

L'ombra di Putin sull'economia

Sergio De Nardis

Luiss-Sep

18 marzo 2022

Punti che verranno toccati

- Scenario: incertezze, asimmetrie
- Impatto: ipotesi, quantificazioni
- Policy: ruolo cruciale

Scenario: incertezze,
asimmetrie

Come leggere lo shock del 24 febbraio

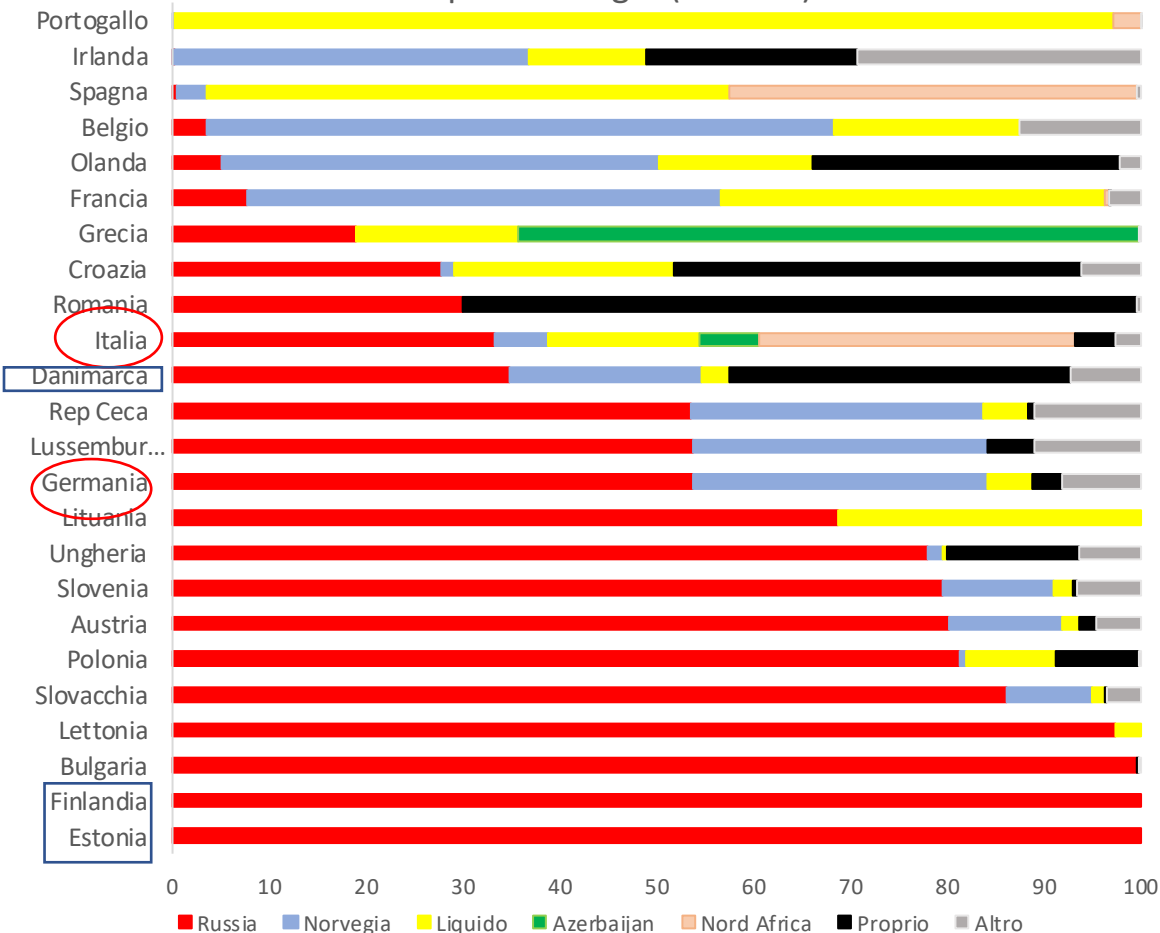
- Shock economico d'offerta di breve-medio periodo
 - Stagflazione: output giù, prezzi su \approx oil shock anni '70
 - Comune ai paesi importatori netti di oil/gas, ma effetti asimmetrici tra e dentro i paesi; Europa trasferisce potere d'acquisto a esportatori di energia, inclusa Russia
 - Arriva dopo pandemia; viene a delineare 15 anni di grandi perturbazioni: recessioni intervallate da deboli riprese, specialmente in Italia
- Shock geo-politico di lungo periodo, non si torna al punto di partenza:
 - Relazione con Russia: no ritorno a business as usual
 - Nuove tensioni geo-politiche in prospettiva (Taiwan, Corea del Nord), divisioni in blocchi, Cina, deglobalizzazione, ridefinizione priorità di policy, ricadute lungo periodo su economia
 - Si intreccia con le grandi sfide; emergenza clima/transizione verde → effetti non univoci: avversi nell'immediato/benefici nel medio periodo (accelerazione sostituzione fonti fossili)

Shock economico – incertezze: a 23 giorni da invasione ancora punti interrogativi su variabili-chiave che impattano su economie europee e italiana

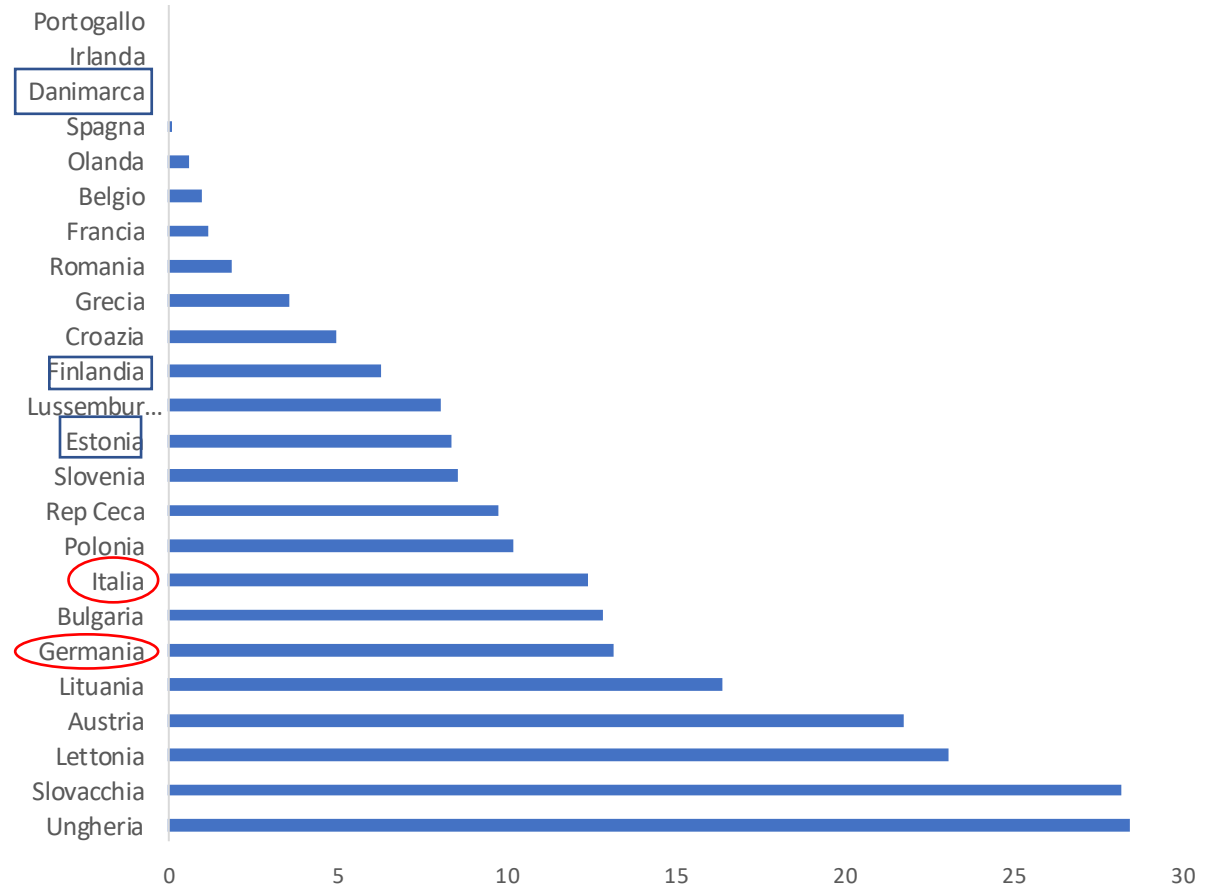
- Effetti dipendono da
 - Durata guerra →?
 - Tipo di esito → ?
 - Durata, portata, effetti sanzioni per i sanzionatori →?
 - Risposta delle politiche economiche → ?
- Canali attraverso cui si espletano
 - Materie prime, principale
 - Energia (Europa)
 - Metalli/minerali (Global value chains)
 - Agricole (Paesi emergenti, famiglie povere in avanzati)
 - Commercio mondiale peso modesto di Russia+Ucraina, ma ruolo di rilievo in alcune catene di fornitura
 - Finanza, volatilità, avversione/premi al rischio
 - Fiducia/aspettative
 - Rifugiati (>3 mln in 20 giorni, il flusso continua →5 mln)

Shock comune, effetto asimmetrico tra paesi; incidenza gas russo: import da Russia + peso gas in consumi energia

Importazioni nette e produzione nazionale nel consumo complessivo di gas (valori %)



Peso del gas russo nei consumi di energia primaria (valori %)



Fonte: McWilliams, B., Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. and G. Zachmann (2022) 'Preparing for the first winter without Russian gas', *Bruegel Blog*, 28 February; Pisani-Ferry, J. (2022) The economic policy consequences of the war, *Bruegel Blog*, 8 March

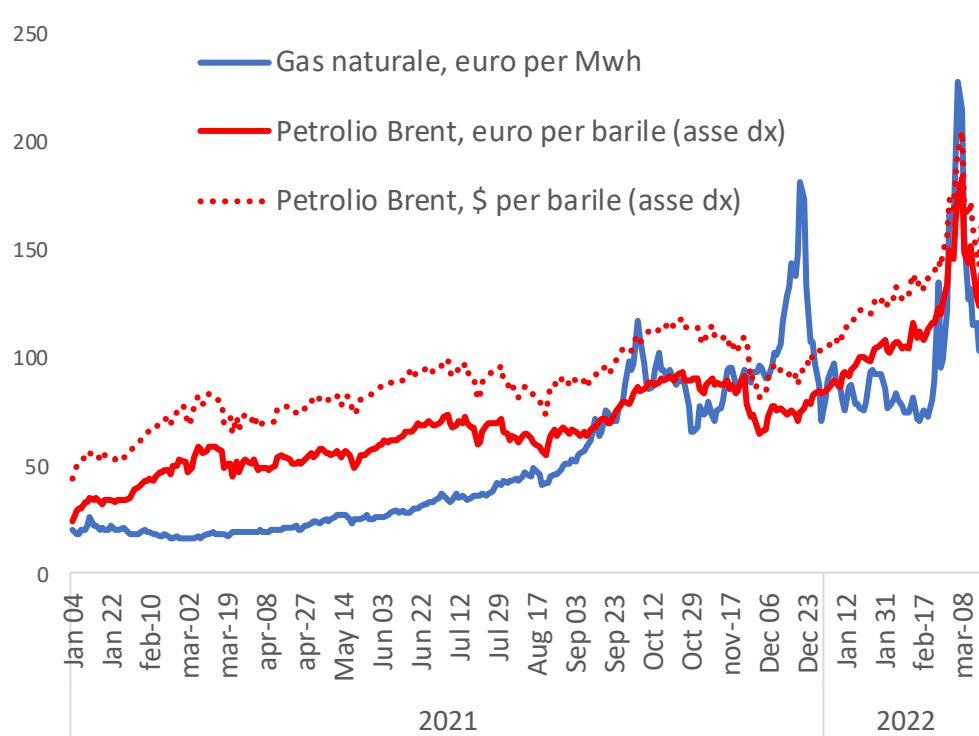
Shock asimmetrico dentro i paesi: ovunque il decile più povero spende proporzionalmente di più in energia

Peso dell'energia (escl. trasporti) nella spesa delle famiglie per decile di reddito - 2018 (valori %)		
	Famiglia mediana	Famiglia povera
Italia	5,0	6,0
Germania	6,0	8,0
Francia	5,0	6,0
Spagna	5,0	6,0
Svezia	3,0	4,0
Ungheria	13,0	16,0
Repubblica Ceca	15,0	21,0
Slovacchia	14,0	23,0
UE	6,0	8,0

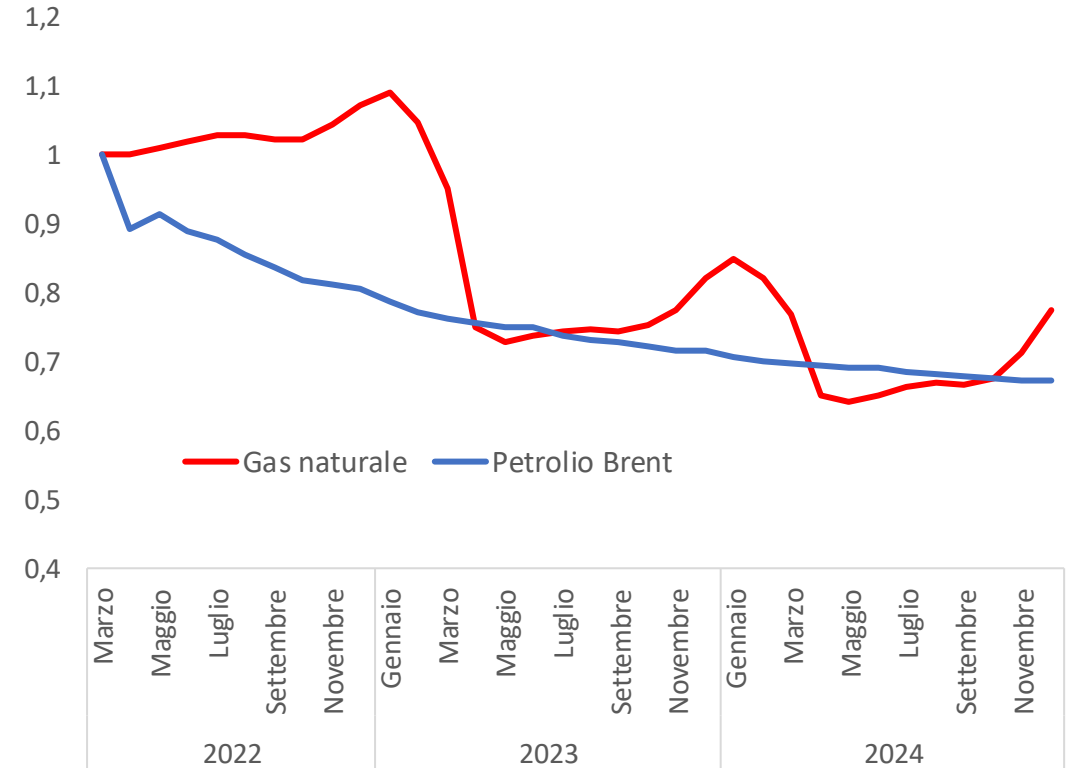
Impatti: ipotesi, quantificazioni

Quanto è forte lo shock sui prezzi?: volatilità; nei mercati a termine oil in ridimensionamento, gas alto nel '22 scende nel '23

Prezzo del petrolio e del gas naturale
(dati giornalieri, aggiornati al 17 marzo 2022)



Quotazioni a termine in euro
(numero indice, marzo 2022 = 1)



Effetti su Europa/Italia, impatto più o meno severo: linea di demarcazione è chiusura o meno fornitura gas russo

- Shock energetico senza chiusura
 - Scambi commerciali
 - Export/Import
 - Consumi
 - Inflazione/potere d'acquisto
 - Incertezza
 - Risparmi/investimenti
- Fattori mitiganti ?
 - Politiche macroeconomiche
 - Fiscale ?
 - Monetaria ?
 - Coordinamento monetario/fiscale ?
- Shock energetico con chiusura
 - Impatto forte per i paesi più dipendenti da gas russo; visioni diverse su possibilità di sostituzione, comunque limitate nel breve periodo (2022-23)
 - Taglio d'offerta a cui adeguare taglio consumi
 - razionamenti, contingentamenti per famiglie e imprese
 - Esperienza austerità 1973
 - Esperienza lockdown/Covid: settori energivori=settori ad alta intensità di contatto
 - Effetti amplificati su prezzi, fiducia, finanza

Previsori: scenari baseline, ipotesi non estreme basate su mercati a termine

- No escalation, no chiusura
- Shock energetico temporaneo

Ipotesi peggiori di taglio d'offerta del gas in scenari alternativi

Previsioni Bce di marzo per area euro: baseline (senza taglio gas russo e ipotesi non esplicitate) «ottimistica», scenari alternativi (con taglio gas), ma neppure in questi recessione

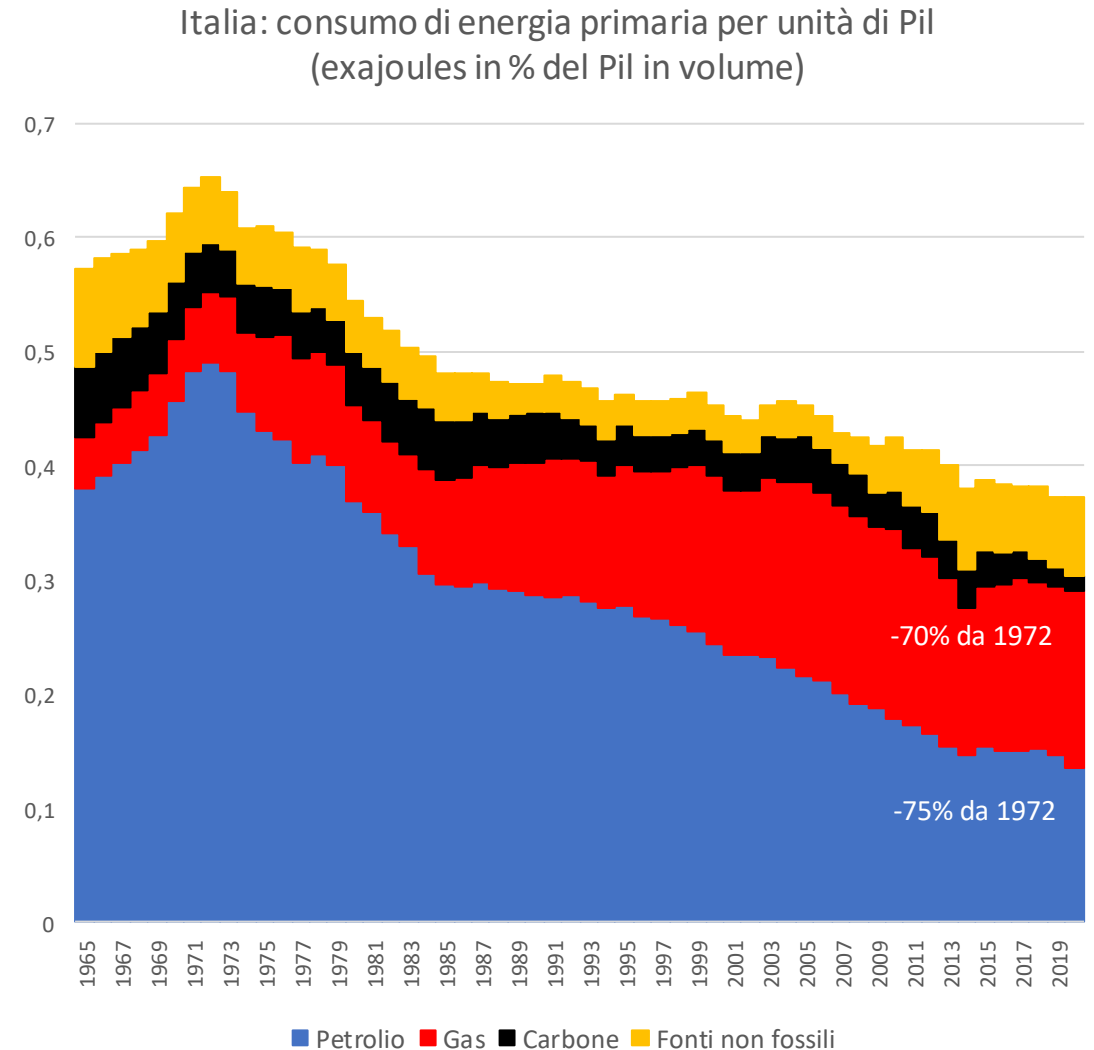
Previsioni BCE su PIL e inflazione area euro (var. %)						
	PIL			Inflazione		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Previsione dicembre 2021	4,2	2,9	1,6	3,2	1,8	1,8
Marzo 2022, Baseline <i>- Shock temporaneo, no escalation, no cutoff gas russo; un po' più stimolo fiscale rispetto a dicembre 2021 per misure omicron/energia</i>	3,7 (-0,5)	2,8 (-0,1)	1,6 (0,0)	5,1 (+1,9)	2,1 (+0,3)	1,9 (+0,1)
Marzo 2022, Scenario avverso <i>- Cutoff gas russo, in parte sostituito con altre fonti, effetti negativi su prezzi energia, finanza e fiducia</i>	2,5 (-1,7)	2,7 (-0,2)	2,1 (+0,5)	5,9 (+2,7)	2,0 (+0,1)	1,6 (-0,2)
Marzo 2022, Scenario più grave <i>- Prezzo gas/energia aumenta di più per esaurimento riserve e difficoltà di reperire fonti alternative al gas russo; più forti effetti negativi su finanza e fiducia</i>	2,3 (-1,9)	2,3 (-0,6)	1,9 (+0,3)	7,1 (+3,9)	2,7 (+0,9)	1,9 (+0,1)

Stime Oecd ieri: diffuso solo impatto (e solo 2022), segno di incertezza; shock energetico più severo e persistente di quello Bce; impatti su PIL più forti di 1 punto in tutti gli scenari

Previsioni Oecd su Pil e inflazione area euro (var. %)				
	Pil		Inflazione	
	2022	2023	2022	2023
Previsione dicembre 2021	4,3	2,5	2,7	1,8
<i>Effetto guerra: shock per tutto l'anno, ma no cutoff gas, policy rate su di 1pp nei paesi avanzati; politiche fiscali invariate</i>	-1,4	?	+2,2	?
Previsione risultante	2,9	?	4,9	?
<i>Scenario peggiore (cutoff gas russo)</i>	-1,5	?	+1,3	?
Previsione risultante	1,4		6,2	?

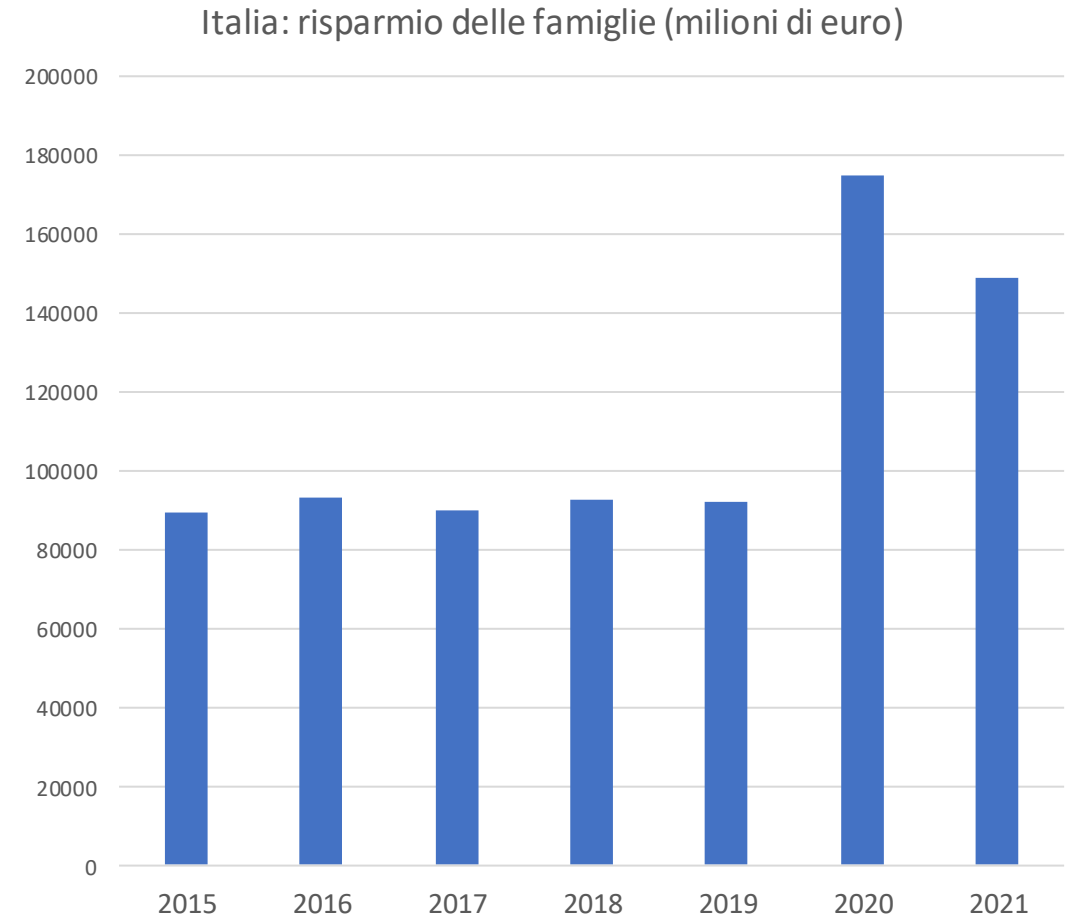
Cambiamenti strutturali che limitano la trasmissione di shock energetico nelle economie rispetto agli anni '70

- Differenze rispetto ad anni '70 (Blanchard-Gali 2007)
 - Minor peso di oil e gas nella produzione e nel consumo
 - Moderazione salariale (no indicizzazione)
 - Maggiore credibilità politica monetaria à ancora aspettative di inflazione
- Conseguenza: nei modelli econometrici impatto oil su PIL (moltiplicatore petrolifero) si è relativamente ridimensionato
- Problema: modelli macro sono stimati con oil come input di energia non gas; ma impatto gas è più forte di oil, ma è incerto quanto di più



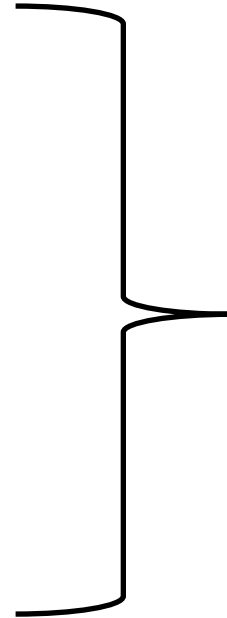
Nella contingenza attuale ulteriori motivi che limiterebbero impatto recessivo nel 2022

- Forte punto di partenza, grazie al rimbalzo delle economie nel 2021 (argomento Draghi)
 - Trascinamento area euro: +1,9%
 - Trascinamento Italia: +2,3%
- Fattori di spinta che sostengono il 2022
 - Politiche di stimolo (Pnrr) in corso d'opera
 - Risparmi 2020-21: in media si è risparmiato il 4% del PIL in più rispetto a normale → buffer per consumi, ma diversi caveat
 - 1) Smobilizzo del risparmio per finanziare consumi assorbito da caro energia, fuoriesce da paese
 - 2) Risparmio smussa dinamica consumi se caduta potere d'acquisto è temporanea; con guerra, calo di reddito più persistente → precauzione, più risparmio (Edelstein e Kilian, 2009)
 - 3) Mismatch: eccesso risparmio riguarda i più ricchi, perdita di reddito pesa sui più poveri, più vincolati nell'accesso al credito



Effetti per l'Italia: bolletta energetica 2022 in bilancia commerciale, ipotesi baseline basate sui mercati futures

- Ipotesi 2022: var% su 2021
 - Δ Prezzo Oil in \$ $\approx +40\%$
 - Δ Prezzo Oil in € $\approx +50\%$
 - Δ Prezzo Gas in € $\approx +190\%$
 - Δ Prezzo (Oil+Gas) in € $\approx +100\%$
 - Δ Quantità (Oil+Gas) $\approx +3\%$



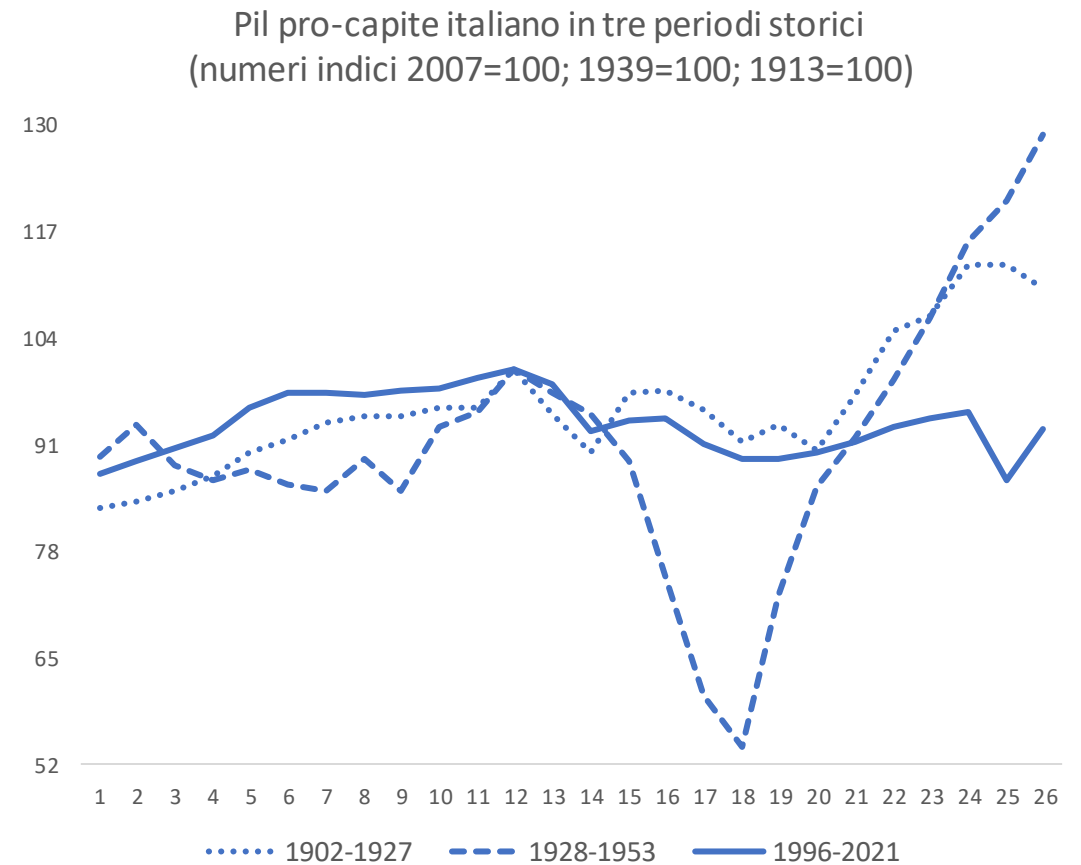
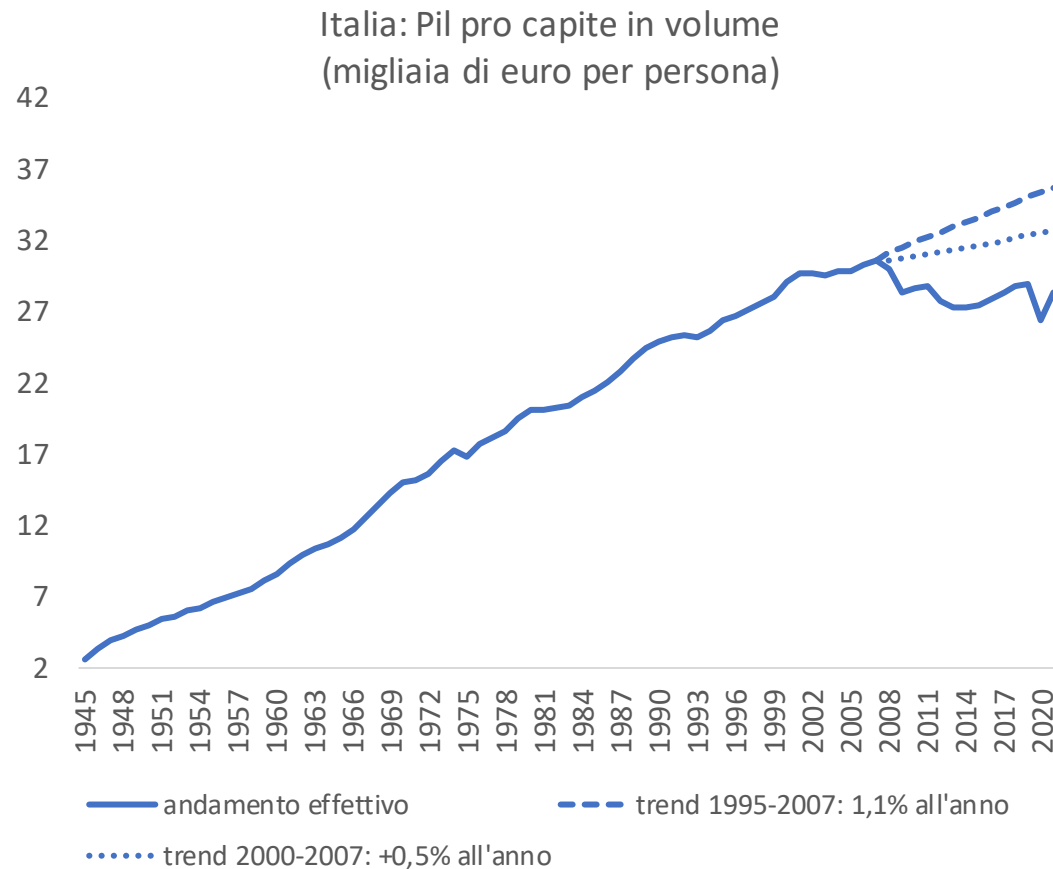
- Import oil+gas circa 80 mld (se prezzi import=prezzi spot) = 40 in più rispetto a 2021; 4,2% in termini di PIL (2,2 nel 2021)
 - Bolletta energetica 2022 = eccesso risparmi 2020-2021
- Dei 40 mld, 24-25 sono in più rispetto a un 2022 senza guerra: questo è l'extra-costò dovuto a guerra rispetto a quanto ci si attendeva prima del 24 febbraio
- Altre assunzioni, rispetto a quanto ci si attendeva prima del 24 febbraio
 - Indebolimento commercio mondiale, rialzo tassi di mercato
 - Politiche macroeconomiche invariate

Simulazione delle previsioni attuali su Italia, impiegando moltiplicatori noti di modelli in uso nelle istituzioni: per effetti «forti» bisogna andare oltre al risultato dei modelli

Simulazione di uno scenario baseline nelle presenti condizioni				
	Pil		Inflazione	
	2022	2023	2022	2023
Previsioni per 24 febr	3,9/4,1	2,4/2,6	3,6/3,8	1,6/1,8
- <i>Effetto moltiplicatori</i>	-0,6/-0,8	-0,8/-1,0	+2,0/+1,8	+0,8/+0,5
- <i>Fattore judgemental</i>	-0,4/-0,6	+0,4/+0,6	-	-
Previsioni post 24 febr	2,5/3,1	1,8/2,4	5,8/5,5	2,5/2,2

- Judgement: congiuntura, aspettative, non linearità effetto energia, shock di gas più che oil
- Rischi di andamenti peggiori:
 - Shock energetico senza cutoff gas russo più duraturo rispetto a ipotesi baseline: pur senza interruzione, affrancamento da gas russo implica prezzi energia elevati per tempo prolungato, transizione non facile: i futures ne tengono conto?
 - Cutoff gas russo: effetti diretti interni e tramite canale domanda estera (caduta Pil Germania)
 - Recessione, Pil giù per più trimestri, non si paleserebbe nel Pil annuale per trascinamento da 2021

Lo shock 2022 nella prospettiva storica: da 2007 reddito pro-capite è sceso (-7% nel 2021); confronto con altri periodi critici, similarità con prima guerra nel calo, non nella ripresa



Politiche: ruolo cruciale

Policy: sanzioni ed energia

- Sanzioni, tensione tra obiettivi: danneggiare Russia/salvaguardare economie
- UE è grande, ha potere di mercato → tariffe proibitive/embargo → crollo prezzo di esportazione/quantità gas → Russia perde potere d'acquisto
 - *Trade-off* realizzato finora tenendo conto del secondo obiettivo (proteggere economie)
 - No embargo su import gas russo e falle sanzione Swift
 - Surplus russo con l'estero → flusso di valuta: 300-350 mld l'anno contro 370-400 riserve congelate (su 630)
 - Discussione tedesca: Bachman et al (2022) cutoff gas russo → Pil tedesco giù di -1,3/-2,2%, quindi non molto di più del taglio atteso nelle attuali condizioni → incertezza stime elasticità di sostituzione
 - Controshock petrolifero per ridurre ragione di scambio produttori (Russia) e facilitare sostituzioni tra fonti: reintegrare petrolio di altri paesi (Iran, Venezuela) e spingere Opec → difficile, occidente non riesce a coinvolgere paesi produttori
- Energia: emancipazione da gas russo, proposte del piano europeo
 - Sussidi/detassazioni, aiuti a imprese, tasse extra-profitti; riserve gas al 90% per ottobre + solidarietà europea; prima del 2030 gas russo sostituito da fonti rinnovabili (non si cita nucleare) con semplificazioni regole + accelerazioni tecnologiche + diversificazioni forniture
 - Non esplicita i costi
 - Piano ambizioso, difficile escludere ricorso a tagli consumi
 - Rafforzamento storage e ricerca altre fonti impattano su prezzi, più alti per più tempo rispetto a stime baseline
 - Per realizzare un piano di questo tipo occorrono risorse; non si quantifica dimensione finanziaria

Policy: stance macroeconomica

- Shock bellico/energetico: è compito della politica fiscale farvi fronte
 - Quantificazioni incerte costi a carico dei bilanci pubblici per i nuovi impegni: 1) contenimento prezzi energia; 2) emancipazione da gas russo; 3) accoglimento rifugiati; 4) sicurezza → Pisani Ferry: 1,3% del Pil UE 2022
 - Alcune spese sono temporanee (sussidi prezzi), altre permanenti (sicurezza) o persistenti (rifugiati, energia)
 - Misure sostegno a famiglie/impresie saranno a carico dei bilanci pubblici nazionali → se si estendono al 2023 necessità di prolungare la clausola di sospensione PSS + aiuti di stato
 - Gli altri interventi (rifugiati, energia, difesa) riguardano beni pubblici europei e spese nazionali con rilevanti esternalità sugli altri → sarebbe un caso di finanziamento europeo su modello RRF o ridotta velocità di riduzione dell'aumento di debito che ne deriverebbe (Giavazzi et al 2021)
- Politica monetaria: trovare equilibrio tra controllo aspettative di inflazione (effetti second round inflazione corrente) ed effetti recessivi sua azione + controllare frammentazione finanziaria
 - In shock energetici, cadute di PIL amplificate da risposta di politica monetaria a inflazione (Bernanke et al 1997)
 - Paesi impegnati nel contenimento effetti dello shock energetico e spese sicurezza/ambiente/rifugiati esposti ad aumento spread, come nel periodo Covid
 - Continuazione di Qe con flessibilità di intervento, più che mantenimento tassi di interesse zero (i tassi reali si stanno abbassando), sarebbe funzionale a sostenere la risposta fiscale europea alla crisi

Stance macroeconomica: incertezza e passi iniziali non chiari, in attesa di maggiori informazioni su impatto guerra, situazione in divenire

- **Politica monetaria**

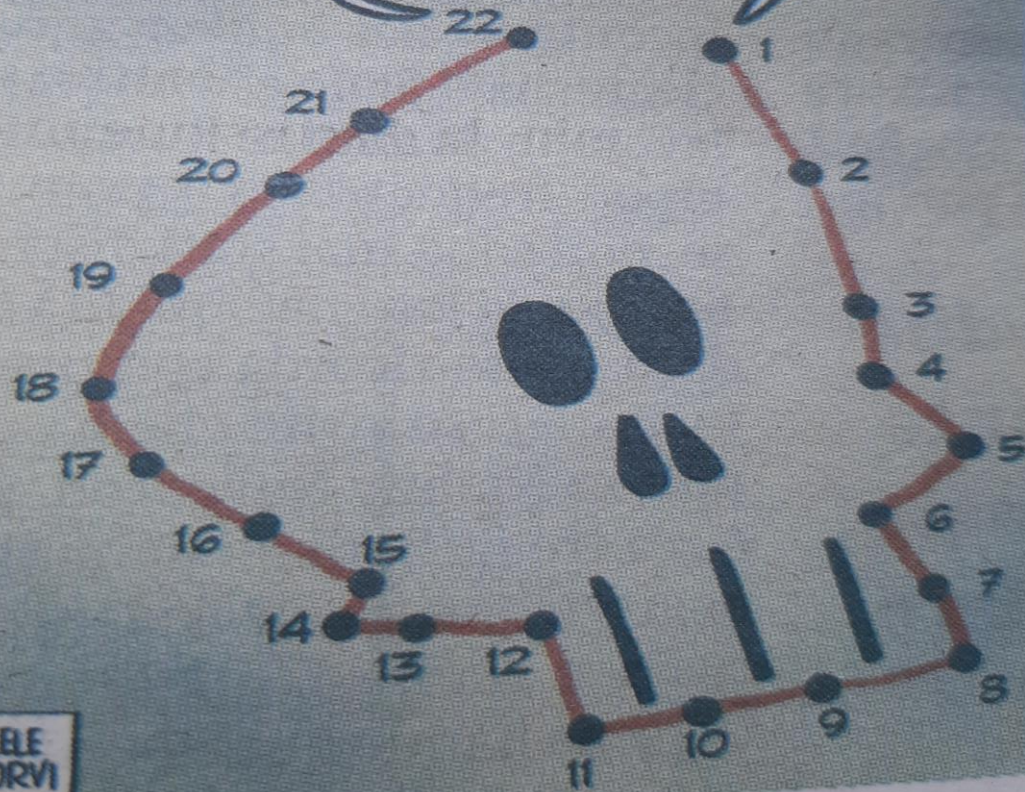
- Accelerazione del ritiro del Qe rispetto a quanto precedentemente deciso e, nello scenario baseline, azzeramento da luglio; qualche tempo dopo aumento tassi di policy; comunque, passi futuri data-dependent
- Accelerazione normalizzazione in un contesto che si allontana dal normale
- Oecd rileva «A slower pace of policy normalisation is appropriate in economies where underlying inflation remains low, wage pressures are modest, and adverse impact of the conflict greatest»

- **Politica fiscale**

- Nel 2022 – anno comunque soggetto alla clausola di salvaguardia generale – la Commissione non proporrà nuove procedure per deficit eccessivo
- Nel 2023, resta per ora l'eliminazione della clausola di salvaguardia generale, ma da riconsiderare con le previsioni di primavera; non si applicherà la regola del debito
- Estensione del temporary crisis framework per consentire aiuti di stato per fronteggiare più alti costi energetici
- Se ci si fermasse qui si sarebbe al di sotto del necessario, ma discussione è ancora aperta, prossima tappa Consiglio europeo 24-25 marzo

COM'È
STATO
POSSIBILE
ARRIVARE A
QUESTO
PUNTO?

UNENDO
GLI ALTRI



LEE
CORVI

Questo è tutto,
grazie per l'attenzione!