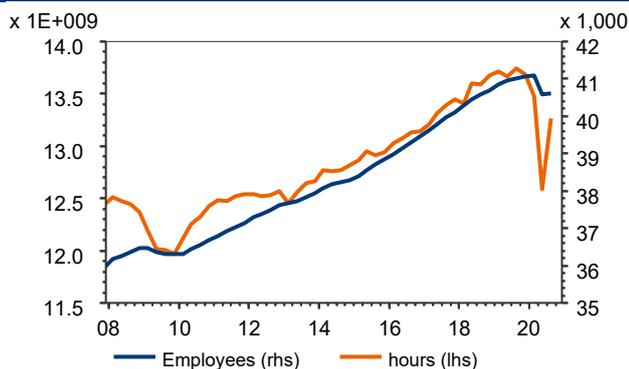
Fonte: IHS Markit, previsione Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Andamento del valore aggiunto per settore (var. % a/a)**



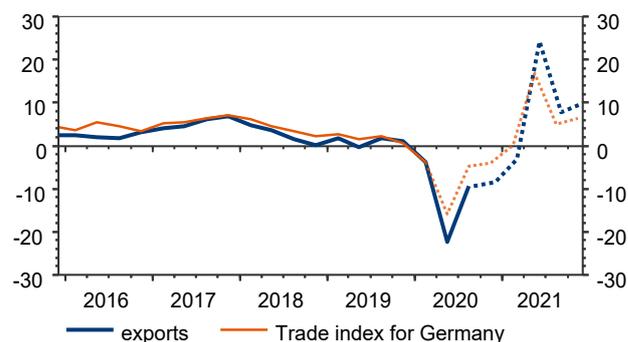
Fonte: Refinitiv-Datastream. Nota: A=primario, B-E: industria, F: costruzioni, G-I: commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J: informazione e comunicazione; K: servizi finanziari; L: servizi immobiliari; M-N: servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q: servizi pubblici, istruzione,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

**Fig. 5 – Occupazione e ore lavorate**



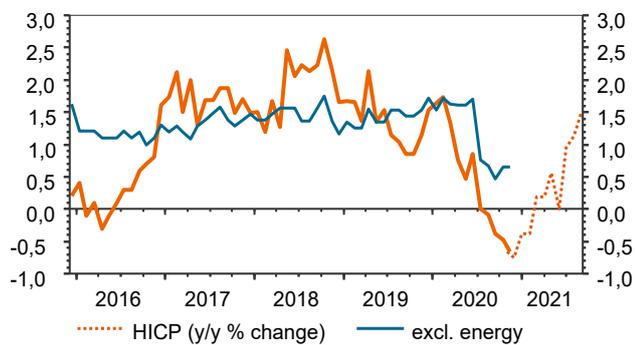
Fonte: Refinitiv-Datastream, DeStatis

**Fig. 6 – Export e indice di domanda estera rivolta alla Germania**



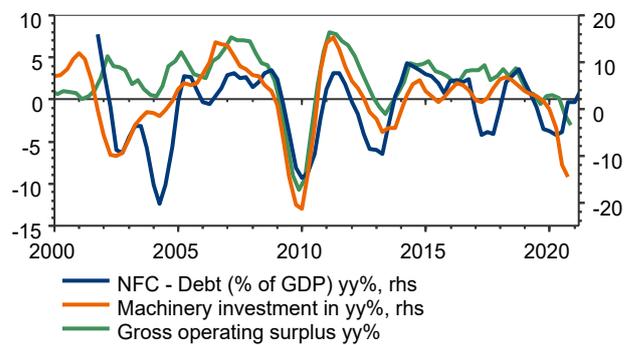
Fonte: DeStatis, proiezioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – Inflazione, prezzi al consumo**



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

**Fig. 8 – Investimenti, profitti e debito delle imprese**



Fonte: Destatis

## Francia: rimane alta l'incertezza nel breve periodo

Dopo aver segnato la crescita più forte tra i paesi dell'Eurozona, nel quarto trimestre il PIL è atteso di nuovo in contrazione (-4,5% t/t). In Francia il corso dell'epidemia è stato più minaccioso che altrove e non si esclude il rischio di chiusure anche nel 1° trimestre del 2021 per contenere una probabile terza ondata. Lo scenario si conferma quindi ancora soggetto ad ampie incertezze. Ci attendiamo un rimbalzo del 5,3% dell'attività economica nel 2021.

A partire dalla fine di agosto, il numero dei nuovi contagi è accelerato rapidamente in Francia portando il tasso d'incidenza oltre i massimi di aprile, tanto che il Governo è stato costretto ad introdurre un nuovo lockdown generalizzato da fine ottobre. Le prime riaperture sono iniziate alla fine di novembre, in seguito al calo dei contagi<sup>2</sup>; resta in vigore un coprifuoco nazionale dalle 21:00 alle 7:00 a partire dal 15 dicembre, quando si passerà alla seconda tappa di alleggerimenti. Riguardo al rischio di terza ondata, il piano di distribuzione dei vaccini nel 2021<sup>3</sup> potrebbe raggiungere la parte più vulnerabile della popolazione entro l'inizio della primavera, scongiurando la necessità di reiterare l'applicazione di misure restrittive eccessivamente severe.

Il terzo trimestre ha mostrato un rimbalzo del PIL superiore alle attese, +18,7% t/t (-3,9% a/a), dopo il crollo di -13,8% t/t (-18,9% a/a) registrato nei mesi primaverili. Il dato è spiegato da un contributo massiccio della domanda interna, con i consumi privati in crescita del 18,7% t/t e quelli pubblici del 15,5% t/t. Gli investimenti produttivi sono balzati del 23,9%. Anche il canale estero ha dato un contributo positivo di 0,6pp. La ripresa, però, è destinata ad interrompersi a fine 2020. Le azioni poste in essere dal Governo per frenare la forte risalita dei contagi influenzeranno la crescita nel trimestre autunnale, impattando in maniera asimmetrica sul valore aggiunto settoriale: da un lato continuerà l'espansione, seppur discontinua, nel manifatturiero, dall'altro si avrà una forte contrazione nei servizi, maggiormente colpiti dalle chiusure. Questa dispersione settoriale porterà ad un calo dell'attività economica molto più contenuto rispetto al trimestre primaverile. Dal lato della domanda, invece, ci attendiamo un calo sia dei consumi, che degli investimenti: **la nuova contrazione del PIL si aggirerà intorno al -4,5% t/t. In media annua la crescita sarà del -9,1% nel 2020** (migliore rispetto alla previsione della Commissione europea). **Il 2021 dovrebbe vedere un rimbalzo del +5,3%**, ma sulla previsione insistono rischi al rialzo legati agli effetti espansivi del piano *France Relance*<sup>4</sup>.

**Rimane rilevante il rischio di una terza ondata.** La nostra stima del PIL nel 2021 include già un possibile rallentamento della crescita nel secondo trimestre 2021, per effetto di una possibile nuova ondata di contagi che potrà interessare l'Europa in marzo. In uno scenario peggiorativo che comporti l'introduzione di misure come quelle adottate nel trimestre corrente, la crescita tornerebbe in territorio negativo nel secondo trimestre e, di conseguenza, il PIL sarebbe più basso rispetto allo scenario base nel 2021; il divario sarebbe riassorbito in buona parte nel 2022.

**L'inflazione** ha toccato un minimo a settembre, con entrambi gli indici a crescita zero. In media annua prevediamo il CPI allo 0,5% nel 2020 (0,5% armonizzato) da 1,1% del 2019. Nel 2021 sull'inflazione peserà il peggioramento del mercato del lavoro e pertanto è vista solo in moderata accelerazione verso l'1,1% (0,9% armonizzato).

## Aniello Dell'Anno

**Il PIL ha sorpreso al rialzo nei mesi estivi ma tornerà in territorio negativo nel 4° trim.**

**Il controllo della curva dei contagi in Francia potrebbe rimanere problematico**

**L'inflazione è vista in moderata risalita nel 2021**

<sup>2</sup> Il picco dei casi è stato superato a metà novembre.

<sup>3</sup> La Francia prevede un piano in 5 fasi per l'estesa campagna di vaccinazioni anti COVID-19 che prenderà il via fra la fine di dicembre e l'inizio dell'anno prossimo.

<sup>4</sup> Il nuovo piano straordinario *France Relance* ammonta a 100 miliardi di euro sull'orizzonte 2020-23, di cui 40 costituiti da fondi europei. Il piano prevede di allocare 30 miliardi alla transizione energetica, quasi 5 miliardi a interventi infrastrutturali (tra cui un potenziamento della rete ferroviaria), altri 7 miliardi a favore del patrimonio immobiliare, 35 miliardi all'industria e la competitività (di cui 20 miliardi di sgravi fiscali alle aziende) e infine quasi 25 miliardi per la coesione sociale e progetti per aumentare il tasso di occupazione.

Il **mercato del lavoro** è atteso peggiorare nei prossimi trimestri. Le aziende da marzo hanno fatto largo uso dello *chômage-partiel*, che ha permesso loro di ridurre il costo del lavoro, evitando licenziamenti di massa. La forte contrazione del PIL comporterà un calo dell'occupazione che si protrarrà fino a metà 2021; la ripresa dell'occupazione è prevista nella seconda metà del 2021 e accelererà nel 2022. Nel trimestre corrente, il tasso di disoccupazione dovrebbe raggiungere il 10% (dal 9,0% t/t del terzo). La **disoccupazione**, quindi, è vista accelerare tra la fine di quest'anno (media annua a 8,5%) e l'inizio del prossimo per toccare un picco a metà 2021 attorno all'11,4% (media annua a 10,2%).

**Il mercato del lavoro vedrà il picco della disoccupazione nel 2021**

Sul fronte dei **conti pubblici** gli interventi governativi a sostegno dell'economia (sostegno al mercato del lavoro per circa l'1,4% del PIL, l'aumento spesa sanitaria per circa lo 0,4% del PIL, sostegno alle piccole e medie imprese per circa lo 0,8% del PIL, ecc.), marcheranno un aumento della spesa pubblica. Altre risorse (circa 4,5 miliardi) sono arrivate grazie al piano **France Relance** e sono servite a finanziare incentivi alle assunzioni, nuovi investimenti pubblici e sussidi alle imprese già per quest'anno. Inoltre, la Francia ha annunciato misure che, pur non avendo un impatto sul deficit di quest'anno, ammonterebbero a circa il 18% del PIL e garantirebbero liquidità ad imprese e a lavoratori autonomi (prestiti garantiti dallo stato<sup>5</sup>, differimento delle imposte, ecc.). Le spese, abbinate alla forte contrazione del PIL e al calo delle entrate, porteranno il **deficit** ad allargarsi al -10,0% dal -3,0% del 2019. Anche il **debito pubblico** è destinato ad avvicinarsi al 118% già quest'anno, salendo di quasi 20 punti dal 98,1% del 2019 e toccando il massimo storico postbellico.

**I conti pubblici sono in marcato peggioramento, con il deficit che scenderà fino al -10% e il debito pubblico che schizzerà al 118%**

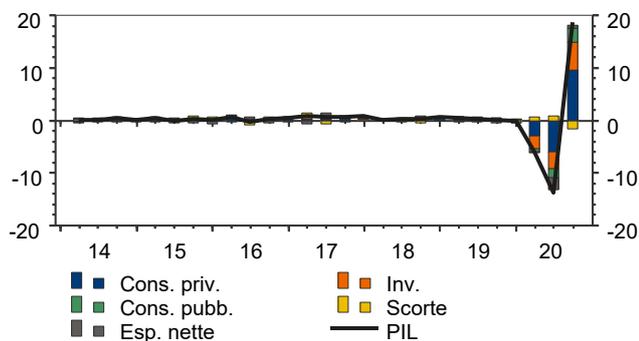
**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020				2021p				2022p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-9.1	5.3	4.1	0.8	-5.7	-18.9	-3.9	-8.1	-0.4	16.1	0.2	6.8	5.3	
- t/t				-0.2	-5.9	-13.8	18.7	-4.5	2.0	0.5	2.4	1.7	0.6	
Consumi privati	-7.6	4.1	2.9	0.2	-5.8	-12.0	18.7	-5.9	1.8	0.3	2.0	1.5	0.3	
Investimenti fissi	-11.2	12.2	7.7	0.3	-10.5	-14.4	23.9	-5.0	4.8	1.8	3.9	3.6	1.0	
Consumi pubblici	-4.0	4.7	2.3	0.4	-3.0	-10.6	15.5	-2.5	1.0	0.4	1.3	1.2	0.3	
Esportazioni	-17.4	7.0	5.3	-0.9	-6.5	-25.1	22.1	-0.5	1.9	1.5	3.0	2.0	0.8	
Importazioni	-11.9	5.5	5.4	-0.8	-5.6	-16.8	16.8	-3.0	2.0	1.2	2.5	2.5	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-1.2	0.3	-0.5	0.6	0.9	-1.6	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.1	0.2	
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.8	-1.6											
Deficit pubblico (% PIL)	-10.0	-8.3	-6.1											
Debito pubblico (% PIL)	118.0	120.1	119.4											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.5	0.9	1.6	1.3	1.3	0.3	0.4	0.2	0.3	1.1	1.2	1.1	1.1	
Produzione industriale (a/a)	-10.3	6.6	1.8	-0.8	-7.3	-23.2	-6.8	-3.7	2.1	22.0	3.7	1.4	1.3	
Disoccupazione (ILO, %)	8.5	10.2	9.5	8.1	7.9	7.1	9.0	10.0	10.8	11.4	9.5	9.2	10.0	

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

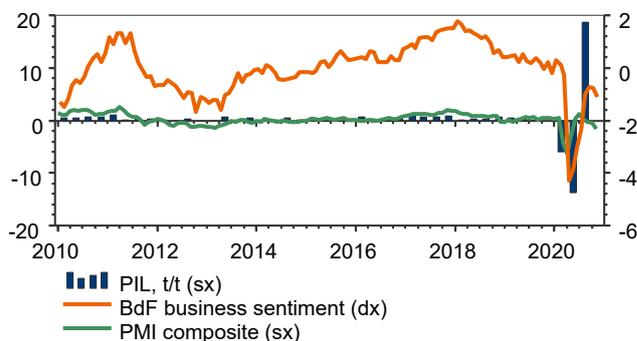
<sup>5</sup> Sulla base delle informazioni disponibili, le garanzie dello stato ad ottobre 2020 ammonterebbero al 5,6% del PIL.

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



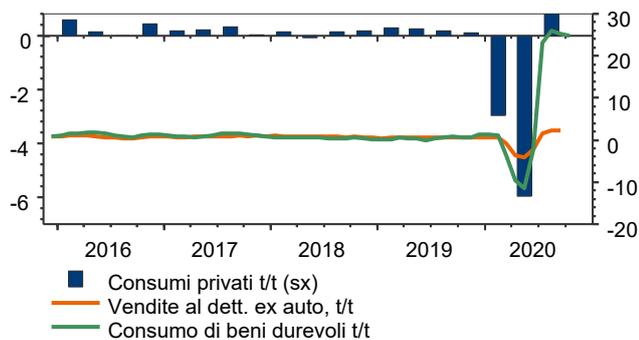
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – PIL e indicatori di fiducia**



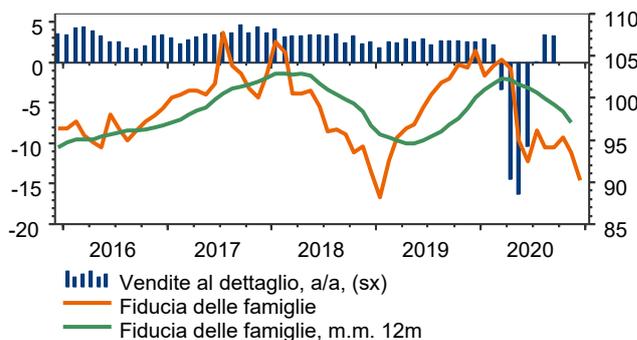
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Spesa delle famiglie, acquisto di beni durevoli e andamento dei consumi privati**



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

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



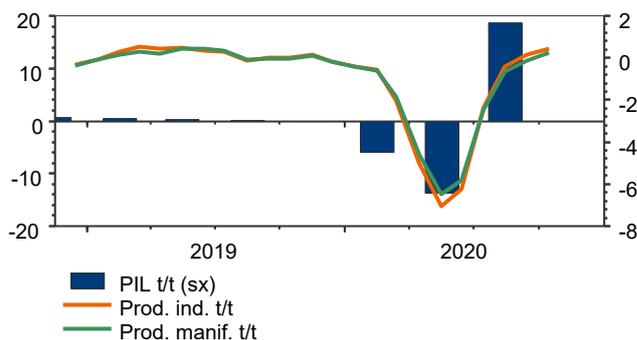
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Investimenti residenziali e attività nel settore edile**



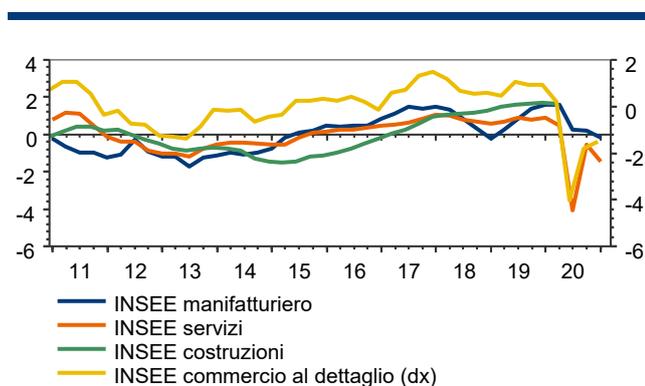
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Produzione industriale e PIL**



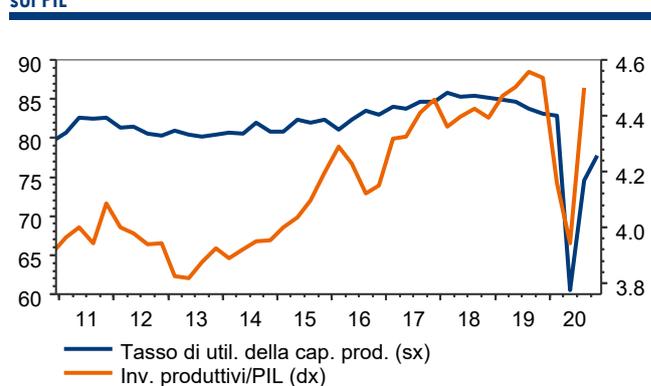
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Indici di attività nei vari settori produttivi**



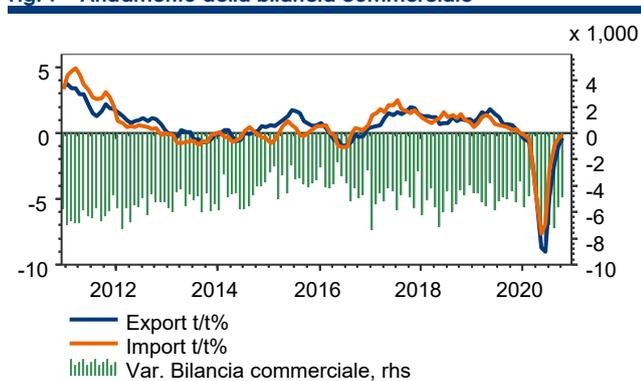
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – Utilizzo della capacità produttiva e livello degli investimenti sul PIL**



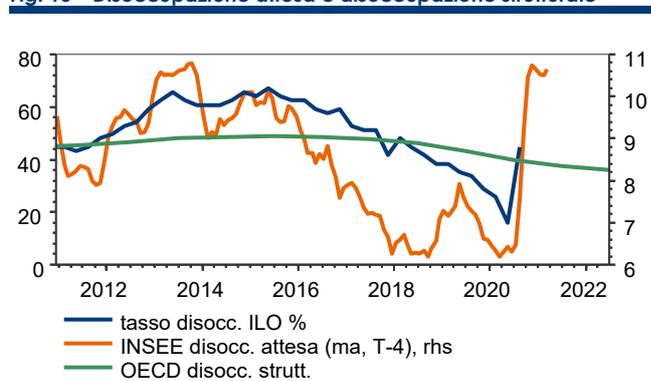
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 – Andamento della bilancia commerciale**



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

**Fig. 10 – Disoccupazione attesa e disoccupazione strutturale**



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

## Italia: rischi ancora al ribasso sul primo semestre

Il 2021 potrebbe essere un anno a due facce, con rischi al ribasso sul primo semestre e al rialzo sulla seconda metà. In ogni caso, saranno necessari anni per recuperare i livelli di attività precedenti allo shock COVID.

In Italia, la seconda ondata pandemica si è manifestata a inizio autunno, inducendo il Governo a introdurre nuove misure restrittive alla mobilità e alle attività economiche a partire dal 13 ottobre. **Il picco delle restrizioni è stato nella seconda metà di novembre**, quando circa la metà del territorio nazionale è stato sottoposto alle misure previste dalle cosiddette "aree rosse" (a massimo rischio), tra cui la chiusura delle attività commerciali "non essenziali" (sia pure con un elenco di attività consentite molto più ampio rispetto alla scorsa primavera). **Da allora, c'è stato un primo, significativo allentamento delle restrizioni**: dal 7 dicembre nessuna regione è più soggetta alle misure previste dalla "zona rossa", e dal 13 dicembre si è ridotta (dal 50% al 20% circa) la quota di territorio nazionale in area "arancione" ovvero a rischio intermedio (con blocco della mobilità al di fuori dei confini comunali, se non per motivi di lavoro o di necessità). **L'aspettativa è di una ulteriore "de-escalation"** che porterebbe in pratica tutte le regioni in "zona gialla" (ovvero a rischio contenuto) dal 20 dicembre; in sostanza, nelle prossime settimane la mobilità dovrebbe essere consentita almeno all'interno di ogni regione, e si dovrebbe avere la riapertura parziale (fino alle 18) in tutte le regioni di bar e ristoranti; dovrebbero però essere previste specifiche disposizioni maggiormente restrittive, al momento in via di definizione, per il periodo compreso tra Natale e Capodanno.

L'entità delle restrizioni è tale da causare a nostro avviso una contrazione del PIL, sia pure ben meno marcata di quella vista durante la prima ondata. Ci aspettiamo un **calo dell'attività economica su base congiunturale dell'ordine di tre punti percentuali a fine 2020**. Assumendo che le restrizioni adottate siano efficaci nel contenere ulteriormente l'indice  $R_t$  (già sceso sotto l'1) e di conseguenza i casi totali nonché il numero di ospedalizzazioni e il tasso di occupazione dei posti di terapia intensiva, è possibile che il trend già iniziato di graduale rilascio delle restrizioni e lenta ripresa della mobilità possa continuare nelle prime settimane del nuovo anno. Ciò implica la **possibilità di un rimbalzo del PIL già nel 1° trimestre, sia pure non pieno** (dell'ordine del 2% t/t); non ipotizzando la necessità di un nuovo inasprimento delle restrizioni in corso d'anno, il recupero dovrebbe continuare nei restanti trimestri del 2021, sia pure ad un ritmo via via decrescente su base congiunturale. Questo scenario implica un **rimbalzo del PIL del 4,7% nel 2021**, dopo il calo di -9% stimato per il 2020. In media, l'anno prossimo l'attività economica resterebbe più bassa del 4,7% rispetto al livello del 2019.

**Il recupero del 2021 sarà a nostro avviso più marcato per gli investimenti** (+10,6% dopo il -8,1% del 2020), trainati soprattutto dalle costruzioni, **che per i consumi** (+4,8% da -10,9%), **ancora frenati dalla spesa per servizi** (ci aspettiamo per i consumi di servizi un rimbalzo limitato a +4%, dopo il crollo di -16,3% stimato nel 2020). Proprio i servizi, e in particolare quelli legati a tre comparti (alloggio e ristorazione; trasporti; attività artistiche, sportive e di intrattenimento), pagheranno di gran lunga il conto più salato allo shock COVID, subendo una perdita di capacità produttiva che lascerà il comparto, anche dopo la diffusione di un vaccino, ben al di sotto dei livelli di attività precedenti. **A frenare la ripresa dei consumi anche la permanenza del tasso di risparmio su livelli più elevati rispetto a quelli pre-COVID**: una "normalizzazione" è attesa solo in corrispondenza di una riduzione dell'incertezza sull'evoluzione dello scenario non solo sanitario ma anche economico.

**La spinta al recupero di attività nel 2021 non verrà solo dalla domanda interna ma anche dagli scambi con l'estero**, che riteniamo possano tornare a contribuire positivamente al PIL anche durante eventuali periodi di contrazione della domanda domestica a causa di ricadute epidemiche. Infatti, a differenza della primavera scorsa, il commercio mondiale è in una fase di ripresa, visto il rimbalzo della domanda in corso non solo nei Paesi asiatici (Cina *in primis*) ma anche negli Stati Uniti (dove le misure restrittive adottate almeno sinora hanno effetti limitati

Paolo Mameli

**La "seconda ondata" ha costretto il Governo a nuove restrizioni, con un picco nella seconda metà di novembre, che peseranno sul finale di 2020**

**Nel 2021, ci aspettiamo un rimbalzo del PIL di 4,7%, che però lascerebbe l'attività economica su livelli ben inferiori a quelli pre-COVID**

**Il recupero sarà più marcato per gli investimenti che per i consumi, ancora frenati dalla spesa per servizi...**

**...e un contributo positivo dovrebbe venire anche dal commercio estero**

sull'attività economica). Infine, ci aspettiamo nel 2021 un contributo negativo dalle scorte (speculare a quello del commercio estero), e viceversa un apporto positivo dai consumi pubblici.

Continuiamo a ritenere che **i rischi prevalenti sulla stima per il PIL 2021 siano orientati al ribasso**, soprattutto con un orizzonte di breve termine (sei mesi). Infatti, rispetto allo scenario di base, abbiamo costruito **due possibili scenari di rischio**, in relazione all'evoluzione della situazione epidemiologica:

- **LOCKDOWN PIU' PROLUNGATO**: nel caso in cui le recenti restrizioni non si dimostrino efficaci nel contenere la "seconda ondata" pandemica, e debbano essere mantenute perciò più a lungo durante la fase iniziale del 2021 (anziché essere rilasciate quasi completamente nel corso del mese di gennaio, come nel nostro scenario di base), ne deriverebbe una ulteriore contrazione del PIL nel 1° trimestre del 2021 (-2% dopo il -3% t/t di fine 2020); il rimbalzo (più forte di quanto stimato nello scenario di base) sarebbe posticipato al 2° trimestre del 2021; in questo caso, la crescita del PIL nel 2021 sarebbe limitata ad appena il 2%;
- **"TERZA ONDATA"**: questo scenario contempla un rimbalzo dell'attività economica all'inizio del 2021, in linea con il *baseline* (+2% t/t), ma una nuova contrazione del PIL nel 2° trimestre 2021 (-2,5% t/t) nel caso in cui siano necessarie nuove misure restrittive per combattere una "terza ondata" di COVID-19, che si manifestasse da marzo o aprile; in questo scenario, la variazione del PIL nel 2021 sarebbe pari a 2,5%.

Entrambi gli scenari alternativi descritti sottolineano la presenza di rilevanti rischi al ribasso sulla previsione per il PIL italiano nel 2021. Tuttavia, i rischi riguardano principalmente a nostro avviso la prima metà dell'anno, perché **la seconda parte del 2021 dovrebbe beneficiare di due fattori positivi**: (1) la distribuzione su vasta scala di uno o più vaccini, e (2) l'implementazione dei programmi previsti del "Recovery Plan" europeo. Entrambi questi fattori a nostro avviso difficilmente avranno un impatto tangibile sull'economia prima della seconda metà del 2021, ma potrebbero sostenere l'attività economica a lungo ovvero per alcuni anni. Infatti, lo shock COVID ha causato un *output gap* molto ampio, che farà sì che per diversi anni l'economia possa crescere ad un ritmo superiore al potenziale, per recuperare i livelli pre-shock. A nostro avviso l'Italia, benché possa risultare tra i Paesi europei che impiegheranno più tempo per tornare ai livelli di PIL del 2019<sup>6</sup>, in ogni caso è destinata a mostrare tassi di crescita superiori a quelli considerati "abituali" per il nostro Paese probabilmente per tutto il quadriennio 2021-2024; anzi, se vediamo, come detto, rischi al ribasso sulla nostra previsione di crescita per l'anno prossimo, viceversa, **riteniamo vi siano rischi al rialzo sul profilo previsivo per gli anni dal 2022 al 2024** (dal 2025, una volta recuperati i livelli pre-shock, l'attività economica dovrebbe tornare ad espandersi a ritmi in linea con il potenziale).

La politica fiscale resterà accomodante ancora a lungo. **Per il 2021, il valore "facciale" dei pacchetti di stimolo è solo di poco inferiore a quello del 2020** (5% del PIL, dopo il 7% del 2020). L'impatto della Legge di Bilancio sarà solo una parte, e non la più importante, degli interventi di sostegno all'economia, che includono un ulteriore pacchetto da 20 miliardi già annunciato per le prime settimane del 2021, e i primi fondi dal Programma "Next Generation EU" (il cui ruolo diventerà via via più importante nel corso degli anni, visto che il segno della manovra di bilancio diverrà prima meno espansivo e poi restrittivo). **Stimiamo un impatto annuo dalle sovvenzioni UE pari a circa mezzo punto di crescita del PIL per tutto il triennio 2021-23**, ma, a causa di possibili ritardi nell'implementazione dei progetti, sospettiamo che l'impatto maggiore si possa avere solo dal 2022. In ogni caso, per via soprattutto di stime meno ottimistiche sulla crescita del PIL, le nostre previsioni sui principali indicatori di finanza pubblica, e soprattutto sulla traiettoria del rapporto debito/PIL, sono meno rassicuranti di quelle del Governo (vediamo un debito sopra il 160% a partire dal 2021, per diversi anni). La traiettoria nel medio termine dipenderà soprattutto dalla crescita del PIL, il che evidenzia la **necessità di accompagnare gli stimoli dal lato della domanda**

**Gli scenari alternativi mostrano rischi al ribasso sulla previsione per il 2021 (in particolare sul primo semestre)**

**Viceversa, sussistono rischi al rialzo sul profilo atteso per la seconda metà del 2021, e per gli anni successivi**

**La politica fiscale rimarrà espansiva a lungo**

<sup>6</sup> Nelle nostre stime, il PIL su base trimestrale supererà i livelli di fine 2019 nel 2° trimestre 2024. In media d'anno, il PIL tornerà al di sopra del livello del 2019 solo nel 2025.

con riforme strutturali dal lato dell'offerta, che migliorino il PIL potenziale. In ogni caso, nei prossimi anni il ruolo dei detentori istituzionali diventerà sempre più ampio, e il **debito al netto delle passività verso UE ed Eurosistema** (appena superiore al 100% del PIL ovvero ben più basso del debito "lordo") **non si discosterà molto dai livelli pre-COVID**, il che dovrebbe rendere il debito italiano meno esposto alla volatilità dei mercati finanziari rispetto al passato.

**Stimiamo un'inflazione ancora non significativamente diversa da zero l'anno prossimo**, a +0,2% dal -0,1% del 2020. Vediamo entrambi gli indici ancora in territorio moderatamente negativo sino alla primavera, e in graduale risalita nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, la ripresa della domanda, visto l'esteso *output gap* ancora presente nell'economia, non sarà tale da determinare rilevanti pressioni sulla tendenza di fondo dei prezzi, che solo nel 2022 potrebbe tornare (di poco) al di sopra dell'1%. L'**ampio margine di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro** (prevediamo una salita del tasso di disoccupazione sopra l'11% nel 2021, dal 9,4% stimato per il 2020) farà sì che le pressioni al rialzo sul costo della manodopera restino più che contenute ancora a lungo.

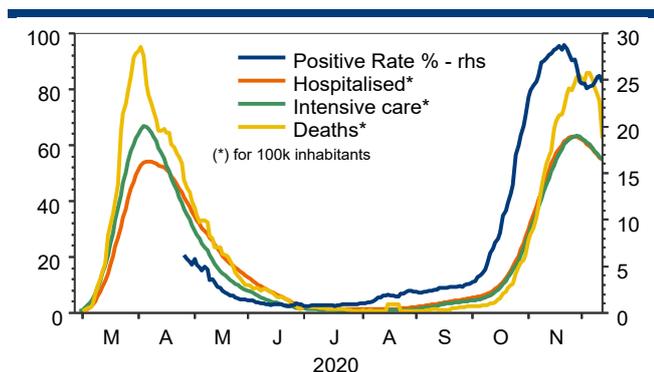
**L'inflazione resterà non significativamente diversa da zero in media d'anno**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020				2021p				2022p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-9.0	4.7	2.4	0.1	-5.6	-18.0	-5.0	-7.6	-0.3	15.7	0.6	4.4	3.0
- i/t				-0.3	-5.5	-13.0	15.9	-3.0	2.0	1.0	0.8	0.7	0.6
Consumi privati	-10.9	4.8	3.3	-0.2	-6.8	-11.5	12.4	-5.3	4.6	1.1	1.0	0.9	0.8
Investimenti fissi	-8.1	10.6	1.4	-0.1	-7.6	-17.0	31.3	-3.7	3.5	0.9	0.6	0.3	0.3
Consumi pubblici	-0.5	1.9	0.6	-0.1	-1.1	0.3	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Esportazioni	-15.4	7.9	3.1	-0.7	-7.9	-23.9	30.7	-4.0	3.0	1.5	0.8	0.7	0.7
Importazioni	-13.7	4.7	3.2	-2.4	-5.3	-17.8	15.9	-2.6	2.0	2.0	1.4	0.8	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-1.5	0.0	-0.7	1.2	-0.9	-1.1	1.2	-1.8	0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.7	2.7										
Deficit pubblico (% PIL)	-11.0	-8.6	-5.8										
Debito pubblico (% PIL)	158.3	160.4	161.7										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.1	0.2	1.1	0.3	0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2	0.0	0.5	0.6	0.8
Produzione industriale (a/a)	-11.2	7.6	2.1	-2.2	-11.1	-25.8	-4.1	-3.4	5.9	28.0	-0.3	1.2	1.2
Disoccupazione (ILO, %)	9.4	11.2	11.4	9.5	9.2	8.4	9.8	10.1	10.7	11.2	11.4	11.5	11.5
Tasso a 10 anni (%)	1.12	0.82	1.10	1.13	1.23	1.62	0.98	0.64	0.73	0.78	0.85	0.93	1.03

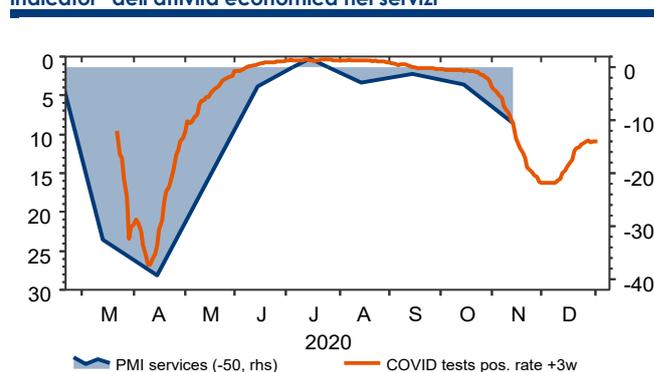
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Tasso di ospedalizzazione, ingressi in terapia intensiva e mortalità restano vicine ai massimi...**



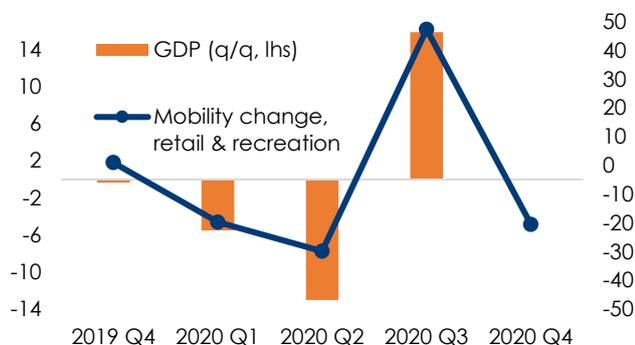
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Protezione Civile

**Fig. 2 – ...ma vi sono segnali di miglioramento nella curva di positività dei nuovi test, che appare una sorta di "leading indicator" dell'attività economica nei servizi**



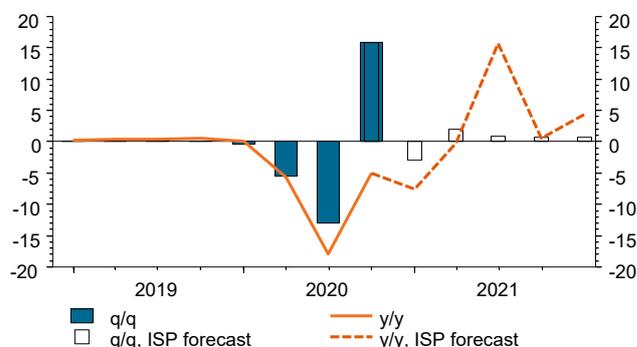
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit e Protezione Civile

**Fig. 3 – Le restrizioni alla mobilità in vigore tra ottobre e dicembre causeranno a nostro avviso una contrazione del PIL a fine 2020...**



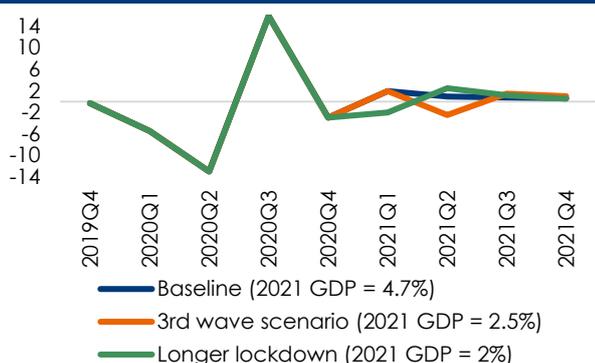
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

**Fig. 4 - ...seguita da un possibile rimbalzo verosimilmente già nel 1° trimestre 2021 (nell'ipotesi di un rilascio delle restrizioni nel corso del mese di gennaio)**



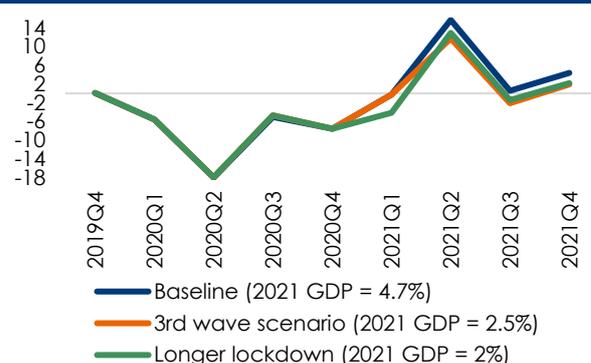
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 5 – Scenario di base e scenari alternativi: variazione % t/t del PIL italiano**



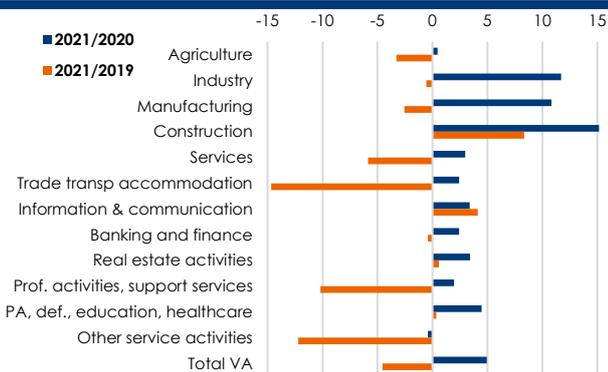
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – Scenario di base e scenari alternativi: variazione % a/a del PIL italiano**



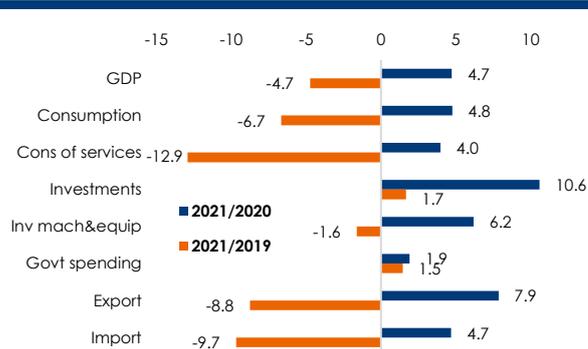
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 7 – I servizi restano il principale freno al PIL, sia dal lato dell'offerta...**



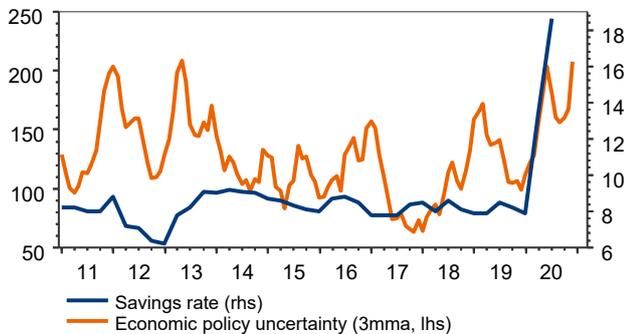
Nota: variazione % valore aggiunto nei principali settori produttivi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 8 – ...che della domanda**



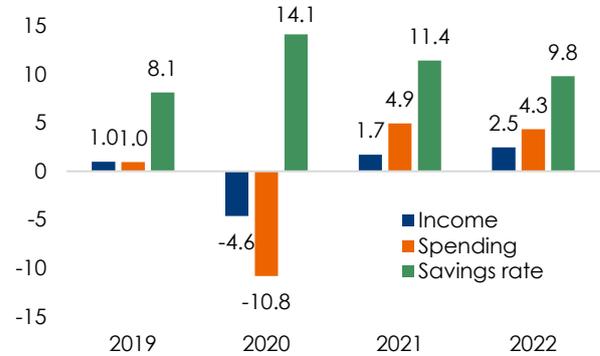
Nota: variazione % PIL e principali componenti dal lato della domanda. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 9 – Il tasso di risparmio potrebbe rimanere elevato per via del persistere di un'elevata incertezza sull'evoluzione della situazione non solo sanitaria ma anche economica**



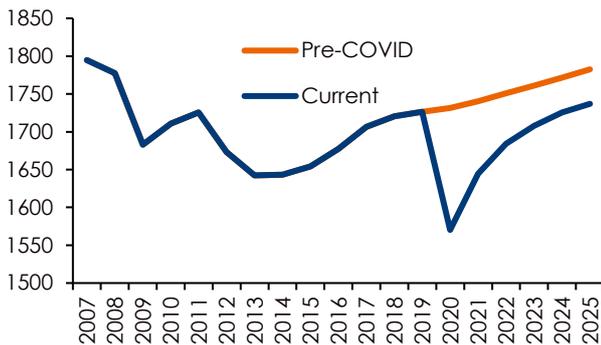
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

**Fig. 10 – Anche ipotizzando un rimbalzo piuttosto vigoroso della spesa delle famiglie, il tasso di risparmio rimarrà superiore ai livelli pre-COVID**



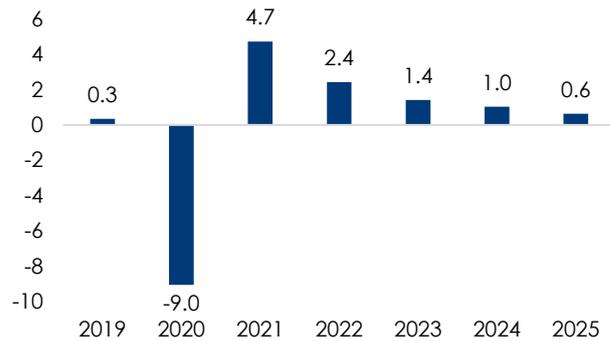
Nota: variazione % annua di reddito e spesa delle famiglie in termini nominali, tasso di risparmio in % del reddito disponibile. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 11 – Lo shock COVID ha causato un ampio output gap, che sarà colmato nel corso di alcuni anni...**



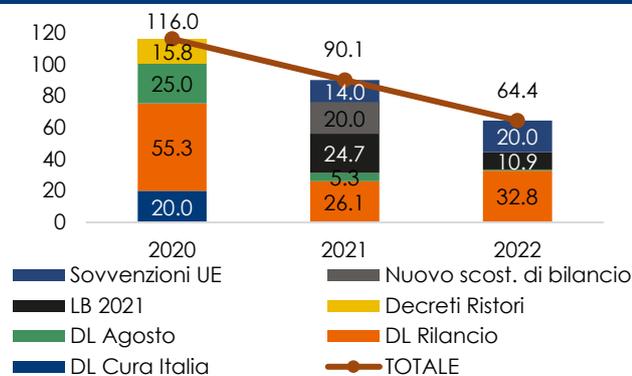
Nota: livello del PIL italiano in miliardi di euro. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 12 – ...con un ritmo di crescita annua superiore al potenziale fino al 2024 (anche grazie alla diffusione dei vaccini, e alla spinta da Next Gen EU)**



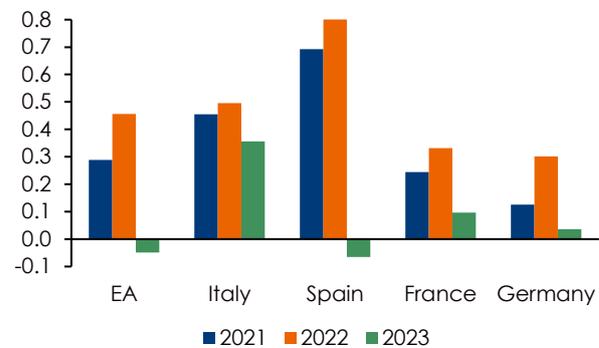
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 13 – Le misure discrezionali di politica fiscale approvate o programmate dal Governo italiano dopo lo shock-COVID (valore facciale ex-ante in miliardi, effetti cumulati)**



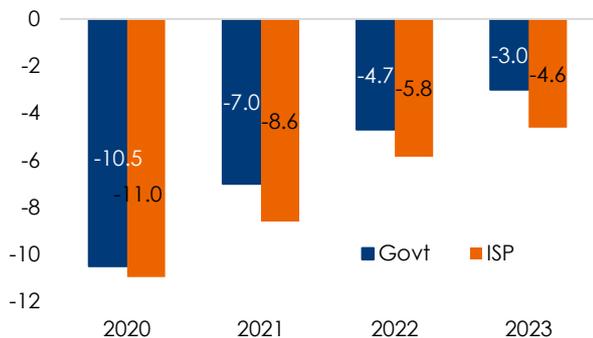
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

**Fig. 14 – Impatto stimato delle sovvenzioni nell'ambito del programma "Next Gen EU" sul tasso di crescita % annuo del PIL (con rischi al ribasso sul 2021, al rialzo su 2022-23)**



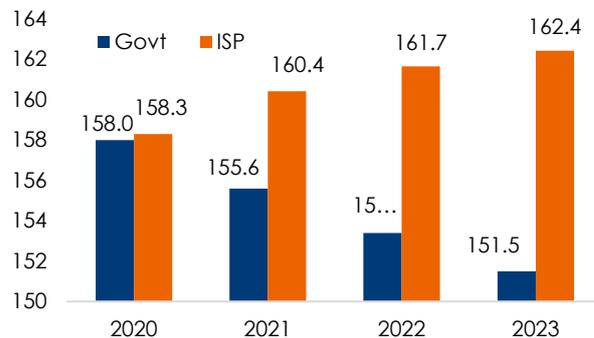
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 15 – Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



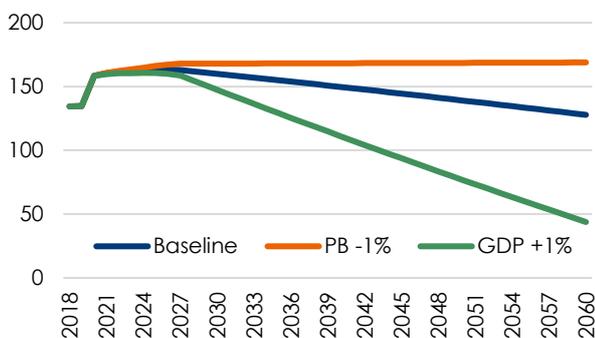
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico governo italiano (Documento Programmatico di Bilancio)

**Fig. 16 – Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



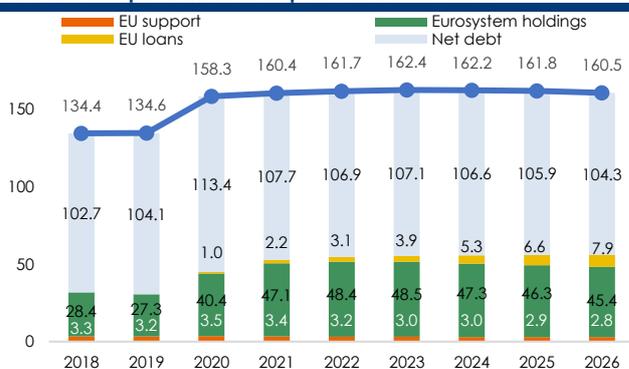
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico governo italiano (Documento Programmatico di Bilancio)

**Fig. 17 – La sostenibilità del debito nel lungo termine dipende in misura cruciale dal tasso di crescita del PIL**



Nota: Ipotesi di base: previsioni ISP su PIL e deflatore del PIL fino al 2025, dal 2026 in poi: PIL = 0,5%, deflatore del PIL = 1,5%; Previsioni ISP sulla spesa per interessi fino al 2023, dal 2024 in poi: costo del debito in aumento di un decimo all'anno dal 2,1% nel 2023 al 2,5% nel 2027; Previsioni ISP sul saldo primario fino al 2023, saldo primario in miglioramento dell'1% all'anno, da -1,3% nel 2023 a +1,8% nel 2028 (stesso livello del 2019). Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 18 – Il debito al netto delle passività verso UE ed Eurosistema è decisamente più contenuto rispetto al debito "lordo"**



Nota: EU support = quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UE, bilaterali o tramite EFSF + contributo dell'Italia al capitale dell'ESM; EU loans = Prestiti SURE + Prestiti nell'ambito del "Next Gen EU". Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano, BCE, UE

## Spagna: ripresa robusta ma parziale nel 2021

La seconda ondata di COVID-19 riporterà la crescita del PIL in territorio negativo nel 4° trimestre: l'attività economica dovrebbe subire una contrazione del -3,8% t/t. L'intensità della ripresa dipenderà dall'evoluzione della curva pandemica e dalla gestione di una probabile terza ondata. Ci attendiamo un rimbalzo del 5,0% nel 2021. Le conseguenze dello shock sui conti pubblici, in particolare sul debito pubblico, rischiano di essere più persistenti.

Aniello Dell'Anno

La 2° ondata di COVID-19 ha costretto Governo spagnolo e Comunità autonome ad introdurre nuove misure di contenimento a partire da ottobre. Oltre al coprifuoco e al divieto di assembramenti su tutto il territorio spagnolo, a livello locale si è decisa la chiusura, o la limitazione, per le attività di ristorazione e di intrattenimento, oltre al divieto di spostamento tra regioni, province e comuni. Le buone notizie dal fronte vaccini, per i quali il Ministero della sanità ha già preparato un piano di somministrazione su scala nazionale<sup>7</sup>, hanno rafforzato le prospettive di una crescita robusta nel lungo periodo. L'incertezza rimane alta nel breve periodo: la ripresa sarà discontinua e dovrebbe consolidarsi solamente dal 2° semestre 2021. Una piena normalizzazione dei flussi turistici dovrà probabilmente attendere il 2022.

I dati sul PIL del 3° trimestre hanno mostrato un balzo superiore alle attese. **La crescita è stata +16,7% t/t**, grazie soprattutto alla domanda interna (+14,8% t/t). I consumi delle famiglie sono saliti del +20,2% t/t, mentre gli investimenti del +19,8% t/t. Un miglioramento si è registrato, in modo simmetrico, anche per le esportazioni e le importazioni, cresciute rispettivamente del +4,3% t/t e del +3,5% t/t. Il settore che ha visto la ripresa più rapida è senza dubbio l'industria, che registra un salto del +27,4% t/t, mentre i servizi sono saliti del +15,0% t/t.

L'economia spagnola ha registrato una crescita superiore alle attese

Le indagini congiunturali anticipano una contrazione del PIL nel 4° trimestre, stimiamo **intorno al -3,8% t/t**. Rispetto alla primavera il calo è molto più contenuto, perché la flessione del valore aggiunto nel terziario è stata in parte spazzata dall'espansione nel manifatturiero. Ci aspettiamo una crescita moderata nel 1° trimestre 2021, la cui robustezza dipenderà principalmente dall'evoluzione della curva dei contagi. Una terza ondata inciderebbe fortemente sulla ripresa della domanda e del turismo internazionale, riportando in territorio negativo il PIL nel 2° trimestre. **Il 2020 potrebbe chiudersi con un calo dell'attività economica del -11,7%** ma restano rischi verso il basso; **al pesante ribasso seguirebbe un rialzo di circa il +5,0% nel prossimo anno**<sup>8</sup>. In uno scenario futuro peggiorativo, che comporterebbe misure di contenimento come quelle viste nel trimestre autunnale, le stime di crescita del 2021 subirebbero un ulteriore taglio.

La ripresa si interromperà nel 4° trimestre

**L'inflazione** rimane tendenzialmente negativa, come dimostrano i dati di novembre. L'indice dei prezzi al consumo (CPI) è salito due decimi a novembre rispetto al mese precedente con un tasso di crescita del -0,8% a/a. L'indice armonizzato (HICP), invece, è stabile a -0,9% a/a. **Ci aspettiamo una risalita dei prezzi del +0,8% nel 2021**, dopo il -0,3% atteso per quest'anno.

La crescita dei prezzi dipenderà dalla ripresa

La Camera dei Deputati ha recentemente approvato la legge di bilancio ("Presupuestos Generales del Estado") con una maggioranza (188 deputati) più ampia della coalizione di Governo (155 deputati). Con questa votazione la Spagna sembra mettere da parte l'incubo dell'instabilità politica. Il PGE 2021 include 26,634 miliardi di euro che andranno a finanziare il Piano per la ripresa, trasformazione e resilienza ("Plan Nacional de Recuperación,

Il pacchetto di misure fiscali si aggira intorno al 5,5% del PIL

<sup>7</sup> Il piano di vaccinazione contro il COVID-19 dovrebbe raggiungere, in maniera graduale, l'intera popolazione in tre fasi durante i primi tre trimestri del 2021. Per questo motivo, il Governo ha stabilito una divisione in 18 gruppi in base a rischio, livello di esposizione, caratteristiche socio-economiche e possibilità di trasmissione. Nel 1° trimestre sono previste 2,5 milioni di vaccinazioni.

<sup>8</sup> La nostra previsione non tiene conto degli effetti espansivi legati ai fondi NextGenerationEU.

Transformación y Resiliencia")<sup>9</sup>. Nell'anno che sta per chiudersi, il Governo stima l'impatto delle misure fiscali per fronteggiare la crisi da COVID-19 in circa 60 miliardi (5,5% del PIL). A questa cifra vanno aggiunte le misure di sostegno della liquidità per imprese e lavoratori autonomi<sup>10</sup>, e il differimento delle imposte e dei contributi previdenziali (circa 18 miliardi, 1,6% del PIL). Ovviamente, l'evoluzione dei conti pubblici è peggiorata visibilmente nell'anno corrente. **Il deficit è atteso toccare il -11,8% del PIL e, di conseguenza, il debito pubblico dovrebbe passare al 119,8% del PIL dal 95,5% del 2019.** La Commissione Europea ha previsto per il prossimo anno un deficit del -9,6%.

Nel 3° trimestre, nonostante il numero di occupati sia salito a 19,177 da 18,6 milioni precedente, il tasso di disoccupazione è passato a 16,26% da 15,3%, con un peggioramento atteso intorno al 17,0% nel trimestre corrente. L'estensione del meccanismo ERTE fino la 31 gennaio 2021 e il sostegno ai lavoratori autonomi, finanziati anche attraverso il programma SURE<sup>11</sup>, insieme ad un uso esteso del telelavoro hanno permesso una flessione del mercato del lavoro meno pesante rispetto alla caduta del PIL. Per tali ragioni, **ci aspettiamo una salita del tasso di disoccupazione al 15,7% quest'anno**, più bassa rispetto alle aspettative di inizio pandemia e lontano dai massimi visti con la passata crisi; la disoccupazione dovrebbe poi salire ulteriormente al 17,7% nel 2021.

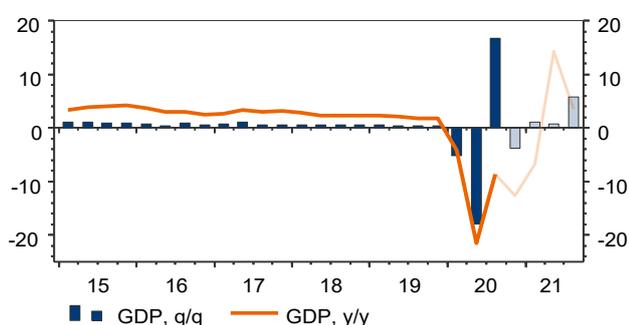
**Il tasso di disoccupazione subirà una flessione meno marcata rispetto al PIL**

Previsioni

	2020	2021p	2022p	2019	2020				2021p				2022p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-11.7	5.0	6.7	1.7	-4.2	-21.5	-8.7	-12.6	-6.7	14.3	3.5	10.9	10.3	
- t/t				0.4	-5.3	-17.8	16.7	-3.8	1.1	0.7	5.7	3.1	0.5	
Consumi privati	-14.3	4.1	6.3	0.1	-6.7	-20.0	20.2	-6.4	1.7	0.8	4.9	4.0	0.1	
Investimenti fissi	-14.5	9.3	13.1	-1.0	-4.8	-22.4	19.8	-3.1	0.7	1.4	11.8	5.4	1.1	
Consumi pubblici	3.3	1.1	-0.1	0.9	1.3	0.3	1.1	0.1	0.3	0.3	-0.1	-0.3	0.1	
Esportazioni	-19.9	6.3	4.7	0.2	-7.4	-33.4	34.3	-1.7	0.8	1.3	3.0	2.6	0.0	
Importazioni	-17.8	5.4	3.7	-1.1	-5.8	-29.5	28.4	-2.0	1.2	1.0	2.5	2.6	-0.2	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.2	0.5	-0.2	0.1	
Partite correnti (% PIL)	1.7	2.5	2.8											
Deficit pubblico (% PIL)	-11.8	-9.6	-8.6											
Debito pubblico (% PIL)	119.8	122.0	123.9											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	-0.3	0.8	1.1	0.5	0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.4	1.0	1.3	1.3	1.5	
Disoccupazione (ILO, %)	15.7	17.7	17.3	13.8	13.9	15.5	16.6	17.0	17.4	17.6	17.8	17.8	17.6	

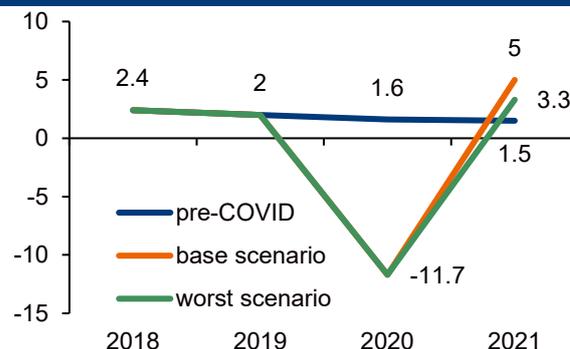
\* Corretto per gli effetti di calendario. Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - Prevediamo un calo del PIL nell'ordine del -3,8% t/t nel 4° trimestre e di -11,7% su base annua



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

Fig. 2 - Una ripresa lenta ed una terza ondata di contagi potrebbero portare a una crescita del PIL del +3,3% nel 2021



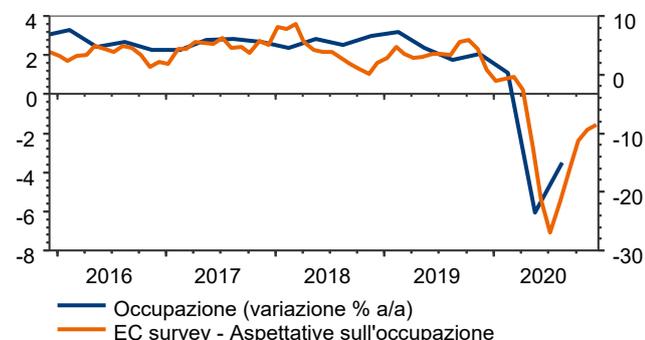
Fonte: simulazione e previsione Intesa Sanpaolo

<sup>9</sup> I fondi sono divisi tra 2,436 miliardi da REACT-EU e 24,198 miliardi da RRF.

<sup>10</sup> Secondo i dati forniti da ICO, le garanzie dello stato al 15 ottobre 2020 ammonterebbero a 79 miliardi.

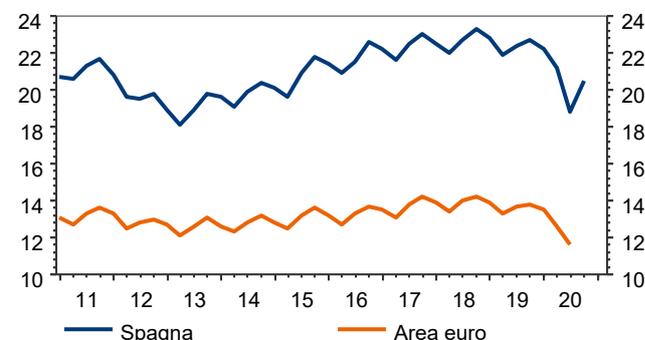
<sup>11</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_1990](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1990)

**Fig. 3 – Parziale ripresa dell'occupazione in corso**



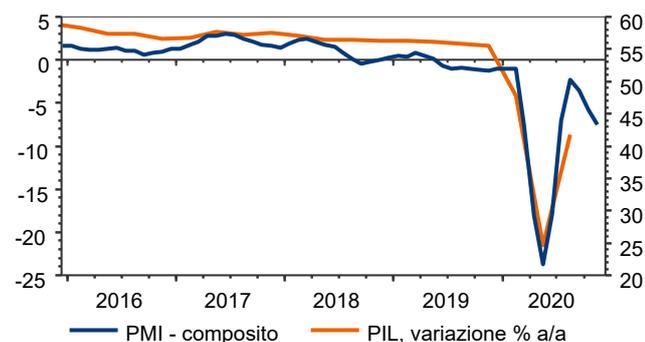
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – La percentuale di lavoratori temporanei è calata con la crisi pandemica**



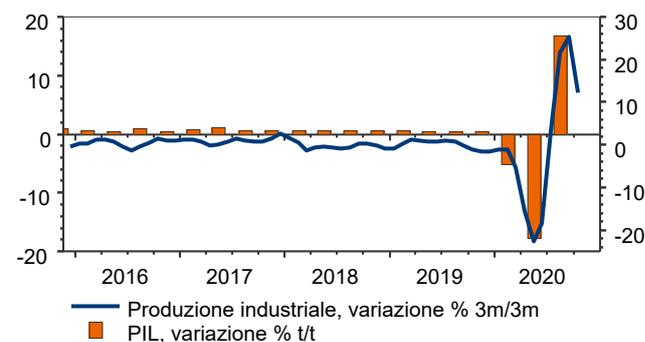
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 - PMI composito e crescita tendenziale**



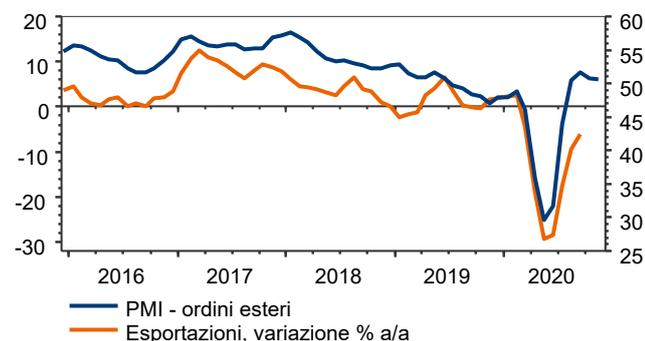
Nota: media mobile trimestrale per il PMI. Fonte: UHS Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 - Produzione industriale e PIL**



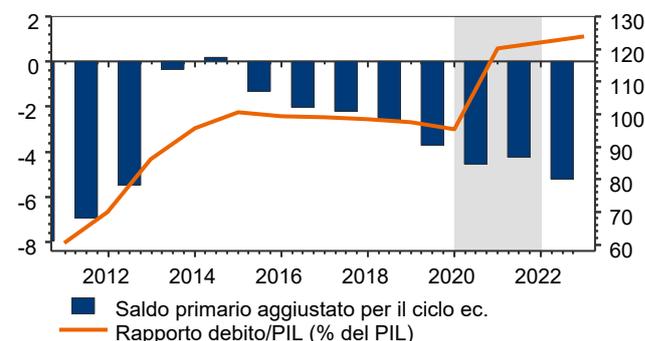
Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 - L'export perde forza nel 4° trimestre**



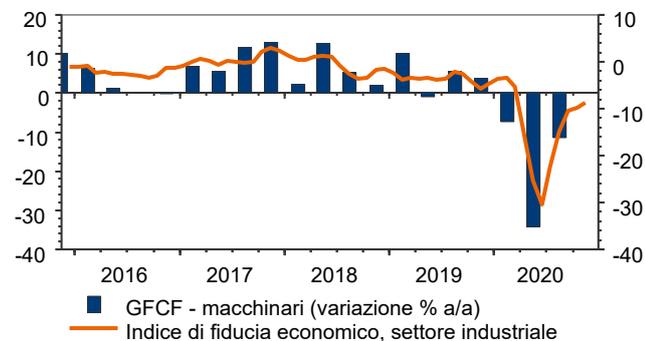
Nota: medie mobili trimestrali. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INE e IHS Markit

**Fig. 8 - Per la Commissione, debito pubblico in drastico aumento dal 2020**



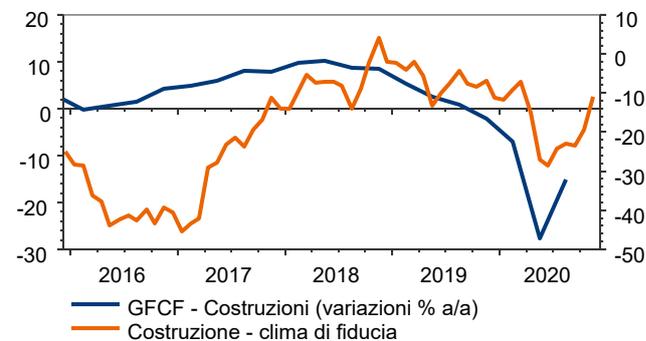
Fonte: Commissione Europea, AMECO

**Fig. 9 - Investimenti: in risalita dopo aver toccato il minimo dalla Grande Recessione del 2008**



Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 10 - La flessione nel settore delle costruzioni è stata particolarmente severa nei primi 6 mesi del 2020**



Fonte: Refinitiv-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Paesi Bassi: la seconda ondata allontana la ripresa

I Paesi Bassi hanno sperimentato una pesante seconda ondata di contagi che ha fatto correre il Governo ai ripari, prorogando le misure restrittive fino a metà dicembre. Ci aspettiamo una contrazione del PIL di -4,7% nel 2020, ed un rimbalzo del +2,0% per il prossimo anno. Il peggioramento dei conti pubblici riteniamo sarà consistente, ma non in grado di destare preoccupazioni.

I Paesi Bassi sono stati uno dei primi paesi europei ad introdurre un secondo *lockdown*, seppur "parziale", già da metà ottobre; a partire dal 3 novembre, il Governo ha deciso di inasprire le misure di contrasto al diffondersi del virus, imponendo la chiusura di musei e di ogni luogo pubblico, comprese le attività commerciali non essenziali, irrigidendo ed estendendo altre misure come i raduni pubblici, il distanziamento sociale e il lavoro da casa, la chiusura di discoteche e locali notturni, dopo che i nuovi casi giornalieri avevano superato gli 11.000 contagi. Le misure sono state temporaneamente allentate e poi reintrodotte dal 15 dicembre al 19 gennaio. Lo scenario attuale suggerisce quindi una contrazione dell'attività economica nel trimestre in corso, a causa del persistente impatto su tessuto produttivo e abitudini delle famiglie.

Il rimbalzo del PIL olandese nel 3° trimestre è stato superiore alle attese e pari a +7,7% t/t; nel 2° trimestre la crescita aveva toccato il minimo storico (-8,5% t/t), nonostante l'assenza di chiusure generalizzate. Il principale contributo (circa 6,9pp) è arrivato dalla domanda interna: la ripresa dei consumi è stata particolarmente ampia (+9,4% t/t) così come l'aumento degli investimenti (+6,3% t/t). Anche il canale estero ha contribuito per +2,2pp, grazie al miglioramento dell'export (+8,6% t/t) sulla scia della ripresa globale della catena del valore. Le scorte hanno segnato un contributo di -1,5pp.

**Nel 4° trimestre, l'economia dovrebbe contrarsi di circa il -3,6% t/t**, in seguito ad una flessione sia nei consumi, che negli investimenti. Rispetto alle nostre stime precedenti, abbiamo rivisto al ribasso le prospettive per la seconda metà dell'anno. In media annua quindi **il PIL è atteso in calo del -4,7% quest'anno**, peggio del -3,7% della crisi finanziaria del 2009, **mentre dovrebbe risalire del 2,0% nel 2021**<sup>12</sup>.

**L'inflazione** ha sperimentato un rallentamento a 0,8% a novembre, non lontano dal minimo da quattro anni di 0,7% registrato ad agosto. In media annua prevediamo l'inflazione in rallentamento all'1,3% (1,1% armonizzato) dal 2,7% del 2019, mentre l'anno prossimo, con il recupero parziale dell'attività, dovrebbe seguire una debole risalita all'1,5% (1,2% armonizzato).

**Anche nei Paesi Bassi, l'impatto dell'epidemia sul mercato del lavoro è stato rilevante**, nonostante il Paese prima di ottobre non abbia messo in pratica vere e proprie chiusure generalizzate. Secondo i dati finora disponibili, il numero dei disoccupati, seppure in leggera flessione, rimane alto (406 mila unità), per un totale di oltre 278 mila sussidi di disoccupazione erogati a fine ottobre. Questo si è riflesso in un tasso di disoccupazione oramai stabile sopra la soglia del 4,0% (4,3% a ottobre dal 4,4% di settembre). Questo significa che, anche alla luce delle nuove restrizioni, la disoccupazione dovrebbe passare al 4,6% quest'anno dal 3,4% del 2019. I senza lavoro dovrebbero continuare ad aumentare nel 2021, quando la disoccupazione dovrebbe superare di poco il 6,0% per poi tornare a calare dal 2022.

Per far fronte alla crisi da COVID-19, **il Governo ha adottato misure fiscali pari al 5,1% del PIL**<sup>13</sup>. Il nuovo pacchetto si sostanzia in sussidi di disoccupazione (nel complesso le misure a sostegno

**Aniello Dell'Anno**

**Da settembre una seconda ondata di contagi ha investito il Paese**

**L'economia olandese si è ripresa più del previsto nel 3° trimestre...**

**...però nel 4° trimestre il PIL subirà una nuova contrazione**

**L'inflazione rallenta meno della media Eurozona**

**I primi dati indicano che il mercato del lavoro subirà un contraccolpo che porterà la disoccupazione oltre il 6,0% nel 2021**

**Deficit e debito pubblico sono attesi in allargamento fino al 2022**

<sup>12</sup> La nostra previsione non tiene conto degli effetti espansivi legati ai fondi NextGenerationEU.

<sup>13</sup> Nel calcolo sono esclusi i differimenti delle imposte perché non hanno un effetto diretto sul deficit.

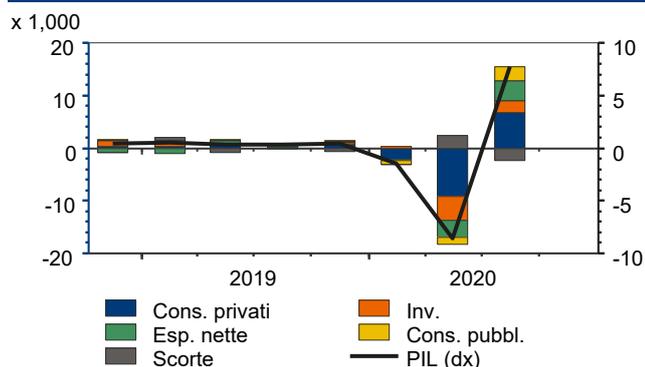
dell'occupazione ammonterebbero all'1,8% del PIL) e sostegno agli investimenti privati<sup>14</sup>, sostegno ai lavoratori autonomi (0,4% del PIL) e, dal lato delle entrate, esenzioni dal pagamento delle imposte. Partendo dalle stime della *Nederlandsche Bank*<sup>15</sup> e alla luce delle misure previste, vediamo un deficit a fine anno al -7,1%; difficilmente il saldo pubblico tornerà in avanzo prima del 2023. Il crollo eccezionale del PIL spingerà il debito pubblico già quest'anno oltre 58% dal 48,3% del 2019; il picco dovrebbe essere attorno al 62% nel 2022.

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020				2021p				2022p
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4.7	2.0	3.4	1.7	-0.4	-9.2	-2.5	-6.5	-4.1	5.2	0.8	6.5	5.5
- t/t				0.5	-1.5	-8.5	7.7	-3.6	1.0	0.3	3.2	1.8	0.1
Consumi privati	-6.8	2.0	4.5	0.7	-2.6	-11.3	9.4	-3.0	0.7	0.4	2.5	2.5	0.4
Investimenti fissi	-3.7	4.0	5.1	1.3	0.6	-11.3	6.3	-0.2	1.2	0.2	4.2	1.2	0.3
Consumi pubblici	-0.1	4.3	1.2	0.3	-1.5	-3.1	6.4	0.5	1.0	0.6	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	-4.5	4.4	5.1	0.6	-1.9	-10.3	8.6	-0.6	0.7	0.5	3.2	3.2	0.5
Importazioni	-4.6	4.1	4.3	0.6	-2.0	-9.5	6.8	0.5	0.8	0.5	2.3	2.3	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-1.1	-1.5	-0.3	0.0	1.3	-1.8	0.2	-0.3	0.8	-0.7	-0.5	-0.5
Partite correnti (% PIL)	9.2	8.0	7.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.1	-5.7	-3.8										
Debito pubblico (% PIL)	58.0	61.5	62.0										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.1	1.2	1.4	2.7	1.3	1.2	1.0	0.8	1.2	1.2	1.1	1.4	1.5

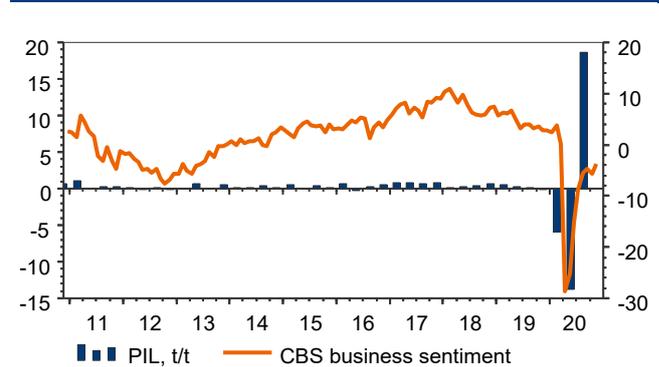
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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



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

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

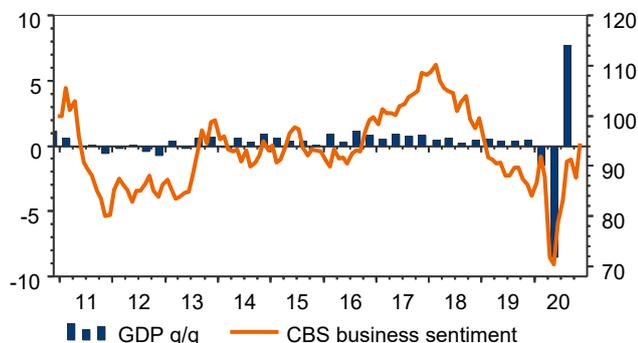


Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

<sup>14</sup> A fine agosto il Governo ha deciso in modo inatteso di estendere fino a metà 2021 i sussidi di emergenza che dovevano terminare a ottobre, per un ammontare complessivo di oltre 12,5 miliardi, pari all'1,5% del PIL.

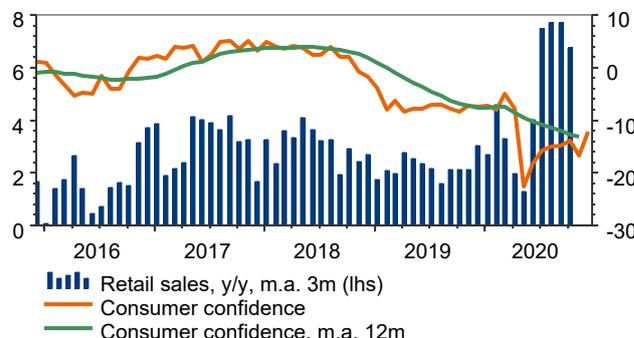
<sup>15</sup> [https://www.dnb.nl/en/binaries/EOV\\_June\\_2020\\_tcm47-389040.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/EOV_June_2020_tcm47-389040.pdf)

**Fig. 3 – Migliora la fiducia nel manifatturiero**



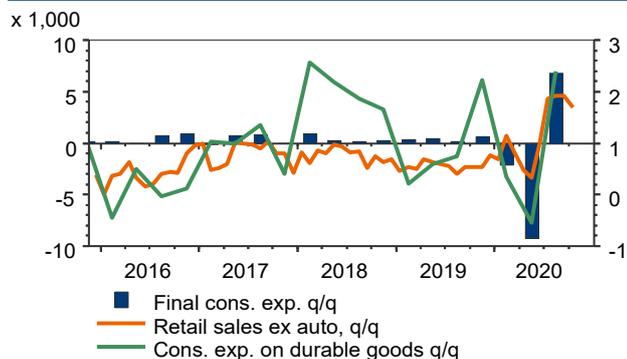
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



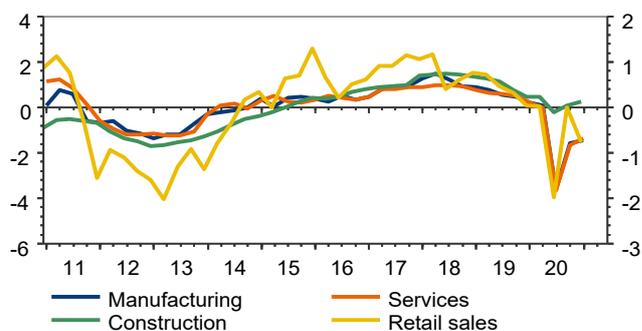
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



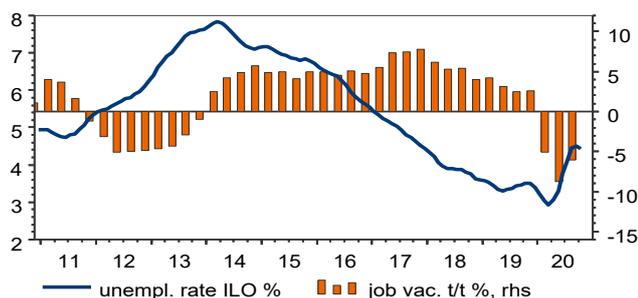
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



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

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



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

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



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

## Asia

### Giappone: curva della pandemia di nuovo in rialzo, curva della crescita sostenuta temporaneamente dalla politica fiscale

La pandemia in Giappone ha avuto effetti relativamente contenuti in termini di contagi e decessi, ma ha esteso la recessione iniziata a fine 2019 fino a metà 2020. L'attuale ripresa è sostenuta dallo stimolo fiscale, ma ora è frenata da una terza ondata di contagi. Dopo una stagnazione nel 1° trimestre, la crescita nel 2021 dovrebbe essere spinta ancora dalla politica fiscale e radicata grazie all'arrivo dei vaccini.

Il Giappone è ora soggetto a una **terza ondata di contagi**, con picchi giornalieri di oltre 2900 casi (19,1/mln), più contenuti rispetto quelli registrati negli altri paesi avanzati, ma al di sopra dei massimi della prima (540 nuovi casi/giorno, 4,3/mln) e della seconda (1528 nuovi casi, 12,5/mln) ondata. Il governo ha adottato misure di contenimento e successivi allentamenti da aprile in poi. È ora in corso un nuovo round di limitazioni all'attività, con probabili effetti negativi sulla crescita. L'andamento altalenante delle restrizioni e della crescita dovrebbe proseguire almeno fino a metà 2021, in attesa di una diffusione generalizzata dei vaccini.

La performance dell'economia è stata ampiamente supportata dalla politica fiscale, con due **manovre supplementari** per un ammontare complessivo pari a circa 57 tln di yen (11% del PIL), più circa 50 tln di prestiti e garanzie. Il governo si appresta a introdurre un terzo pacchetto di sostegno, che verrà presentato intorno a metà dicembre. La recessione iniziata nell'autunno 2019, in seguito al rialzo dell'imposta sui consumi, ha svoltato in estate: nel 3° trimestre il PIL era in calo di -5,7% a/a e il **2020** dovrebbe chiudersi con una **contrazione annua di -5,1%**. Per il 4° trimestre ci attendiamo un aumento intorno a 1,5% t/t, che dovrebbe lasciare il PIL a fine 2020 a circa -1% al di sotto del livello pre-COVID. Nel **2021, la crescita è prevista a 3,4%**, con l'aspettativa di un inizio anno debole per via della nuova ondata di contagi e una successiva riaccelerazione, grazie al contributo della politica fiscale e alla graduale diffusione dei vaccini. L'**inflazione**, tornata in territorio negativo da ottobre, dovrebbe restare lontana dall'obiettivo della BoJ nel futuro prevedibile, senza modifiche significative alla politica monetaria. La Banca centrale incrementerà ancora la sua quota di JGB in circolazione, nonostante l'incremento significativo del deficit pubblico.

**Ripresa al traino della politica fiscale, fino all'arrivo dei vaccini.** La contrazione del PIL giapponese, iniziata nell'autunno 2019 e amplificata dall'arrivo della pandemia, si è interrotta nell'estate 2020, con un rimbalzo di 5% t/t, sostenuto dalle misure fiscali anti-COVID a supporto delle famiglie e dell'occupazione. La fine dell'emergenza nazionale a maggio e gli interventi fiscali hanno spinto verso l'alto i consumi, in rialzo di 5,1% t/t (ma ancora negativi su base tendenziale, -7,2% a/a) in estate, con una ripresa diffusa a tutte le categorie di spesa, particolarmente marcata nei beni durevoli (+4% t/t, -13,5% a/a) e nei servizi (+6,6% t/t, -9,8% a/a).

La crescita dei **consumi** è in netto rialzo da giugno. Per i servizi, il Giappone è un "outlier" rispetto agli altri paesi. Infatti, fra le misure fiscali a favore dei consumatori, spiccano una serie di **iniziative, denominate "Go To"**, adottate gradualmente a partire da luglio e declinate in 4 aree. La principale, "Go To Travel", in vigore da luglio, sovvenziona la spesa dei residenti per viaggi e turismo in Giappone per il 50% del totale, fra sussidi e bonus. A questa iniziativa, se ne aggiungono altre a favore di eventi culturali, shopping e, da ottobre, "Go To Eat" offre un sussidio del 25% al consumo presso bar e ristoranti anche per i non residenti. Il risultato è una **spinta alla spesa in servizi ricreativi e aggregativi**, con un impatto significativo almeno fino a metà novembre. Recentemente, con la ripresa dei contagi, sono stati imposti vincoli all'utilizzo dei programmi "Go To" nelle aree più colpite (che sono anche le più popolose e con una quota prevalente di spesa sul totale). L'evoluzione della pandemia fa prevedere, a nostro avviso, un dato ancora positivo e solido per i consumi nel 4° trimestre, intorno all'1,5% t/t, seguito da un netto rallentamento a

Giovanna Mossetti

**Terza ondata di contagi in atto, probabile stallo della crescita fra fine 2020 e inizio 2021**

**Il sostegno della politica fiscale ha contenuto i costi e la durata della recessione**

**Ripresa in atto da metà 2020, ancora dipendente dallo stimolo fiscale**

**Consumi sostenuti dai trasferimenti pubblici, mirati anche a spingere i servizi**

inizio 2021, sulla scia della nuova frenata dei consumi, in particolare nel comparto dei servizi. **La previsione per i consumi è di correzione di -6,1% nel 2020 e di ripresa (+2,7%), nel 2021.**

Un fattore anomalo rispetto agli altri paesi avanzati è la relativa stabilità del **tasso di disoccupazione**, aumentato da 2,4% di febbraio a 3,1% di ottobre (fig. 4), con un probabile **picco intorno al 3,5% a inizio 2021**, grazie a sovvenzioni del 100% dei salari per le piccole/medie imprese e del 75% per quelle grandi, a parità di occupazione, insieme alla tradizione di forti legami fra impresa e dipendenti. Il risultato è un calo modesto e transitorio del reddito da lavoro a maggio, rapidamente recuperato, e un aumento significativo del reddito disponibile (fig. 6).

Per gli **investimenti non residenziali**, la svolta positiva dovrebbe arrivare nel 4° trimestre, dopo due trimestri di contrazioni, sulla scia della domanda dall'estero. Tuttavia, nonostante la ripresa della produzione industriale e degli ordini in autunno, la debolezza nel comparto non manifatturiero (evidente anche dal Tankan) dovrebbe frenare la crescita della spesa in conto capitale ancora per alcuni trimestri, con una previsione di **-6,6% nel 2020 e +1,3% nel 2021.**

Il **canale estero** ha segnato una svolta in estate, con un contributo di 2,9pp alla crescita del PIL, dopo -2,9pp nel 2°. Anche il 4° trimestre e il 2021 dovrebbero registrare esportazioni nette positive (contributo: 1,6pp), grazie alla ripresa cinese e americana.

**Politica fiscale: massimo supporto anche nel 2021.** Il governo si appresta a presentare una terza manovra supplementare, dopo le prime due per 57 tln di yen, di almeno 20 tln di yen, con estensione almeno fino a marzo 2021 dei programmi Go To e dei sussidi alle imprese per i dipendenti, nuovi finanziamenti per sanità e vaccini, incentivi alla digitalizzazione e sostegno finanziario. Verrà poi elaborato il budget per l'a.f. 2021, con possibili ulteriori misure.

**Politica monetaria: BoJ senza opzioni.** L'inflazione è di nuovo negativa (CPI ex-alimentari freschi -0,7% a/a a ottobre) e la BoJ prevede solo una modesta ripresa nei prossimi anni fiscali (0,4% nel 2021 e 0,7% nel 2022). A ottobre, la Banca centrale ha introdotto nuove misure per ridurre il costo dei tassi negativi sulle banche, con il pagamento di tassi di interesse marginalmente positivi sulle riserve. Al momento sembra improbabile che questa misura sia stata adottata in preparazione per ulteriori riduzioni del tasso overnight, che imporrebbero nuovi costi sulle banche con limitati effetti macroeconomici. Il ruolo della BoJ rimane quello di **assorbire JGB** e incrementare la propria quota di titoli, per liberare spazio fiscale, e **contenere al massimo il costo del debito.**

**Il mercato del lavoro ha reagito in misura limitata alla pandemia, grazie alle sovvenzioni statali alla spesa salariale e al tradizionale legame impresa/dipendenti**

**Investimenti non residenziali in crescita contenuta fino all'arrivo dei vaccini...**

**...ma sostenuti dalla dinamica delle esportazioni**

**In arrivo un terzo pacchetto fiscale a inizio 2021**

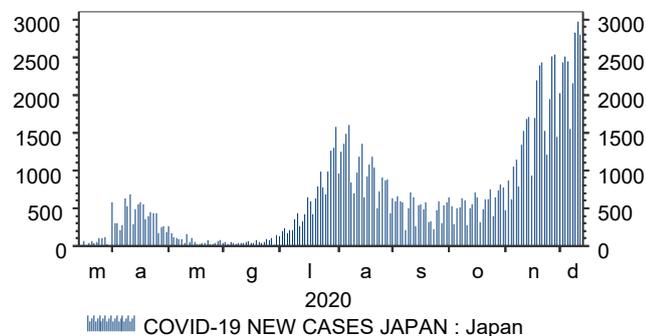
**La politica monetaria non ha più spazio di manovra, nonostante il ritorno in deflazione**

**Previsioni**

	2020	2021p	2022p	2019	2020				2021p				2022p	
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-5.1	3.3	2.5	-1.0	-2.1	-10.3	-5.7	-2.4	-1.7	8.1	3.9	3.3	3.5	
- trim/trim annualizzato				-7.2	-2.1	-29.2	22.9	6.6	0.7	3.3	5.0	4.2	1.5	
Consumi privati	-6.1	2.7	2.2	-11.9	-2.4	-29.4	22.1	6.1	-0.4	2.5	5.2	5.0	0.7	
IFL - priv. non residenziali	-6.8	1.2	5.0	-17.3	5.8	-20.8	-9.3	2.0	5.5	6.0	6.6	5.6	4.5	
IFL - priv. residenziali	-6.7	0.2	2.6	-7.2	-14.1	2.0	-21.2	7.2	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	
Investim. pubblici	3.2	2.3	1.0	5.0	-0.2	7.8	1.9	2.9	1.8	1.9	1.6	1.3	1.0	
Consumi pubblici	2.2	1.9	0.3	1.7	-1.1	1.1	11.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	
Esportazioni	-13.2	8.9	6.2	0.8	-19.6	-52.8	31.2	33.8	6.1	8.8	9.8	6.5	5.8	
Importazioni	-7.4	0.8	4.1	-11.9	-12.0	5.5	-30.8	9.1	7.4	4.9	4.3	4.1	4.1	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.3	-0.1	-0.3	0.8	1.2	-1.4	-1.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.1	
Partite correnti (% PIL)	3.0	3.9	3.9											
Deficit (% PIL)	-12.7	-9.0	-4.8											
Debito/PIL (% PIL)	251.2	255.7	255.4											
CPI (a/a)	0.0	-0.3	0.3	0.5	0.5	0.1	0.1	-0.6	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.1	
Produzione Industriale	-10.2	7.8	2.9	-6.7	-4.3	-20.4	-12.6	-3.1	-2.2	19.2	11.2	5.3	4.3	
Disoccupazione (%)	2.9	3.1	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	3.3	3.5	3.2	2.9	2.7	2.5	
Dollaro/Yen (Yen)	106.8	107.6	111.1	108.7	109.0	107.5	106.1	104.5	104.6	107.3	108.7	109.7	110.3	

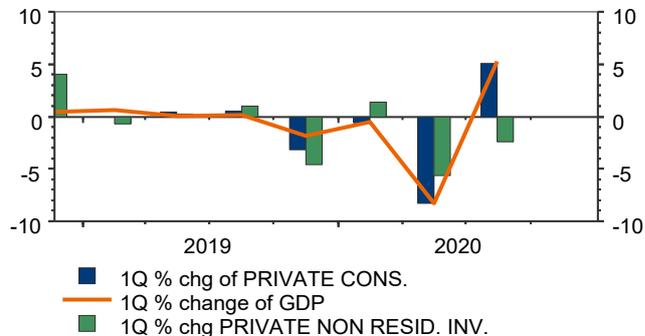
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – La fine dell'emergenza nazionale ha dato il via a una seconda ondata di contagi, ma i casi sono sotto controllo**



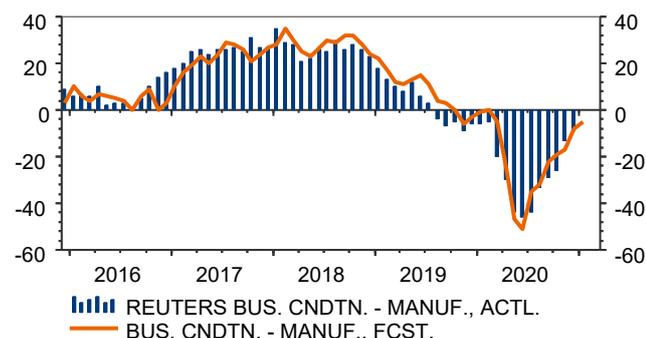
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – ripresa dei consumi nel 3° trimestre e nella parte iniziale del 4°: i contagi freneranno l'inizio del 2021**



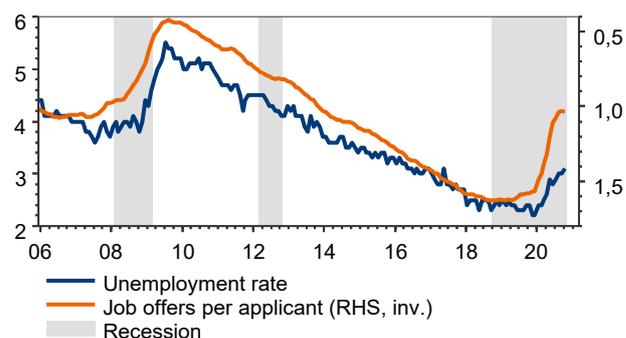
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Ripresa nel 3° trimestre, ma i livelli di attività resteranno al di sotto di quelli pre-pandemia ancora a lungo**



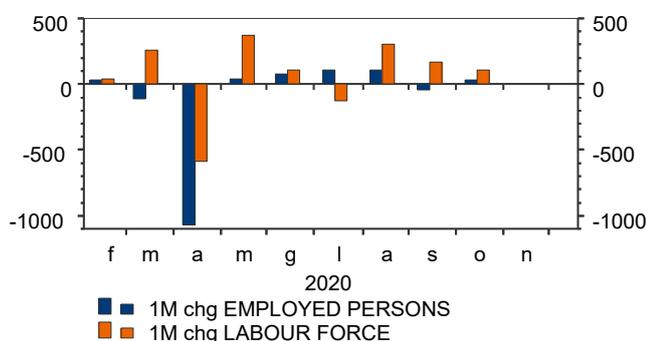
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Il tasso di disoccupazione aumenta di pochi decimi, ma i posti disponibili continuano a calare**



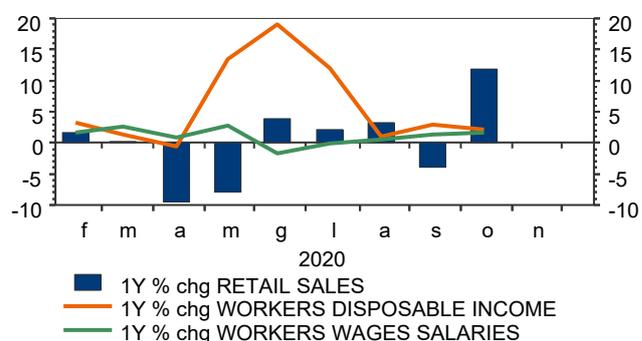
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – La perdita di posti di lavoro è stata contenuta e accompagnata da una moderata correzione della forza lavoro**



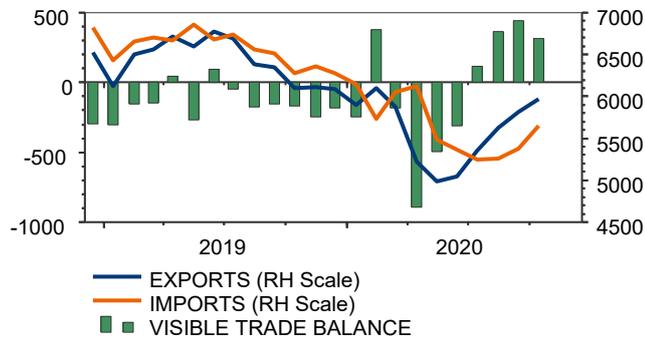
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Il forte aumento del reddito disponibile ha spinto la ripresa dei consumi grazie ai programmi "Go To", ma la crescita dei contagi bloccherà la crescita del 1° trimestre**



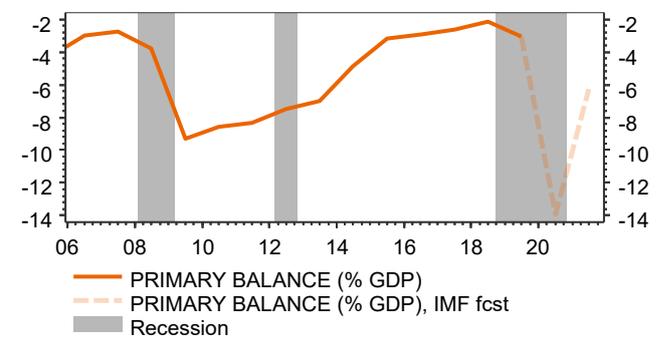
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Il canale estero torna a contribuire alla crescita, grazie anche alla ripresa cinese**



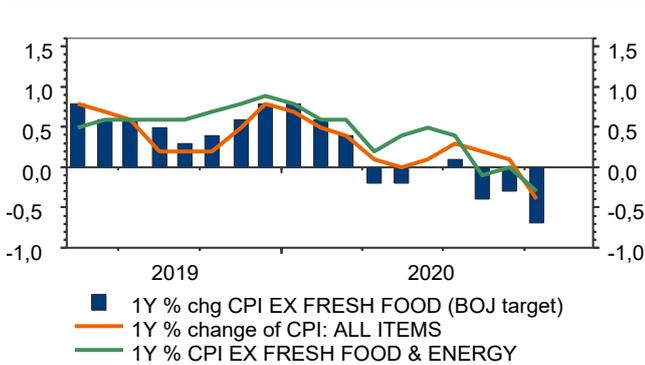
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 - Il FMI prevede un peggioramento dei conti pubblici solo temporaneo**



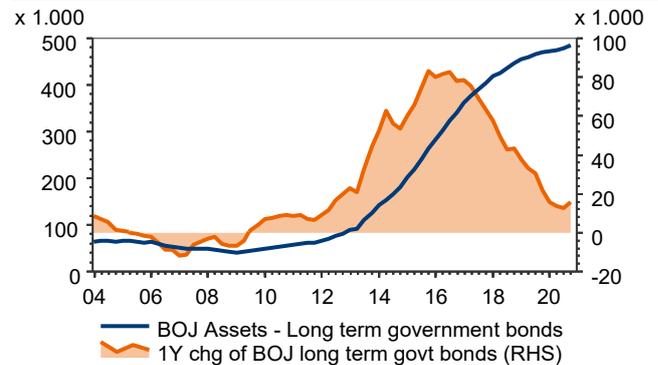
Fonte: FMI "Fiscal Monitor", aprile 2020

**Fig. 9 – Inflazione core di nuovo sottozero**



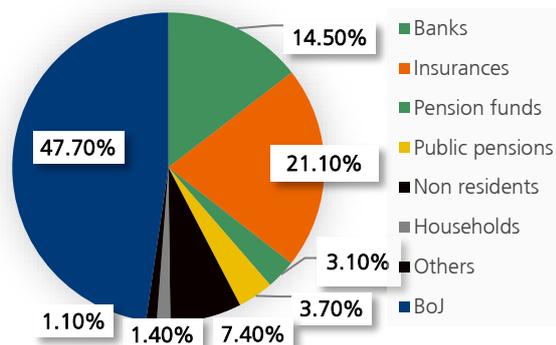
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – Gli acquisti di JGB finalmente svoltano dopo la frenata indotta dal controllo della curva dei rendimenti**



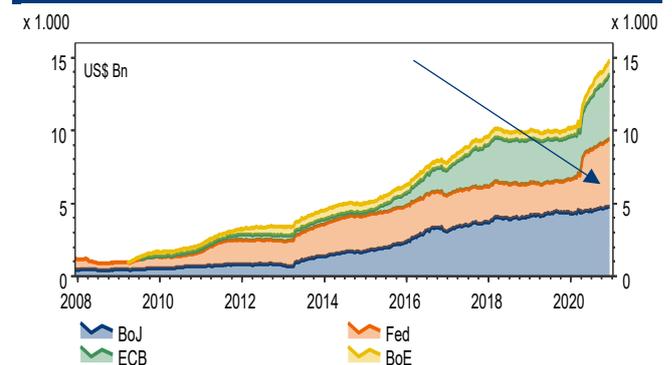
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



Fonte: Ministry of Finance, dati a giugno 2020. Per memoria: totale JGB= 1,027 tln di Yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,170 tln di Yen.

**Fig. 12 – La BoJ non ha seguito Fed, BCE e BoE nello straordinario aumento degli acquisti di titoli**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Cina: sostegno ai consumi e ritorno al controllo del rischio finanziario nel 2021

Silvia Guizzo

Grazie all'efficace controllo dell'epidemia e al sostegno delle politiche fiscali e monetarie la ripresa economica sta proseguendo anche nel 4° trimestre estendendosi ai servizi e ai consumi privati. Nel 2021 i consumi privati saranno ulteriormente supportati dalle politiche fiscali e l'impulso del credito continuerà a sostenere la ripresa degli investimenti almeno fino al 1° trimestre. La normalizzazione delle politiche monetarie e la rinnovata enfasi sul controllo del rischio finanziario ne freneranno poi la dinamica nella seconda metà dell'anno. Confermiamo la previsione di una crescita del PIL al 2,1% nel 2020 e rivediamo al rialzo quella del 2021 da 7,6% a/a a 7,8% a/a.

Grazie all'efficace controllo dell'epidemia e al sostegno della politica fiscale e monetaria la ripresa economica è proseguita anche nel 3° trimestre allargandosi dal settore industriale a quello dei servizi e dagli investimenti ai consumi privati. Il PIL è infatti salito del 4,9% a/a, con un incremento del 2,7% t/t in prosecuzione della ripresa a V avviata tra il 1° e il 2° trimestre. I dati mensili di ottobre e gli indici PMI di novembre indicano che questo trend sta proseguendo nel trimestre corrente. **Ci aspettiamo un'accelerazione del PIL a 5,5% nel 4° trimestre e confermiamo la previsione di una crescita annua del 2,1% nel 2020.** Il rimbalzo tecnico dei consumi privati sarà ulteriormente supportato dalle politiche fiscali nel 2021 e l'impulso del credito continuerà a sostenere la ripresa degli investimenti almeno fino al 1° trimestre del nuovo anno. Rivediamo di poco **al rialzo le previsioni di crescita del PIL da un precedente 7,6% a/a a 7,8% a/a nel 2021.**

Dal lato dell'offerta, nel 3° trimestre l'accelerazione dell'attività ha riguardato tutti i settori. **La dinamica dei servizi è nettamente migliorata** (+4,3% a/a da 1,9% a/a nel 2° trimestre) **pur rimanendo ancora non omogenea al suo interno:** il settore dell'accoglienza e ristorazione e quello dei servizi commerciali hanno registrato ancora una contrazione tendenziale negativa mentre il trasporto passeggeri in ottobre, anche se in continuo miglioramento dai minimi della primavera, è rimasto in calo del 31% a/a. L'enorme capacità di tracciamento e di testing e misure molto severe per l'entrata degli stranieri, recentemente inasprite, stanno consentendo al Paese di contenere i focolai senza troppo intensificare le misure di contenimento. Questo continua ad agevolare la ripresa del settore dei servizi che è attesa continuare anche nel 4° trimestre in linea con il netto incremento degli indici PMI del settore in ottobre e novembre. Il contemporaneo miglioramento delle condizioni delle imprese, incluse quelle piccole e medie, segnala una **crescita robusta anche del settore manifatturiero.** Attualmente ci sono tre vaccini nella fase 3 di sperimentazione (Sinovac, CanSino, Sinopharm) attuata contemporaneamente in diversi paesi (dall'Egitto al Brasile agli EAU). La disponibilità di un vaccino contribuirebbe ad una ulteriore normalizzazione della vita sociale supportando l'accelerazione dei servizi nel 2021.

Dal lato della domanda, **i consumi privati si sono rafforzati in linea con il progressivo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro** (fig. 8) e l'aumento del reddito disponibile, tanto che il loro contributo alla crescita del PIL è tornato positivo. Il **miglioramento dei consumi** è venuto **soprattutto dalle zone rurali**, dove stimiamo che i consumi nominali siano saliti del 5,8% a/a nel 3° trimestre, mentre nelle zone urbane stimiamo siano rimasti ancora in calo dello 0,8% a/a. L'aumento delle vendite al dettaglio di ottobre (fig. 4) e l'ottima dinamica tendenziale delle vendite online dei primi 11 giorni di novembre (*Single Day* allargato: 21,5% a/a) insieme all'incremento della componente occupazione dei PMI, in particolare nel settore dei servizi, puntano alla **prosecuzione della ripresa dei consumi nel 4° trimestre. I consumi privati dovrebbero continuare ad essere supportati anche nel 2021 grazie a misure fiscali di sostegno al vaglio del Consiglio di Stato** volte ad ampliare l'offerta di prodotti nelle municipalità e nelle contee, così da liberare il potenziale di consumo nelle aree rurali e nelle città non di prima fascia. Il Governo intende infatti varare misure diversificate a seconda delle condizioni locali **per incentivare l'acquisto di automobili, di elettrodomestici verdi e digitali** e di arredamento prodotto con criteri di sostenibilità ambientale, nonché **per sviluppare il settore dell'agro-alimentare e della ristorazione**, con modalità on-line e off-line, e **del "turismo digitale"** (Internet Plus Tourism).

La dinamica degli **investimenti fissi nominali** è accelerata a 1,8% cum. a/a in ottobre, ancora trainata dagli investimenti del settore immobiliare, delle imprese statali e delle infrastrutture. Gli investimenti del settore manifatturiero restano invece ancora deboli (fig. 6). Gli investimenti nel **settore immobiliare** sono spinti dall'edilizia residenziale ma il rallentamento degli acquisti di terreni e dei cantieri avviati, insieme alle restrizioni sui finanziamenti alle imprese immobiliari e al mancato allentamento delle misure anti-speculative, indeboliscono le prospettive del settore e prefigurano una **decelerazione degli investimenti nel corso del 2021**.

L'impulso del credito è ancora elevato e continuerà a fornire supporto alla ripresa degli investimenti a cavallo d'anno ma potrebbe essere vicino al punto di svolta. Le indicazioni delle autorità rendono infatti difficile attendersi un'accelerazione del credito di tanto superiore a quella attuale (fig. 5 e 11). L'accelerazione dell'attività economica e la tenuta del commercio estero stanno inducendo le Autorità, da un lato, a passare da misure maggiormente orientate al supporto delle imprese ad altre volte al supporto dei consumi privati e, dall'altro, a **tornerà a concentrarsi sul controllo del rischio finanziario**. Diversi recenti interventi di esponenti della CBIRC e della PBOC accennano alla necessità di una normalizzazione delle politiche monetarie e quasi-fiscali nel 2021, seppure lenta e calibrata in base all'evoluzione delle condizioni economiche, e alla preoccupazione per l'atteso aumento dei crediti incagliati. Le Autorità hanno contemporaneamente annunciato misure di regolamentazione più restrittive per le piattaforme di finanza online e hanno tollerato un aumento dei default obbligazionari, anche di imprese statali o a partecipazione statale (come Tsinghua Unigroup Co.Ltd o Yongcheng Coal&Electricity Holding Group), con l'intento di contenere il problema diffuso dell'azzardo morale. Riteniamo che in questo contesto la **normalizzazione della politica monetaria nel 2021** non passerà per un aumento dei tassi ufficiali, o monetari (questi ultimi già saliti ai livelli di inizio 2020). Ci aspettiamo invece che la **politica monetaria** rimanga **"prudente" e quasi neutrale con un orientamento accomodante** mentre avvia un'eliminazione graduale delle misure di proroga del pagamento dei prestiti e di esonero degli interessi per le imprese. I tassi monetari e i rendimenti potrebbero scendere nel primo trimestre grazie al rientro del premio al rischio legato alle ricorrenti tensioni di fine anno e del capodanno cinese per risalire su livelli poco al di sotto di quelli attuali a fine 2021.

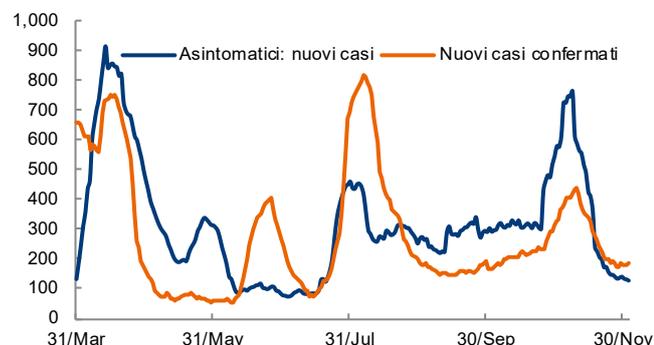
L'allargamento del differenziale di interesse (fig. 10) tra Cina e USA ha sostenuto un ulteriore rafforzamento del renminbi contro dollaro. Il cambio CNY/USD si è portato in area 6,53 con un apprezzamento del 3,8% rispetto a inizio ottobre e dell'8,9% dal picco di 7,16 di fine maggio. **Riteniamo che il potenziale di ulteriore apprezzamento del cambio sia limitato** a 6,40-6,45 nel breve periodo e che un rientro del differenziale spingerà il cambio in un sentiero di moderato deprezzamento già nel primo trimestre per arrivare intorno a 6,80 a fine anno.

**Previsioni**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIL (prezzi costanti)	6.8	6.9	6.7	6.1	2.1	7.8
Consumi privati	8.8	9.4	8.1	5.9	-3.4	13.8
Consumi pubblici	8	2.3	7.7	7.5	7.2	5.5
Investimenti fissi	7.3	5.9	7.1	5	5.3	4.5
Esportazioni	1.8	6.8	4.4	2.4	0.2	5.6
Importazioni	3.2	8	6.9	-1	0.2	8.1
Produzione industriale	6	5.9	5.8	5.7	2.2	7.1
Inflazione (CPI)	2.0	1.5	2.1	2.9	2.6	2.1
Tasso di disoccupazione (%)	3.6	3.8	3.7	3.8	6.8	3.7
Salari medi	9.5	10	9.6	9.2	6.4	9.8
Tasso Shibor 3m (media) (%)	2.90	4.35	3.77	2.83	2.42	2.76
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	2.85	3.57	3.64	3.18	2.95	3.09
Cambio USD/CNY (media)	6.64	6.76	6.61	6.91	6.90	6.79
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1335	1313	197	979	2145	1305
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1.8	1.6	0.2	1.0	2.1	1.2
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.3	-4.8	-4.7	-5.5	-8.8	-6.8
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	36.0	35.3	35.4	37.3	41.3	44.6

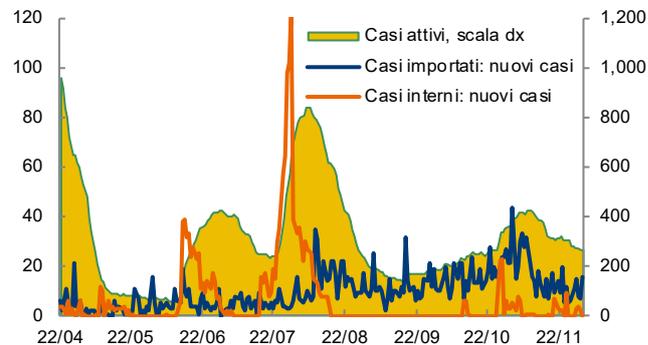
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

**Fig. 1 – Cina: COVID-19, nuovi casi giornalieri (somma mobile 2 settimane)**



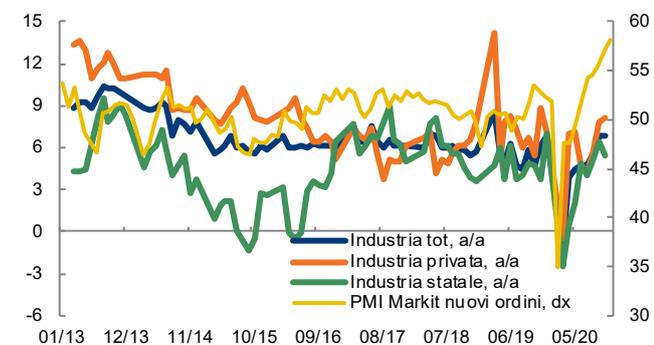
Fonte: CEIC da NHC

**Fig. 2 - Cina: COVID-19, casi attivi**



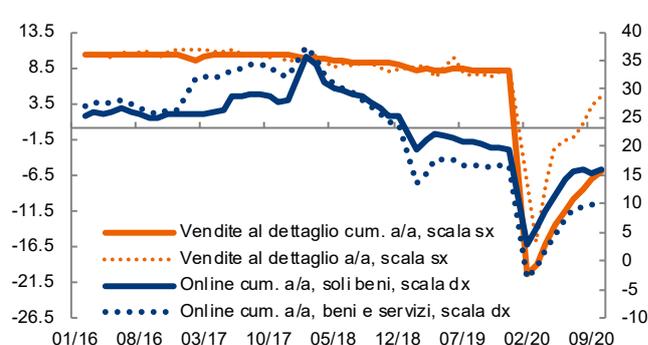
N.B. Dati al 20/11/2020. Fonte: CEIC da NHC

**Fig. 3 - Produzione industriale e ordini**



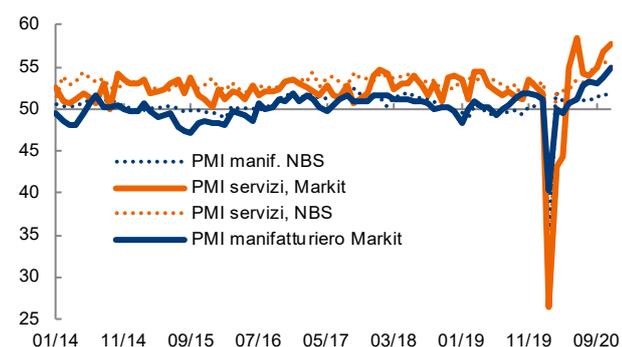
N.B. produzione industriale var. a/a. Fonte: CEIC, IHS Markit

**Fig. 4 - Vendite al dettaglio**



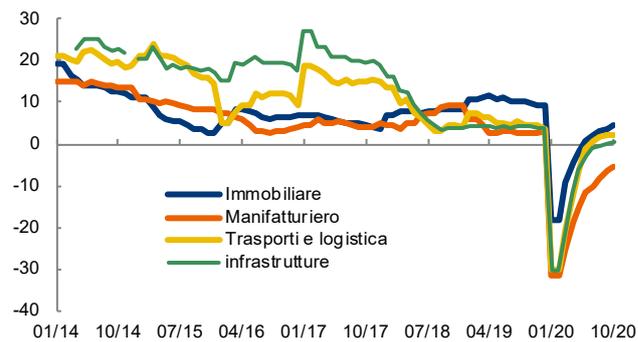
N.B. Dati cumulati, var. a/a. Fonte: CEIC

**Fig. 5 - Indici PMI**



Fonte: Caixin-Markit

**Fig. 6 - Investimenti nominali per settore a/a**



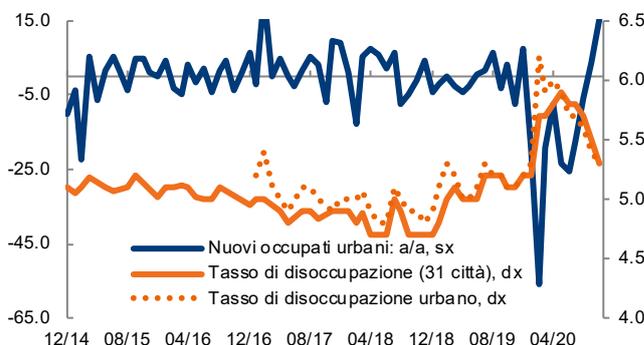
Fonte: CEIC

**Fig. 7 - Commercio estero (var. a/a)**



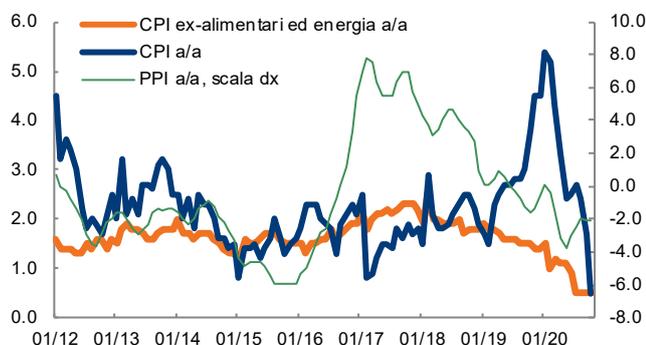
Fonte: Bloomberg

**Fig. 8 - Mercato del lavoro**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 - Inflazione**



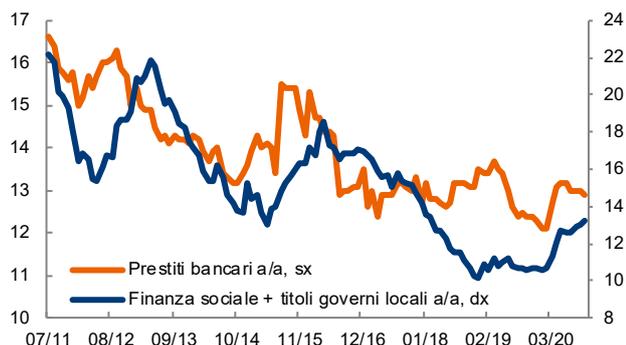
Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Cambio**



Fonte: Bloomberg

**Fig. 11 - Credito aggregato**



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



N.B. media delle var. % m/m. Fonte: CEIC

## India: una ripresa con il freno tirato

Il rallentamento dei contagi e l'allentamento delle misure di contenimento stanno favorendo una ripresa economica per ora guidata principalmente dal recupero degli investimenti e del settore manifatturiero. La ripresa resta disomogenea ed è rallentata dalla recente imposizione di parziali lockdown in importanti centri economici che frenano consumi e servizi. Rivediamo al ribasso le previsioni del PIL da -5,8% a/a a -7,5% a/a per il 2020 e da 8,7% a 8,5% per il 2021.

Silvia Guizzo

Grazie al rallentamento dei contagi e all'allentamento delle misure di contenimento della pandemia **il ritmo di contrazione del PIL si è mitigato nel 3° trimestre portandosi a -7,5% dal crollo del 23,9% a/a nel 2° trimestre**. Il balzo, stimato del 21,4% t/t in termini destagionalizzati, non ha però del tutto recuperato il calo stimato del 25,4% t/t nel 2° trimestre. Il recupero è stato inferiore alle nostre attese e, anche se i dati di ottobre e i PMI di novembre indicano che la ripresa sta proseguendo, nel 4° trimestre ci aspettiamo ancora un calo del PIL del 2,3% a/a. **Rivediamo pertanto al ribasso le previsioni del PIL per il 2020 da -5,8% a/a a -7,5% a/a.**

Dal lato della domanda **il recupero è stato guidato da un rimbalzo degli investimenti** (-7,3% a/a da -47,1% a/a nel 2° trimestre) nonostante il calo degli investimenti pubblici. Il recupero dei consumi privati è stato molto più tiepido (-11,3% a/a da -26,7% a/a), moderato dalla mancata ripresa dei servizi, da condizioni ancora difficili nel mercato del lavoro e dal rallentamento dei redditi. Ancora più marcato è stato il calo dei consumi pubblici (-22,2% a/a), frenati dalla necessità di contenere il deficit. Il contributo del canale estero è stato positivo a causa della maggiore contrazione tendenziale delle importazioni. Dal lato dell'offerta il recupero è stato invece **trainato dall'agricoltura** (+3,4% a/a) **e dall'industria manifatturiera** (+0,6% a/a) **e di produzione di energia, acqua e gas**, la cui dinamica tendenziale è tornata positiva.

Anche se la curva dei contagi non si è ancora appiattita perché alcuni Stati stanno sperimentando una seconda ondata, nel Paese **l'epidemia sta progressivamente rallentando** come testimonia il calo sia della percentuale dei positivi ai test, ora intorno al 6,5% dall'8,3% a fine settembre, sia dei nuovi contagi giornalieri scesi in media intorno ai 34mila al giorno nella prima settimana di dicembre da una media di circa 93mila nella settimana centrale di settembre. Il Governo ha avviato la fase 5 di allentamento delle misure di contenimento a fine settembre. Questa fase, ancora in vigore, dà delle linee guida generali ma lascia ai singoli Stati le decisioni sulla riapertura delle scuole, luoghi di culto, cinema e teatri e su lockdown circoscritti.

I dati mensili segnalano che **la ripresa sta guadagnando terreno ma rimane rallentata dalla recente imposizione di parziali lockdown in alcuni importanti centri economici** come, ad esempio, Bengaluru e Hyderabad. Gli indici PMI, pur rimanendo in territorio espansivo, sono infatti scesi a novembre dopo tre mesi di aumento, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. La fiducia delle imprese è in miglioramento anche se rimane al di sotto dei livelli pre-pandemia e la dinamica del credito al settore non-agricolo continua ad essere moderata ad eccezione di quella al settore dei servizi. L'aumento delle importazioni di macchinari prefigura comunque la prosecuzione della **ripresa degli investimenti** che **nel prossimo anno dovrebbe essere rafforzata dall'accelerazione degli investimenti pubblici**. La dinamica delle esportazioni è migliore di quella delle importazioni e, al netto di petrolio e preziosi, è tornata positiva negli ultimi due mesi (si veda Fig. 5). Le vendite di auto e veicoli a due ruote sono salite a doppia cifra e **le prospettive dei consumi rimangono positive ma contenute**. Anche se gli indici di mobilità Apple di spostamento con mezzi propri nelle principali città sono ritornati ai livelli di gennaio, il traffico passeggeri domestico è stato ancora in calo del 56,8% a/a in ottobre e la fiducia dei consumatori è rimasta molto bassa in novembre e solo in marginale miglioramento dai minimi di settembre. Il giudizio sui prezzi e sulle prospettive dei redditi è peggiorato nonostante il calo del tasso di disoccupazione. La componente delle aspettative è invece rimasta in territorio espansivo, ma invariata rispetto a settembre.

**L'inflazione rimane elevata** (6,9% a/a in novembre) in gran parte a causa dell'aumento dei prezzi nel comparto degli alimentari colpito da alcuni shock da offerta tra cui forti piogge non stagionali, fluttuazioni stagionali dei prezzi dei legumi, scarsità di manodopera. L'aumento dei prezzi riguarda però anche altri comparti (trasporti, telecomunicazioni, abbigliamento) e mantiene alta l'inflazione core (si veda Fig. 4, 5,8% a/a in novembre, sostanzialmente stabile da luglio). Anche se l'arrivo sul mercato del raccolto invernale (Kharif crop) dovrebbe smorzare le pressioni al rialzo sui prezzi di cereali e verdure, i prezzi su altri alimentari potrebbero rimanere elevati e l'attesa emersione della domanda repressa potrebbe impedire un calo dell'inflazione core. Ci aspettiamo che l'inflazione rimanga poco sopra il 6% almeno fino alla prima metà del 2021 per scendere più marcatamente nell'ultima parte dell'anno portandosi in media a 5,6% a/a.

La RBI si aspetta invece che l'inflazione resti alta ma che scenda poco al di sotto del massimo del target (4%  $\pm$ 2%) già dal 1° trimestre 2020 per portarsi nell'intervallo 4,6-5,2% nella seconda metà dell'AF 2021-22. L'inflazione elevata ha finora impedito alla RBI di tagliare i tassi. Nel comunicato della riunione del 4 dicembre la Banca centrale ha, tuttavia, ribadito che la difficile situazione economica rende necessario mantenere un **orientamento accomodante finanche all'avvio dell'AF 2021-22** ed ha sottolineato che la ripresa è ancora disomogenea e dipendente dal sostegno della politica monetaria e fiscale. Manteniamo pertanto la nostra previsione di un taglio dei tassi complessivo di 40pb nel 2021, spostato tra il 2° e il 3° trimestre, nell'ipotesi che la ripresa della domanda sia comunque contenuta e non spinga ulteriormente al rialzo l'inflazione.

Il **rapporto deficit/PIL**, già in netto aumento rispetto al target nell'AF 2019-20 a causa del rallentamento della crescita economica e del taglio delle imposte sul reddito d'impresa (a 3,8% dal 3,3% previsto), è atteso sfiorare ulteriormente il target nell'AF 2020-21 (a 6,3% dal 3,5% previsto). La precarietà della situazione fiscale, esacerbata dalla pandemia, lascia poco spazio per la spesa discrezionale che si sta spostando da un iniziale focus sulle famiglie e sulla sanità verso un maggiore sostegno alle imprese. Il Governo ha, infatti, recentemente approvato nuove misure a sostegno delle piccole imprese (estensione delle garanzie sui prestiti fino a marzo 2021) e di alcuni settori (agricoltura e costruzioni) che il FMI stima intorno allo 0,7% del PIL, con alcune misure che si estendono su più anni fiscali (incentivi a settori prioritari).

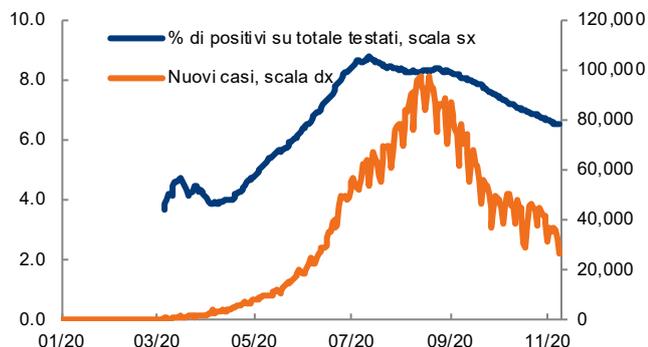
Il sostegno della politica fiscale e monetaria dovrebbe favorire una **riaccelerazione della crescita del PIL nel 2021**, che rivediamo lievemente al ribasso **a 8,5% a/a** da un precedente 8,7%. Anche se l'attesa disponibilità di un vaccino nel corso del 2021 sarà positiva per la ripresa dell'attività economica, riteniamo che le difficoltà di erogazione e la possibilità di altre ondate di contagi, nonché un 4° trimestre 2020 ancora debole, limitino le prospettive di rimbalzo nel 2021.

**Previsioni**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIL (prezzi costanti)	9	6.6	6.8	4.9	-7.5	8.5
Consumi privati	9.2	6.1	7.7	6.2	-9.9	9
Consumi pubblici	4.4	13.3	8.8	11.8	0.8	14.5
Investimenti fissi	9.3	5.1	12.3	0	-15	18.3
Esportazioni	2.5	5	10.7	1.4	-7	9
Importazioni	1.6	13.3	14.2	-4.9	-17.9	12
Produzione industriale	5.2	3.5	5.2	0.7	-13.1	14.1
Inflazione (CPI)	4.9	3.3	3.9	3.7	6.7	5.6
Tasso di disoccupazione (%)	6.9	6.9	6.1	6.0	11.0	6.8
Salari medi	13.7	9.3	10.6	5.3	3.2	5.6
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	7.20	6.50	7.30	6.70	4.77	3.80
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	7.20	6.70	7.70	7.00	6.06	5.39
Cambio USD/INR (media)	67.2	65.11	68.40	70.42	74.14	72.14
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-815	-2528	-4511	-2085	4298	4186
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-0.5	-1.5	-2.4	-1.0	2.2	1.9
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-3.6	-3.9	-3.6	-4.4	-5.6	-6.3
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	46.8	45.5	44.8	47.0	54.5	54.6

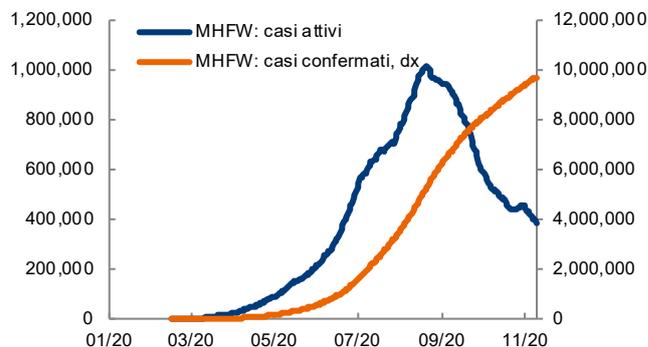
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

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



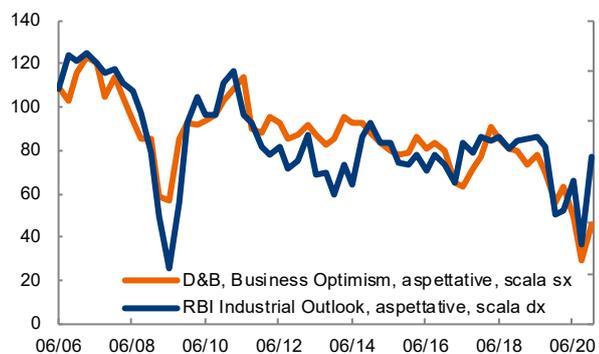
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW)

**Fig. 2 – COVID-19: casi totali**



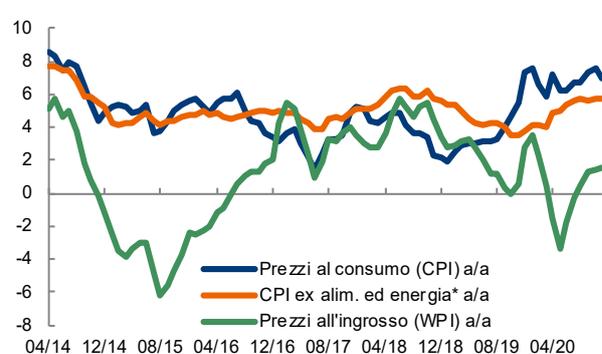
Fonte: CEIC da Ministry of Health and Family Welfare (MHFW)

**Fig. 3 - Fiducia delle imprese**



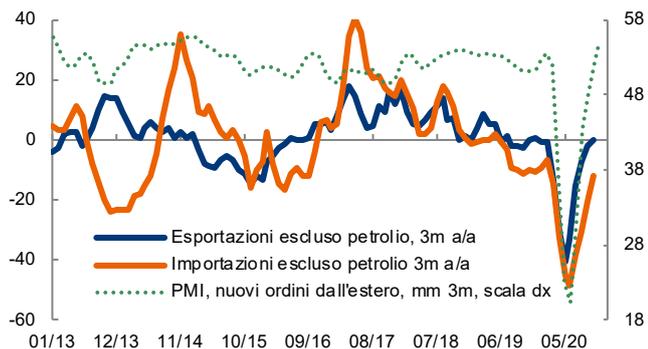
Fonte: CEIC

**Fig. 4 – Inflazione (var. % a/a)**



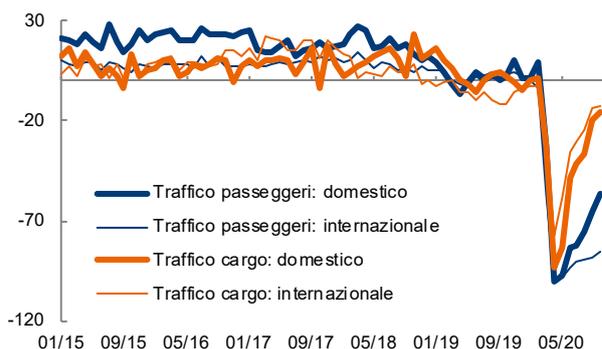
Nota: (\*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

**Fig. 5 - Commercio estero**



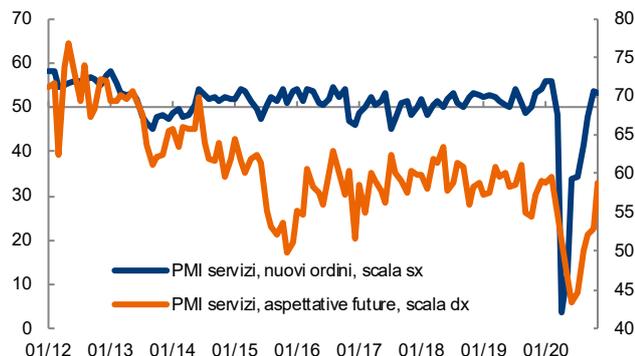
Nota: media mobile a 3 mesi.  
Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 - Traffico passeggeri e cargo**



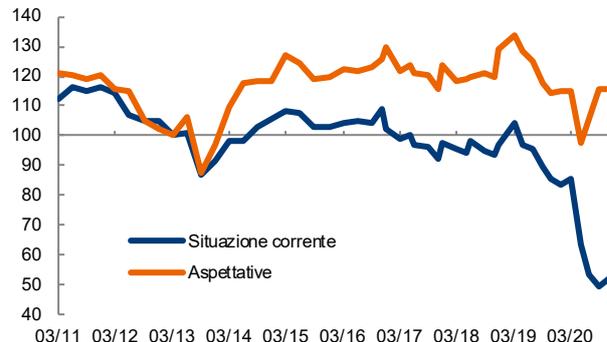
Fonte: CEIC

**Fig. 7 - Servizi**



Fonte: Markit

**Fig. 8 - Fiducia dei consumatori**



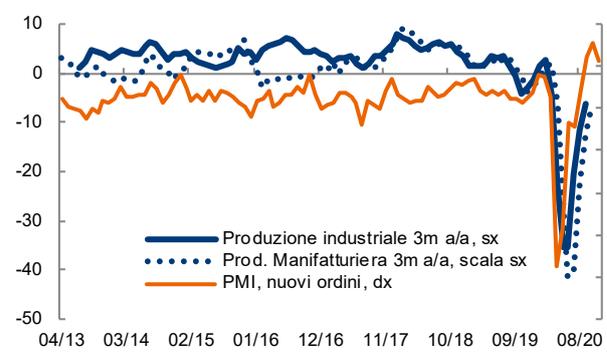
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

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



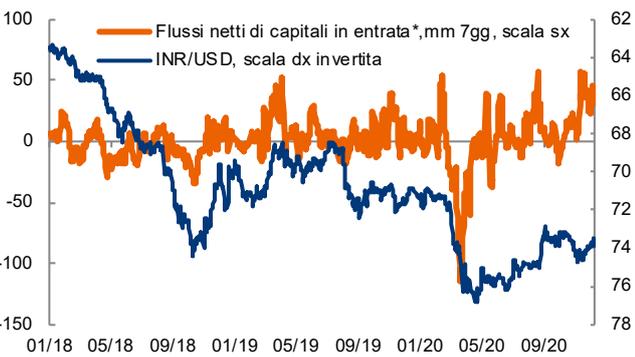
Fonte: CEIC

**Fig. 10 - Produzione industriale**



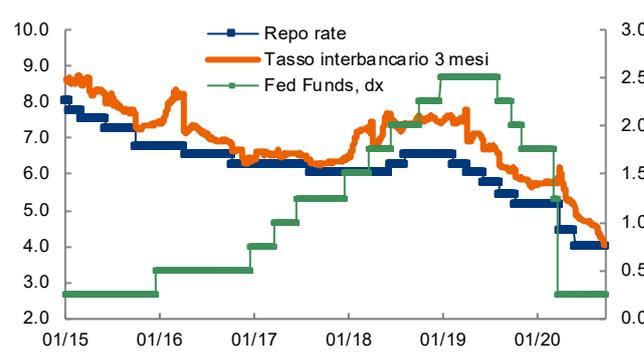
Fonte: Markit, CEIC

**Fig. 11 - Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio**



Nota: (\*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

**Fig. 12 - Tassi ufficiali e mercato monetario**



Fonte: CEIC, Bloomberg

## Materie prime: verso il regime post-pandemico

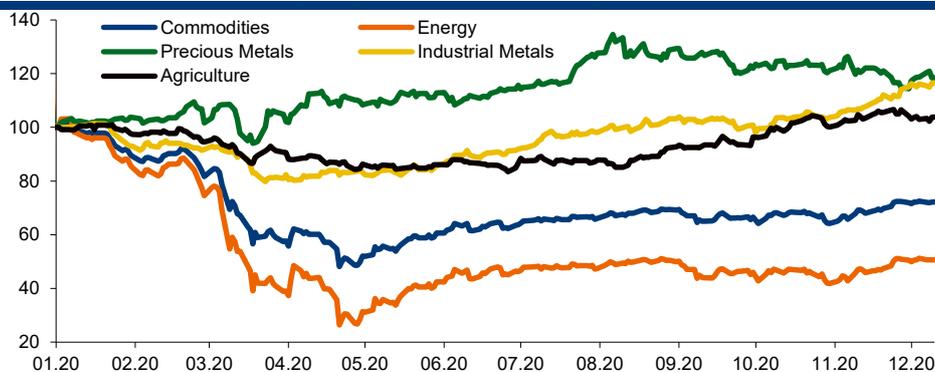
Daniela Corsini

Lo scenario macroeconomico per il 2021 è diventato più positivo dopo l'annuncio dei primi vaccini contro la pandemia di Covid-19. In previsione di un mondo post-pandemico caratterizzato da una abbondante liquidità, gli investitori stanno elaborando nuove strategie di investimento orientate verso i piani di spesa pubblica in infrastrutture, la ripresa dei consumi e la domanda repressa nel settore dei servizi, e che prediligono investimenti green, energie rinnovabili, tecnologie pulite e decarbonizzazione. Le materie prime dovrebbero trarre grande beneficio da uno scenario così favorevole sui mercati reali e finanziari: la domanda di energia e metalli industriali dovrebbe crescere, mentre politiche monetarie espansive e bassi tassi d'interesse dovrebbero continuare a offrire un fondamentale supporto ai metalli preziosi.

Novembre 2020 sarà ricordato come un punto di svolta grazie all'annuncio che i primi vaccini contro l'epidemia di coronavirus potrebbero essere disponibili nelle prossime settimane, grazie all'avvio del processo di transizione dall'Amministrazione Trump all'Amministrazione Biden e infine, il 15 novembre, dopo otto anni di negoziati, grazie alla firma del Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), il più grande accordo di libero scambio al mondo, che ricomprende quasi un terzo del prodotto interno lordo (PIL) e della popolazione mondiali. Inoltre, questi eventi storici sono stati accompagnati da una lunga serie di annunci provenienti da vari governi impegnati a raggiungere obiettivi ambientali più restrittivi, compresa la Cina, che sta definendo il nuovo piano quinquennale per il periodo 2021-2026, focalizzato non soltanto sullo sviluppo tecnologico e infrastrutturale, ma anche su sostenibilità ambientale e investimenti green.

Per questi motivi la propensione al rischio ha registrato un forte aumento sui mercati finanziari, favorendo un rialzo delle quotazioni della maggior parte degli asset ciclici, inclusi metalli industriali ed energia, e innescando le vendite di asset difensivi, inclusi i metalli preziosi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Apparentemente, i mercati guardano ora al 2021 con cieco ottimismo. Eppure, gli investitori sono ben consapevoli che nei prossimi mesi la lotta contro il Covid-19 sarà ancora difficile, poiché un vaccino efficace non sarà disponibile su larga scala prima del 2° semestre 2021, e le economie occidentali avranno bisogno di tempo per tornare ai livelli pre-pandemia. Alcuni settori potrebbero impiegare sino a 5 anni per raggiungere nuovamente il livello di fatturato registrato nel 2019. Alcuni analisti suggeriscono addirittura che in qualche settore non sarà neppure possibile un pieno recupero.

Secondo le nostre stime, i dati macroeconomici potrebbero fornire sorprese negative nel corso delle prossime settimane, a causa dei danni alla crescita economica europea e statunitense derivanti dalle chiusure adottate per contenere la pandemia durante l'ondata autunnale, nonostante le restrizioni siano state meno severe rispetto alla prima ondata.

**Citi Economic Surprise Index, paesi sviluppati**



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

**Citi Economic Surprise Index, paesi emergenti**



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

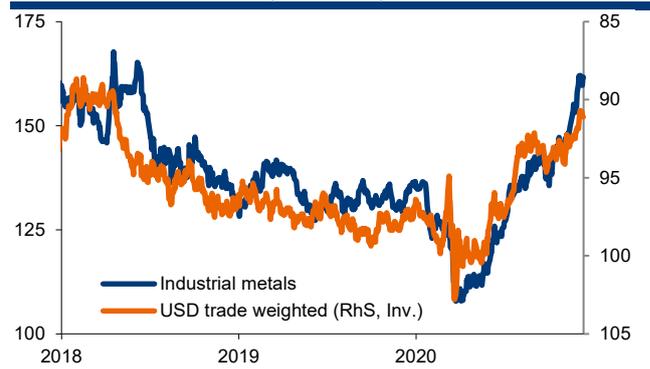
Inoltre, il deprezzamento del dollaro americano, che nei mesi scorsi aveva spinto al rialzo i prezzi della maggior parte delle materie prime, probabilmente segnerà una battuta d'arresto. Continuiamo a prevedere un ulteriore indebolimento del biglietto verde rispetto alle altre principali valute nel corso del prossimo anno. Tuttavia, secondo le nostre stime, la svalutazione sarà molto più contenuta e più graduale rispetto a quanto registrato sinora nel 2020.

**Il fixing dell'oro di Londra e dollaro ponderato per il commercio**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Metalli industriali e dollaro ponderato per il commercio**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Infine, permarranno rischi di natura politica e geopolitica, anche se i timori sul fronte politico sono svaniti rapidamente dopo i risultati delle elezioni presidenziali statunitensi. Probabilmente l'Amministrazione Biden sarà più conciliante nei confronti dei partner commerciali, anche se dubitiamo che le tensioni con la Cina possano dissolversi completamente, perché protezione della proprietà intellettuale e concorrenza leale sono temi strategici troppo importanti per essere abbandonati. Di conseguenza, il volume degli scambi commerciali internazionali non tornerà in tempi brevi ai livelli pre-Trump.

In Medio Oriente stanno crescendo le tensioni tra Iran e Arabia Saudita, complici i timori relativi al programma nucleare iraniano e una crescita economica regionale inferiore al potenziale, causata da insufficienti entrate fiscali dopo mesi di basse quotazioni del greggio e limitati volumi di esportazioni petrolifere.

Nonostante questi persistenti rischi al ribasso che gravano sull'economia mondiale, le prospettive macroeconomiche per il 2021 sono migliorate dopo l'annuncio di un vaccino contro la pandemia di coronavirus. Ora, gli economisti possono prevedere con maggiore fiducia una solida ripresa economica nel 2° semestre del 2021, trainata da una forte domanda repressa nel settore dei servizi sia nei paesi sviluppati che in quelli emergenti. Inoltre, le politiche economiche

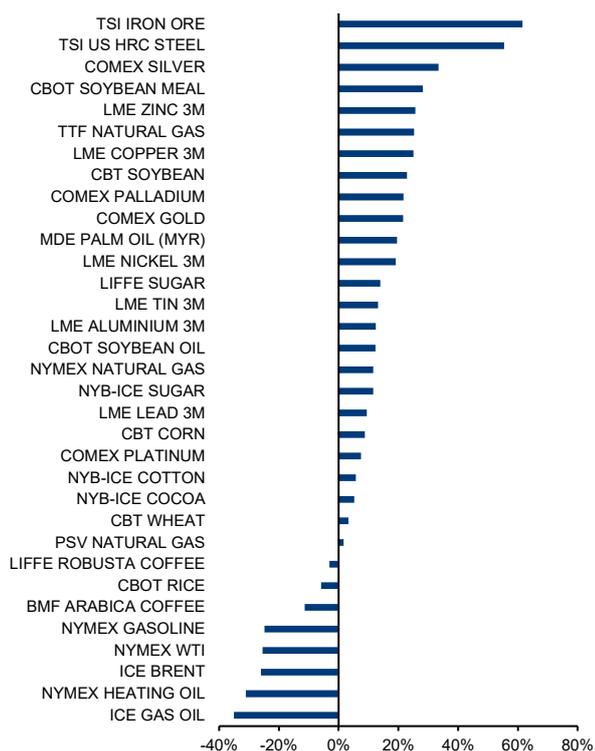
resteranno espansive: la spesa fiscale probabilmente aumenterà in tutte le regioni e le politiche monetarie resteranno accomodanti, con tassi d'interesse nominali estremamente bassi.

In previsione di un regime post-pandemico caratterizzato da abbondante liquidità, gli investitori stanno elaborando nuove strategie di investimento orientate verso i piani di spesa pubblica in infrastrutture, la ripresa delle spese per i consumi e la domanda repressa nel settore dei servizi, e che prediligono investimenti green, energie rinnovabili, tecnologie pulite e decarbonizzazione.

Le materie prime dovrebbero trarre grande beneficio da uno scenario così favorevole sui mercati reali e finanziari: la domanda di energia e metalli industriali dovrebbe crescere, mentre le politiche monetarie espansive e i bassi tassi d'interesse dovrebbero continuare a offrire un fondamentale supporto ai metalli preziosi.

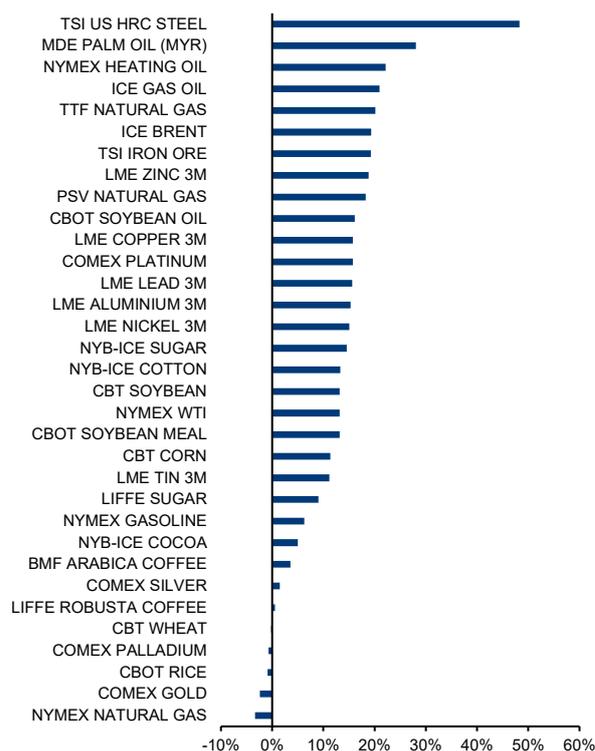
Se la transizione verso un modello economico più sostenibile dovesse rivelarsi più rapida di quanto attualmente previsto, il prezzo di alcune materie prime potrebbe aumentare molto più di quanto attualmente indicato nel nostro scenario di base. Per questo motivo, il presente report contiene anche stime di prezzo formulate in base ad uno scenario di crescita economica più rapida e più sostenibile (best case "green" scenario).

Rendimenti da inizio anno al 9 dicembre 2020



Source: Intesa Sanpaolo chart based on Bloomberg data

Rendimenti da inizio trimestre al 9 dicembre 2020



Source: Intesa Sanpaolo chart based on Bloomberg data

### Previsioni per l'universo delle materie prime

**Petrolio.** Dopo l'ampio surplus registrato nel 2020, il mercato mondiale del greggio sarà probabilmente in equilibrio nel 2021. Infatti, la domanda mondiale sta accelerando più lentamente del previsto a causa delle nuove ondate dell'epidemia di Covid-19 in Europa e Nord America, mentre l'offerta mondiale sta crescendo più velocemente delle attese per il rapido

recupero della produzione libica. Inoltre, se gli Stati Uniti rientreranno nell'accordo sul nucleare iraniano, allentando le sanzioni, le esportazioni dall'Iran potrebbero aumentare. Questo fragile scenario implica che il mercato mondiale ha ancora bisogno di una proattiva OPEC+ per evitare un nuovo massiccio incremento delle scorte e proteggere la stabilità dei prezzi. Nel nostro scenario di base, prevediamo che i prezzi del Brent aumentino verso una media di 51 dollari nel 2021, mentre lo spread Brent-WTI dovrebbe assestarsi attorno ai 2 dollari. Riteniamo che i rischi sulle nostre previsioni per il 2021 siano bilanciati, ma sottolineiamo che i due principali driver delle quotazioni petrolifere saranno il dollaro americano ed il sentiment sui mercati finanziari.

**Mercati energetici.** Nei mesi scorsi, la ripresa economica globale e le previsioni di un inverno freddo avevano alimentato un rapido aumento dei prezzi regionali di gas ed energia elettrica, poi temporaneamente interrotto a causa di consumi inferiori alle attese in Europa e Nord America. Nei prossimi mesi, i due principali fattori rialzisti per i mercati energetici saranno una forte domanda di GNL in Asia ed elevati prezzi dei diritti di emissione (EUA) in Europa.

**Metalli preziosi.** A novembre è prevalso l'ottimismo sui mercati finanziari e le quotazioni dell'oro sono scese, guidate dai flussi di investimento. Infatti, gli ETF aventi oro fisico come sottostante hanno registrato i primi deflussi da un anno e il maggior calo su base mensile da dicembre 2016. A nostro avviso, lo scenario macroeconomico mondiale resta coerente con un andamento del prezzo dell'oro all'interno di un trading range relativamente elevato, grazie al fondamentale supporto fornito da politiche monetarie espansive e bassi tassi d'interesse, anche se riteniamo improbabile che nuovi massimi storici possano essere raggiunti nei prossimi due anni. Nel 2021 l'argento dovrebbe sovraperformare l'oro grazie all'aumento della domanda nel settore fotovoltaico.

**Metalli industriali.** Nel lungo periodo, i metalli industriali saranno probabilmente il comparto delle materie prime che trarrà i maggiori benefici da investimenti in infrastrutture e transizione verso un modello economico più sostenibile. Nel breve periodo, i prezzi dovrebbero seguire le oscillazioni stagionali della domanda cinese, poiché il gigante asiatico è il principale attore in questo comparto. Nel corso dell'intero 2021 il consumo di metalli sembra destinato ad aumentare, trainato dalla necessità di soddisfare nuovi ordini alle esportazioni in Cina e reintegrare le scorte nel resto del mondo.

**Agricoli.** Nonostante il rialzo delle quotazioni registrato negli ultimi mesi, molte merci agricole rimangono economiche se confrontate con la media storica. Inoltre, grazie alla loro esposizione a rischi strategici di lungo periodo, quali cambiamenti climatici, scarsità delle risorse idriche e sicurezza delle forniture, il settore agricolo offre interessanti opportunità di diversificazione.

## Previsioni di prezzo per le principali materie prime, baseline scenario

AI 10.12.2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	45.0	50.0	53.0	51.0	58.5	60.8	64.0
NYMEX WTI	44.0	48.0	51.0	49.3	56.5	58.8	62.0
NYMEX NATURAL GAS	2.6	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	2.9
JKM LNG	7.0	5.2	5.0	5.8	6.5	7.0	7.5
TTF NATURAL GAS	14.5	14.0	14.0	14.4	15.3	15.5	15.7
PSV NATURAL GAS	15.0	14.5	14.5	14.9	15.7	15.8	15.9
PUN	49.0	43.0	49.0	48.5	51.0	52.0	54.0
EEX Power	39.0	37.0	41.0	40.5	45.0	46.0	48.0
EUA	30.5	31.0	31.0	31.0	32.0	33.0	34.0
LBMA GOLD	1,820	1,810	1,800	1,805	1,775	1,700	1,650
LBMA SILVER	24.40	25.0	25.2	25.00	25.3	25.2	25.1
LBMA PLATINUM	980	970	960	965	925	900	875
LBMA PALLADIUM	2,300	2,250	2,200	2,225	2,125	2,100	2,075
LME COPPER 3M	7,300	7,200	7,300	7,300	7,400	7,400	7,650
LME ALUMINIUM 3M	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950	1,960
LME NICKEL 3M	16,400	17,000	17,000	16,900	17,500	17,750	18,000
LME ZINC 3M	2,750	2,800	2,800	2,800	2,850	2,900	2,950
LME LEAD 3M	2,000	2,000	2,040	2,025	2,050	2,070	2,090
LME TIN 3M	19,500	19,600	19,800	19,725	21,500	22,000	22,500
SGX IRON ORE	120	110	100	105	90	85	80
TSI U.S. HRC STEEL	750	725	700	715	680	670	660
LME SCRAP	340	320	310	319	305	300	290
LME REBAR	510	495	475	485	460	450	440
CBT CORN	420	420	420	420	420	425	430
CBT WHEAT	580	580	580	580	585	590	595
CBT SOYBEAN	1,150	1,150	1,150	1,150	1,165	1,180	1,190
MDE PALM OIL (MYR)	3,400	3,360	3,320	3,345	3,400	3,425	3,475
NYB-ICE ARABICA COFFEE	120	120	122	122	125	130	133
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,350	1,370	1,400	1,380	1,400	1,450	1,480
CBT SOYBEAN MEAL	395	380	380	383	385	390	395
CBT SOYBEAN OIL	36.8	36.7	36.6	36.6	37.0	38.0	39.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo. Ferro: contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio: Steel Index: indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano

## Previsioni di prezzo per selezionate materie prime: baseline scenario vs. best case "green" scenario

	2020 average	Estimated 2021 average, baseline scenario	Estimated 2021 average, best case "green" scenario
EUA	25.1	31.0	35.0
LME SILVER	20.4	25.0	30.0
LME PLATINUM	887	965	1,100
LME PALLADIUM	2,191	2,225	2,600
LME COPPER 3M	6,212	7,300	8,500
LME ALUMINIUM 3M	1,734	1,950	2,200
LME NICKEL 3M	13,872	16,900	20,000
LME ZINC 3M	2,290	2,800	3,000
LME LEAD 3M	1,849	2,025	2,200
LME TIN 3M	17,093	19,725	25,000

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Mercati valutari: crescita e differenziali di tasso torneranno a essere i fattori trainanti dopo la pandemia

Asmara Jamaleh

Il miglioramento atteso dello scenario globale nel 2021, soprattutto post-vaccini, non dovrebbe essere un elemento sufficiente per mettere in previsione un'accelerazione ribassista protratta del dollaro. In fase di uscita dalla crisi, il driver principale dovrebbe tornare a essere la crescita e, di riflesso, l'evoluzione dei differenziali di rendimento.

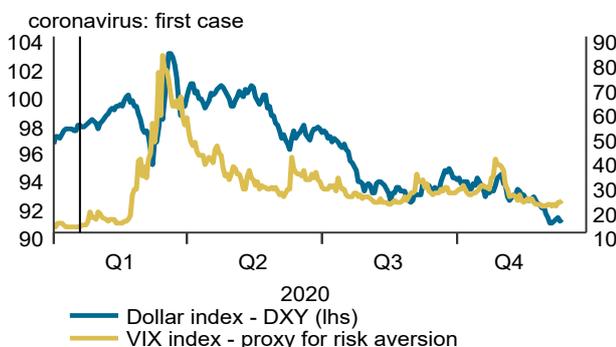
La perdita del primato dei tassi – dovuta alla crisi provocata dalla pandemia – è stata la ragione principale del deprezzamento del dollaro nel 2020 (e, di riflesso, del rafforzamento di altre valute, euro *in primis*). Il ridimensionamento della *risk aversion* globale passata la fase acuta della crisi ha contribuito ad accentuare il calo ma non ne è stata “la causa”. Il miglioramento atteso dello scenario globale nel 2021, soprattutto post-vaccini, non dovrebbe essere quindi un elemento sufficiente per mettere in previsione un'accelerazione ribassista protratta del dollaro. In fase di uscita dalla crisi, il driver principale dovrebbe invece tornare a essere la crescita e, di riflesso, l'evoluzione dei differenziali di rendimento. Se pertanto la ripresa USA non deluderà, al di là del breve il *trend* ribassista del dollaro dovrebbe esaurirsi, ammettendo un possibile – parziale – recupero. Saranno comunque da monitorare eventuali divergenze tra differenziali di rendimento nominali e reali.

Il dollaro potrebbe restare ancora a rischio di indebolimento nel breve termine, al ridursi della necessità in questa fase di ricorrere a una *safe haven*, **Successivamente**, a campagne vaccinali avviate e una volta definita la portata dell'atteso nuovo piano di stimolo fiscale, **si dovrebbe avere un periodo di stabilizzazione** fintantoché si accerta il decorso post-avvio vaccini della pandemia. **Infine, nella seconda metà/parte finale del 2021**, quando lo scenario di ripresa dovrebbe essere più consolidato, il dollaro **potrebbe avviare un graduale, per quanto modesto, recupero**, principalmente per l'effetto seppur moderatamente rialzista sui rendimenti in funzione di una performance della crescita (attesa) molto positiva. Il permanere di un ampio corto speculativo dollaro potrebbe contribuire nel tempo ad arginare le pressioni ribassiste sul biglietto verde.

Dollaro: profilo atteso di sostanziale lateralità

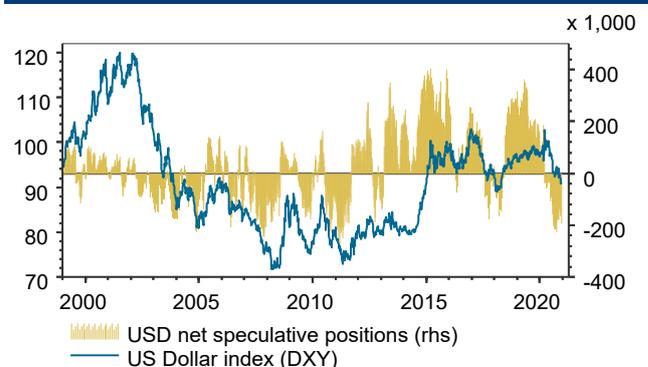
I rischi dello scenario di previsione sono comunque leggermente sbilanciati verso il basso, ovvero per un dollaro che possa rivelarsi più debole delle attese nel caso in cui la performance della crescita USA non dovesse essere sufficientemente favorevole e/o la reattività dei rendimenti si rivelasse inferiore alle attese, oppure qualora si osservasse una divergenza tra rendimenti nominali e rendimenti reali, con questi ultimi in calo per via ad esempio di un maggior peso del fattore reflazionistico associato alle politiche dell'amministrazione Biden.

Fig. 1 -- Dollaro: centralità del ruolo di *safe haven* (correlazione con l'evoluzione della *risk aversion*)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Speculativi ancora ampiamente corti dollaro



Fonte: Refinitiv-Datastream

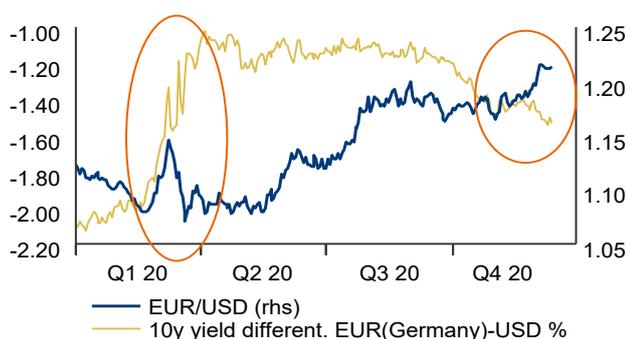
Il range di oscillazione dell'euro si è alzato, ma il profilo atteso resta di sostanziale lateralità con BCE e Fed massimamente accomodanti per tutto il 2021. Il rafforzamento del 2020 può essere considerato perlopiù il riflesso del generalizzato indebolimento del dollaro e non è pertanto dovuto a fattori di forza propria dell'economia dell'area, con un'unica eccezione, manifestatasi tra primavera ed estate, in concomitanza della proposta e poi approvazione del Recovery Fund, che favorisce prospettive di una ripresa economica post-pandemia più solida. In effetti, i fondamentali, crescita e tassi/rendimenti, non giustificano appieno l'apprezzamento dell'euro, soprattutto nell'ultimo periodo. Per quanto riguarda la crescita infatti la pandemia ha penalizzato molto di più l'area euro (contrazione stimata 2020 intorno a -7,1%) rispetto agli Stati Uniti (contrazione stimata 2020 intorno a -3,5%). Per quanto riguarda le dinamiche di tasso/rendimento è vero che i tassi/rendimenti USA sono scesi più di quelli area euro all'inizio, quando è scoppiata la crisi e la Fed si è precipitata ad azzerare i Fed Funds, ma successivamente le dinamiche si sono stabilizzate.

**Euro: l'andamento relativo della crescita tornerà a essere la variabile discriminante**

La variabile discriminante dovrebbe tornare a essere la performance della crescita, in termini di confronto relativo tra area euro e Stati Uniti. Se la ripresa USA non deluderà, l'apertura di un nuovo fronte rialzista dell'euro dovrebbe essere evitata. La previsione del cambio EUR/USD rimane pertanto di sostanziale lateralità, con range di oscillazione sull'orizzonte da qui a un anno centrato in senso lato su 1,15-1,25 EUR/USD, con movimenti che dovrebbero però privilegiare la fascia 1,17-1,23 EUR/USD. Il posizionamento degli speculativi (Fig. 10), ancora ampiamente lunghi euro – in prossimità dei massimi storici – dovrebbe contribuire a prevenire la possibilità di un'accelerazione rialzista al di sopra di quota 1,25 EUR/USD in assenza di forti motivazioni fondamentali. Tendenzialmente i livelli più elevati del cambio (area sopra 1,20 EUR/USD) dovrebbero registrarsi nel breve termine.

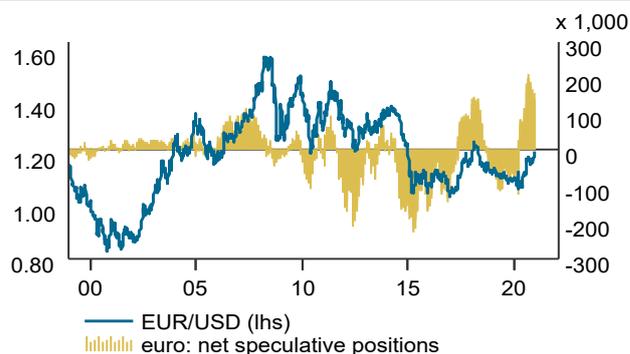
I rischi, comunque, sono verso l'alto, soprattutto in caso di delusioni sul fronte della crescita USA. Un elemento che potrebbe creare confusione in tal senso è il fatto che già adesso le previsioni di crescita dell'area nel 2021 sono più elevate (di poco le nostre, maggiormente quelle del consenso) di quelle degli Stati Uniti (consenso: 4,7% e 4,0% rispettivamente la crescita attesa nell'area euro e negli USA), ma non perché si ritenga che la ripresa sarà più robusta nell'area euro quanto fondamentalmente perché la contrazione quest'anno è stata molto più forte nell'area (circa il doppio) che negli USA. Da monitorare l'evoluzione dei differenziali di rendimento, soprattutto reali.

**Fig. 3 – Dinamica del cambio EUR/USD solo in parte e temporaneamente spiegata dai differenziali di rendimento**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Speculativi ancora ampiamente lunghi euro (massimi storici quest'anno)**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Lo yen** – al rientro “definitivo” della *risk aversion* – dovrebbe invertire rotta contro dollaro e indebolirsi. Nella prima fase della crisi pandemica, la dinamica del cambio è stata guidata principalmente dall'**evoluzione della risk aversion**, favorendo lo yen nel suo ruolo di *safe haven*, nonché, anche se in misura inferiore, dall'evoluzione dei differenziali di rendimento. Nella

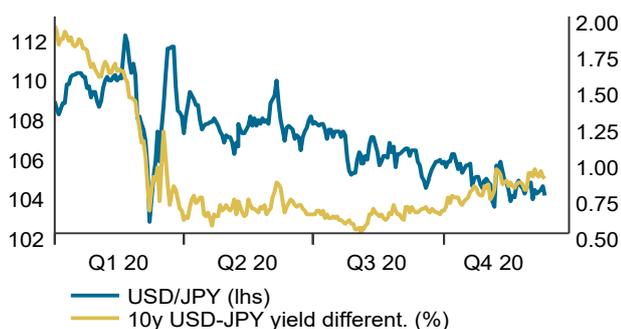
**Yen: ci attendiamo una flessione contro dollaro**

seconda metà dell'anno invece la dinamica contro dollaro è stata soprattutto il riflesso del generalizzato indebolimento del dollaro, ma è stata piuttosto ridotta, per cui contro euro questo ha portato a un'inversione ribassista dello yen, sovrapposto dal maggior rafforzamento dell'EUR/USD, senza correlazione con le dinamiche dei rendimenti. Di recente comunque, parte del rafforzamento dello yen contro dollaro può essere considerato la reazione al nuovo peggioramento della curva dei contagi in Giappone (terza ondata), che è tornato a favorire lo yen nel suo ruolo di *safe haven* – "domestico" in questo caso – in linea con l'aumento del lungo yen registrato sul mercato speculativo.

**Al di là del breve, la tendenza di fondo dello yen nel corso del 2021 dovrebbe essere di indebolimento**, sia contro dollaro sia contro euro, in direzione rispettivamente di 110 USD/JPY e di 130 EUR/JPY sull'orizzonte di fine anno. Sotto ipotesi infatti che, anche grazie ai vaccini, il rischio pandemico vada completamente rientrando, **il driver principale dovrebbe tornare ad essere l'evoluzione dei differenziali di rendimento**, che assumeranno una leggera tendenza ribassista (fermi restando i rendimenti giapponesi, quelli USA soprattutto e in parte quelli europei dovrebbero invece riprendere a salire, moderatamente e gradualmente, non subito ma nella seconda metà dell'anno). **Anche le prospettive del quadro macro supportano una previsione di indebolimento** della valuta nipponica al di là del breve. Infatti, anche in Giappone è prevista una ripresa post-pandemia l'anno prossimo, ma parziale, e interamente guidata dalla politica fiscale, essendo gli strumenti della politica monetaria sostanzialmente esauriti, mentre l'inflazione, diversamente da USA e area euro, non è attesa ancora risalire, e potrebbe restare ancora in territorio leggermente negativo.

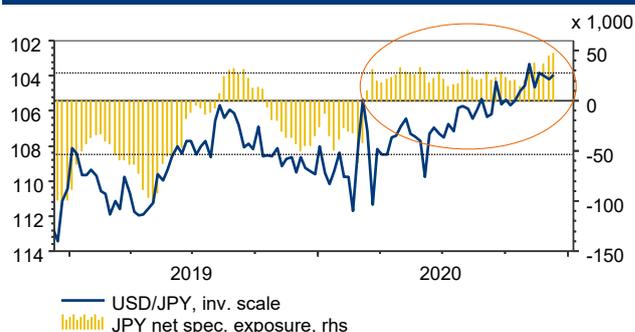
I **rischi** dello scenario di previsione sono leggermente sbilanciati **verso l'alto**, ovvero per uno yen che possa rivelarsi più forte delle attese, in particolare contro dollaro, soprattutto nel caso in cui la direzionalità dei differenziali di rendimento dovesse risultare più blanda del previsto e/o nel caso in cui la ripresa post-pandemia a livello globale si dimostrasse più difficile di quanto ipotizzato.

**Fig. 5 – USD/JPY: decorrelazione recente rispetto ai differenziali di rendimento con gli USA**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Speculativi lunghi yen dallo scoppio della pandemia**



Fonte: Refinitiv-Datastream

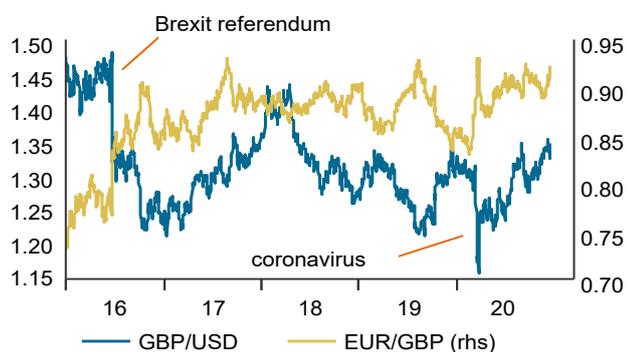
**La sterlina** dovrebbe rafforzarsi se il Regno Unito raggiungerà un accordo commerciale con l'UE, ma probabilmente in misura contenuta (obiettivi contro dollaro a 1,36-1,38 GBP/USD e comunque entro quota 1,40 GBP/USD) sia perché il mercato finora ha mantenuto un atteggiamento non neutro, ma moderatamente ottimistico in merito, sia perché comunque nel breve lo scenario di crescita è caratterizzato da debolezza su doppio fronte (evoluzione della pandemia e aggiustamento alle nuove condizioni di scambio con l'UE). Nel corso del 2021 similmente all'euro anche la sterlina dovrebbe mostrare una dinamica perlopiù laterale rispetto al dollaro, con range di oscillazione tendenzialmente compreso tra 1,30-1,32 GBP/USD e 1,35-1,38 GBP/USD. La prospettiva di una ripresa post-pandemia solo parziale nel Regno Unito nel 2021 a fronte di una ripresa attesa piena negli Stati Uniti dovrebbe infatti contribuire a prevenire

**Sterlina: esito dei negoziati cruciale per la direzione del cambio, con rischi asimmetrici**

un'accelerazione rialzista della sterlina. Anche la BoE tra l'altro manterrebbe i tassi fermi almeno per tutto l'anno prossimo e condizioni monetarie massimamente accomodanti a oltranza. **Contro euro il rafforzamento della sterlina** (reazione di impatto) **sarebbe ancora più contenuto** (*upside* entro 0,88-0,87 EUR/GBP) per via del contestuale, seppure inferiore, rafforzamento dell'EUR/USD (correlazione positiva con il cambio GBP/USD sull'annuncio dell'esito dei negoziati).

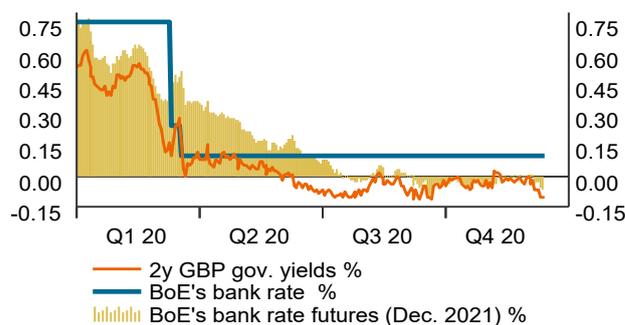
**In caso invece di no-deal la sterlina correggerebbe e la reazione al ribasso sarebbe più ampia** rispetto a quella a quella al rialzo in caso di accordo, sia perché il mercato di fatto non incorpora tale scenario (anche se non lo esclude) sia perché le ricadute negative sull'economia britannica (crescita più bassa e inflazione più alta) sarebbero comunque più pesanti, sia nel breve termine (maggiori perché il passaggio dalle condizioni di scambio attuali alle nuove – termini del WTO, più sfavorevoli – sarebbe brusco) sia successivamente (persistenti ma in diminuzione al passare del tempo per via delle misure che comunque verranno messe in atto come da piani alternativi già – parzialmente – predisposti per fronteggiare tale scenario). La reazione di impatto della sterlina contro dollaro sarebbe una correzione che potrebbe spingersi come punto di minimo verso il range 1,25-1,20 GBP/USD. Successivamente il cambio dovrebbe recuperare, ma solo in parte, assestandosi in corso d'anno su livelli più bassi di quelli attuali, tendenzialmente nel range 1,25-1,30 GBP/USD. **Anche in questo caso la reazione iniziale (negativa) della sterlina contro euro sarebbe inferiore** a quella contro dollaro perché anche l'EUR/USD inizialmente si indebolirebbe (seppure di meno) su un eventuale annuncio di no-deal, con downside (temporaneo) stimato entro 0,96-0,98 EUR/GBP.

**Fig. 7 – Sterlina più resiliente alla pandemia contro dollaro, meno contro euro**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – Taglio dei tassi, soprattutto se in territorio negativo, ultima opzione per la BoE in caso di no-deal, ma il mercato non lo esclude**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Dollaro, cambio effettivo reale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Euro, cambio effettivo reale**



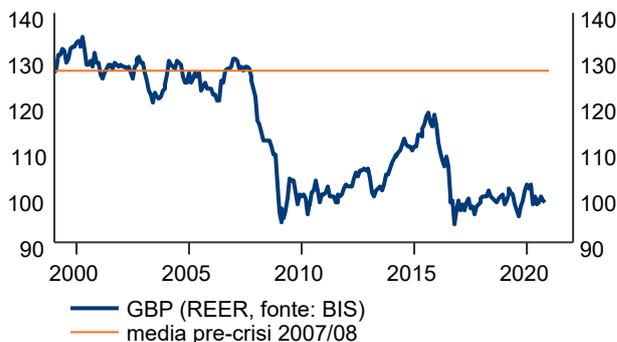
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Yen, cambio effettivo reale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Sterlina, cambio effettivo reale**



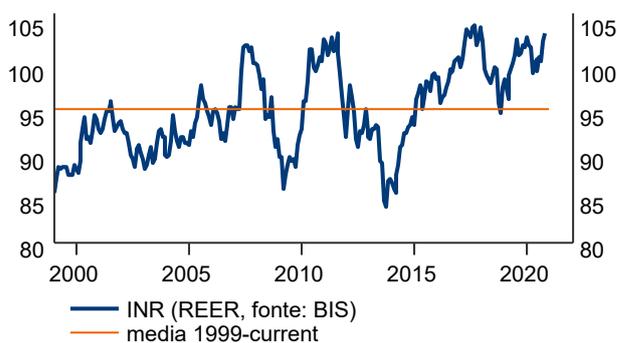
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Yuan renminbi, cambio effettivo reale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Rupia indiana, cambio effettivo reale**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

#### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
<b>International Economics</b>		
<b>Economista - Asia Emergenti</b>		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com