



Prospettive economiche dell'OCSE

Giugno 2022



PROSPETTIVE ECONOMICHE DELL'OCSE

111

GIUGNO 2022

La presente opera è pubblicata sotto la responsabilità del Segretario Generale dell'OCSE. Le opinioni espresse e le conclusioni raggiunte non corrispondono necessariamente alle posizioni ufficiali dei governi dei Paesi membri dell'OCSE.

Il presente documento, così come tutti i dati e tutte le mappe geografiche che esso comprende, non pregiudica lo status o la sovranità su ogni territorio, con riferimento alla delimitazione delle frontiere e dei confini internazionali e alla denominazione di ogni territorio, città o area.

I dati statistici concernenti Israele sono forniti dalle autorità israeliane competenti e sotto la responsabilità delle stesse. L'uso di tali dati da parte dell'OCSE non pregiudica lo status delle Alture del Golan, di Gerusalemme Est e degli insediamenti israeliani in Cisgiordania ai sensi del diritto internazionale.

Nota della Turchia

Le informazioni contenute nel presente documento con riferimento a “Cipro” riguardano la parte meridionale dell'Isola. Sull'Isola non esiste un'unica autorità che rappresenti le due popolazioni turca e greca cipriota. La Turchia riconosce la Repubblica Turca di Cipro del Nord (TRNC). La Turchia manterrà la sua posizione circa la “questione di Cipro”, finché non si giunga a una soluzione duratura ed equa mediante le Nazioni Unite.

Nota di tutti gli Stati membri dell'OCSE appartenenti all'Unione europea e dell'Unione europea

La Repubblica di Cipro è riconosciuta da tutti i membri delle Nazioni Unite eccetto la Turchia. Le informazioni riportate nel presente documento si riferiscono alla zona sotto effettivo controllo del governo della Repubblica di Cipro.

Si prega di citare sempre la presente pubblicazione come riportato qui sotto:

OECD (2022), *Prospettive economiche dell'OCSE, Volume 2022 Numero 1*, N. 111, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/50afd3a1-it>.

ISBN 978-92-64-34210-1 (Stampa)

ISBN 978-92-64-38137-7 (PDF)

ISBN 978-92-64-72134-0 (HTML)

ISBN 978-92-64-57610-0 (epub)

Titolo originale: OECD (2022), *OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 1*, No. 111, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/62d0ca31-en>.

Il presente documento è stato tradotto dalla Sezione linguistica italiana dell'OCSE. Le uniche versioni ufficiali sono i testi in inglese e/o francese.

Illustrazioni: Copertina © Milos Stojanovic/Shutterstock.com.

Gli errata corrige delle pubblicazioni possono essere consultati online sul sito: www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm.

© OECD 2022

L'uso della presente opera, in formato sia digitale che cartaceo, è disciplinato dalle condizioni e dalle modalità consultabili al seguente indirizzo: <https://www.oecd.org/termsandconditions>.

Indice

Ringraziamenti	6
Editoriale Il prezzo della guerra	7
1 Valutazione generale della situazione macroeconomica	9
Introduzione	10
La guerra in Ucraina costituisce un grave shock economico e sociale	12
Gli indicatori recenti evidenziano una crescita in rallentamento, un'inflazione elevata e condizioni finanziarie più restrittive	22
Una ripresa continuativa, sebbene a un ritmo più lento e con un'inflazione più alta	36
Vulnerabilità e rischi principali	44
Requisiti di policy	67
Potenziali implicazioni della guerra nel medio termine	77
Riferimenti bibliografici	80
Allegato 1.A. Ipotesi politiche e di altro genere alla base delle proiezioni	83
2 Sviluppi nelle economie dei Paesi membri dell'OCSE e di alcuni Paesi non membri selezionati	85
Brasile	86
Canada	90
Cina	95
Francia	100
Germania	105
Giappone	110
India	115
Indonesia	120
Italia	124
Regno Unito	129
Spagna	134
Stati Uniti	137
Sud Africa	142

FIGURE

Figura 1.1. I prezzi delle materie prime sono aumentati bruscamente a seguito dell'invasione dell'Ucraina	13
Figura 1.2. L'impattodegli shock dei prezzi delle materie prime varia tra le diverse economie dei mercati emergenti	16
Figura 1.3. La Russia e l'Ucraina sono importanti fornitori di numerosi prodotti agricoli	17
Figura 1.4. Molti Paesi a basso reddito dipendono fortemente dalle importazioni di cereali e concimi dalla Russia e dall'Ucraina	18
Figura 1.5. Tassi di partecipazione e occupazione delle donne rifugiate e delle donne migranti europee	20
Figura 1.6. Sostegno finanziario mensile per singolo rifugiato ucraino in un alloggio	21
Figura 1.7. Molti indicatori di attività hanno mostrato recentemente segnali di debolezza	24
Figura 1.8. I maggiori livelli di inflazione stanno penalizzando la crescita dei salari reali	25
Figura 1.9. L'aumento nei prezzi alimentari e dell'energia ha colpito in misura sproporzionata le famiglie a basso reddito	26
Figura 1.10. Percezioni e aspettative sull'inflazione dei prezzi al consumo nella zona euro per quartile di reddito	26
Figura 1.11. La maggior parte dei Paesi dell'OCSE sperimentano una carenza di manodopera	27
Figura 1.12. La volatilità dei mercati finanziari è aumentata	28
Figura 1.13. Irrigidimento delle condizioni del mercato finanziario	29
Figura 1.14. Si rileva una decelerazione del commercio di beni e un declino dei nuovi ordini di esportazione	30
Figura 1.15. Nuove interruzioni e ritardi della catena di approvvigionamento cominciano a manifestarsi	31
Figura 1.16. Le carenze di beni intermedi sono aumentate in Germania dopo l'inizio della guerra in Ucraina	31
Figura 1.17. L'inflazione complessiva e l'inflazione di base sono aumentate bruscamente nel corso dell'ultimo anno	32
Figura 1.18. I marcati aumenti dei prezzi sono più diffusi negli Stati Uniti che nella zona euro	33
Figura 1.19. Il profilo e la composizione dell'inflazione riflettono gli effetti della pandemia	35
Figura 1.20. Per sostenere il consumo occorrerà un riduzione dei rapporti di risparmio delle famiglie, vista la debole crescita del reddito	37
Figura 1.21. Le proiezioni di inflazione sono state corrette al rialzo nella maggior parte dei Paesi	38
Figura 1.22. Nel 2022 nella maggior parte dei Paesi la crescita del PIL è stata rivista al ribasso	38
Figura 1.23. La crescita rallentò e l'inflazione aumentò in seguito allo shock dei prezzi del petrolio del 1973	42
Figura 1.24. La crescita degli scambi dovrebbe essere moderata	44
Figura 1.25. In caso di improvvisa interruzione degli input energetici dalla Russia, in Europa potrebbero verificarsi cali considerevoli della produzione in alcuni settori	46
Figura 1.26. La quota di gas russo sul totale delle importazioni europee di gas è già diminuita fortemente	48
Figura 1.27. Un embargo sulle forniture di gas dalla Russia colpirebbe la crescita e aumenterebbe l'inflazione in Europa	49
Figura 1.28. La Russia e l'Ucraina sono tra i principali fornitori di numerosi metalli	51
Figura 1.29. Numerosi prodotti siderurgici (ferro e acciaio) sono particolarmente esposti alle perturbazioni	52
Figura 1.30. I prezzi alla produzione sono aumentati più marcatamente rispetto ai prezzi al consumo	53
Figura 1.31. Lo scostamento dell'IPP nel corso dell'ultimo anno è fortemente esplicativo dell'attuale inflazione complessiva	55
Figura 1.32. Le prospettive per l'inflazione dei prezzi al consumo dipendono dall'evoluzione dei prezzi alla produzione	55
Figura 1.33. Le aspettative di inflazione delle famiglie sono aumentate, ma generalmente le misure dei mercati finanziari rimangono meglio ancorate	56
Figura 1.34. I dati sulla sostenibilità del debito delle imprese sono ancora favorevoli	58
Figura 1.35. Nei Paesi dell'OCSE i prezzi reali delle case sono aumentati notevolmente durante la pandemia	60
Figura 1.36. Il rapporto tra mutui a tasso di interesse fisso e livelli moderati di servizio del debito limita i rischi nel settore degli alloggi	61
Figura 1.37. Debito delle famiglie e patrimonio finanziario netto in una selezione di Paesi dell'OCSE	63
Figura 1.38. I mercati obbligazionari e azionari rispecchiano un sostanziale riprezzamento nelle economie dei mercati emergenti	64
Figura 1.39. L'elevato debito pubblico nelle economie dei mercati emergenti limita i prestiti bancari al settore privato	65
Figura 1.40. Gli shock dei prezzi delle materie prime potrebbero acuire gli squilibri in alcune economie dei mercati emergenti	66
Figura 1.41. L'inasprimento quantitativo è iniziato in alcuni Paesi	69
Figura 1.42. La normalizzazione della politica monetaria inizia a diffondersi	71
Figura 1.43. Le nuove priorità di bilancio hanno spesso moderato gli sforzi di consolidamento	73

Figura 1.44. Misure di sostegno ai consumatori di energia ampiamente diffuse e diversificate	74
Figura 1.45. Il tasso di interesse implicito sul debito pubblico sta toccando i minimi	75
Figura 1.46. Le quote dei prodotti alimentari e dell'energia sono ampie nelle economie dei mercati emergenti	76

TABELLE

Tabella 1.1. Secondo le previsioni, la crescita globale dovrebbe rimanere contenuta	12
Tabella 1.2. Prodotti provenienti dalla Russia e dall'Ucraina maggiormente vulnerabili a interruzioni	50

RIQUADRI

Riquadro 1.1. Le implicazioni delle variazioni dei prezzi delle materie prime e le interruzioni nel commercio dei prodotti agricoli per le economie dei mercati emergenti	15
Riquadro 1.2. La crisi dei rifugiati in Europa a seguito della guerra in Ucraina	19
Riquadro 1.3. Differenze rilevate tra la situazione attuale e le conseguenze degli shock dei prezzi del petrolio degli anni Settanta	42
Riquadro 1.4. Potenziali interruzioni del commercio di materie prime a causa della guerra in Ucraina	50
Riquadro 1.5. Dai prezzi alla produzione ai prezzi al consumo	54
Riquadro 1.6. Vulnerabilità nel settore immobiliare derivanti dall'aumento dei tassi di interesse sui mutui	59

Segui le pubblicazioni dell'OCSE su:



<https://twitter.com/OECD>



<https://www.facebook.com/theOECD>



<https://www.linkedin.com/company/organisation-eco-cooperation-development-organisation-cooperation-developpement-eco/>



<https://www.youtube.com/user/OECDiLibrary>



<https://www.oecd.org/newsletters/>

Questa pubblicazione contiene...

StatLinks 

Un servizio che consente di ottenere fogli Excel® dalla versione stampata

Accanto ai grafici e alle tabelle di questa pubblicazione sono presenti gli **StatLink** . Per scaricare il corrispondente foglio di calcolo Excel® basta digitare il link nel proprio browser Internet, oppure cliccare sul link della pubblicazione in formato elettronico.

Ringraziamenti

La presente edizione delle *Prospettive economiche dell'OCSE* è stata redatta dalla direzione "Affari economici", sotto la supervisione di Laurence Boone, Luiz De Mello, Álvaro Pereira e Isabell Koske, e diretta da Nigel Pain.

Il capitolo 1 è stato redatto dalla divisione "Politiche macroeconomiche" e i suoi autori principali sono Geoff Barnard, Sophie Guilloux-Nefussi e Álvaro Pina. Patrice Ollivaud, Damien Puy, Elena Rusticelli, Kimiaki Shinozaki e Enes Sunel hanno apportato un considerevole contributo alla stesura.

Il capitolo 2 è stato redatto dalla sezione "Studi economici", con il contributo di Muge Adalet McGowan, Jens Arnold, Andrew Barker, Marius Bickmann, Hansjörg Blöchliger, Martin Borowiecki, Tim Bulman, David Carey, Steven Cassimon, Ben Conigrave, Dennis Dlugosch, Falilou Fall, Priscilla Fialho, Erik Frohm, Paula Garda, Claude Giorno, Daniela Glocker, Andrea Goldstein, Nicolas Gonne, Antoine Goujard, Robert Grundke, Philip Hemmings, Jens Høj, Hyunjeong Hwang, Nikki Kergozou, Eun Jung Kim, Caroline Klein, Michael Koelle, Vassiliki Koutsogeorgopoulou, Ze'ev Krill, Álvaro Leandro, Timo Leidecker, Gabriel Machlica, Catherine MacLeod, Alessandro Maravalle, Margit Molnar, Kei Oguro, Alberto González Pandiella, Jon Pareliussen, Axel Purwin, Oliver Röhn, Nicolas Ruiz, Patrizio Sicari, Urban Sila, Douglas Sutherland, Kosuke Suzuki, Tomomi Tanaka, Srdan Tatomir, Ania Thiemann, Shahin Vallée, Ben Westmore e Naomitsu Yashiro. La stesura delle note Paese è stata supervisionata da Pierre Beynet, Aida Caldera Sánchez, Mame Fatou Diagne, Isabelle Journard, Vincent Koen e Ben Westmore.

Isabelle Fakh e Jérôme Brézillon hanno assicurato il coordinamento generale dell'opera e hanno fornito un notevole contributo per gli aspetti editoriali e statistici.

Paula Adamczyk, Damien Azzopardi, Corinne Chanteloup, Ane Kathrine Christensen, Véronique Gindrey, Federico Giovannelli, Béatrice Guérard, Tony Huang, Eun Jung Kim, Mauricio Hitschfeld, Seung-Hee Koh, Anne Legendre, Isabelle Luong, Natia Mosiashvili e Axel Purwin hanno fornito sostegno per i dati statistici. Il sostegno editoriale per la redazione delle note Paese è stato garantito da Nathalie Bienvenu, Emily Derry, Karimatou Diallo, Stephanie Henry, Gemma Martinez, Michelle Ortiz, Sisse Nielsen ed Heloise Wickramanayake.

La divisione "Analisi macroeconomiche" ha fornito le analisi di contesto e ha assicurato la gestione delle banche dati principali, con il contributo di Yvan Guillemette e Jeroen Meyer, sotto la supervisione di David Turner.

Il Comitato per le politiche economiche dell'OCSE ha precedentemente discusso un progetto di relazione iniziale. Il presente documento è pubblicato sotto la responsabilità del Segretario generale dell'OCSE.

Editoriale

Il prezzo della guerra

Il mondo pagherà un duro prezzo per la guerra della Russia contro l'Ucraina. Dinanzi ai nostri occhi si sta svolgendo una crisi umanitaria che ha stroncato migliaia di vite e costringe milioni di rifugiati a lasciare il proprio Paese, mettendo a repentaglio la ripresa dell'economia, che era appena iniziata dopo due anni di pandemia. La guerra tra la Russia e l'Ucraina, entrambi grandi esportatori di materie prime, ha innescato l'aumento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari, rendendo ancora più difficile la vita di molte persone in tutto il mondo.

L'entità del calo della crescita e dell'aumento dell'inflazione dipenderà dall'evoluzione del conflitto. È chiaro, tuttavia, che saranno i più indigenti a essere maggiormente colpiti. Il prezzo di questa guerra è alto e dovrà essere condiviso da tutti.

Secondo le nostre proiezioni, l'economia globale è destinata a registrare un notevole indebolimento. Stimiamo che la crescita globale sarà del 3 % nel 2022 - in calo rispetto al 4½ % previsto lo scorso dicembre - e del 2¼% nel 2023. Le proiezioni per il 2022 indicano attualmente un'inflazione pari quasi al 9 % nei Paesi dell'OCSE, il doppio rispetto alle precedenti previsioni. L'inflazione elevata in tutto il mondo sta erodendo il reddito disponibile reale e il tenore di vita delle famiglie, pesando a sua volta sui consumi. Il clima di incertezza scoraggia gli investimenti delle imprese e probabilmente indebolirà l'offerta per diversi anni. Al contempo, la politica "zero COVID" adottata dalla Cina continua a offuscare le prospettive globali, frenando la crescita del Paese e provocando interruzioni delle catene di approvvigionamento internazionali.

Poiché esiste il rischio che le previsioni siano riviste al ribasso, il prezzo della guerra potrebbe aumentare ulteriormente. Il conflitto sta causando interruzioni nella distribuzione dei prodotti alimentari di base e dell'energia, alimentando ovunque l'aumento dell'inflazione e mettendo a dura prova soprattutto i Paesi a basso reddito. Le economie europee si stanno adoperando al massimo per fare a meno dei combustibili russi. Tuttavia, la rapida diffusione di fonti energetiche alternative non è semplice e, pertanto, vi è il rischio che i prezzi aumentino e si verifichino penurie. Qualora il conflitto si inasprisca o si protragga, le prospettive potrebbero peggiorare, soprattutto per i Paesi a basso reddito e per l'Europa.

La chiave per porre fine al più presto a questo devastante conflitto è limitare la capacità della Russia di finanziarlo, ed è proprio questo l'obiettivo dell'embargo sulle esportazioni di petrolio.

Allo stesso tempo, dobbiamo ridurre al minimo le conseguenze umanitarie, economiche e sociali della guerra.

In primo luogo, la priorità è di evitare una crisi alimentare. Attualmente, nel mondo si produce una quantità di cereali sufficiente a sfamare l'intero pianeta, ma i prezzi sono molto alti e tali prodotti potrebbero non arrivare a chi ne ha più bisogno. È necessaria una cooperazione globale per far sì che i consumatori dispongano di prodotti a prezzi accessibili, soprattutto nelle economie a basso reddito e in quelle dei mercati emergenti. A tale scopo potrebbero essere necessari un sostegno internazionale e una cooperazione logistica maggiori per il trasporto e la distribuzione ai Paesi che ne hanno bisogno. Le pecche

delle campagne di vaccinazione in tutto il mondo sono ancora un vivo ricordo. Impegniamoci a non commettere gli stessi errori.

In secondo luogo, l'inflazione ha forti effetti redistributivi: contribuirà a ridurre il debito, tra cui quello pubblico, ma allo stesso tempo eroderà i redditi reali, i risparmi e il potere d'acquisto. Inoltre, rischia di ridurre i profitti delle imprese e la loro capacità di investire e creare posti di lavoro. L'inflazione è un onere che deve essere ripartito equamente tra cittadini e imprese, tra salari e profitti. I governi devono fare la loro parte, indirizzando il sostegno ai più vulnerabili per proteggerli dall'impennata dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia.

Infine, è opportuno adeguare le politiche monetarie e fiscali a queste circostanze eccezionali.

In tutto il mondo, gli elevati livelli dell'inflazione e dell'occupazione rendono *attualmente* superfluo il proseguimento di politiche monetarie accomodanti. Tuttavia, in molte regioni l'inflazione è trainata dai prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Se la politica monetaria non è in grado di smorzare tali shock dell'offerta, può inviare segnali che non permetteranno all'inflazione di diffondersi e salire ulteriormente. È quindi opportuno porre fine alle politiche accomodanti in tutto il mondo, ma sarà necessario procedere con maggiore cautela in Europa, dove l'inflazione è essenzialmente legata all'offerta. D'altra parte, quando l'inflazione è guidata da un eccesso di domanda, come negli Stati Uniti, la politica monetaria può essere inasprita più rapidamente per limitare gli eccessi.

La gestione della politica fiscale è particolarmente complessa. Dati gli attuali livelli di crescita, occupazione e inflazione, un sostegno generalizzato al reddito non è più giustificato e dovrebbe essere sostituito da misure più mirate. La guerra in Ucraina ha messo in luce la necessità di incrementare gli investimenti pubblici nella difesa e la maggiore urgenza di effettuare la transizione verso un'energia più verde. Vi sono anche altre esigenze di investimento, come la sanità, la digitalizzazione, la capacità di adattamento all'invecchiamento della popolazione e l'istruzione, in un contesto in cui il debito pubblico rimane elevato. Per affrontare questa complessa questione, i governi dovranno essere più incisivi nel definire le priorità. In Europa, l'integrazione e l'elevata esposizione alla guerra della regione richiedono una maggiore solidarietà nelle spese per l'energia e la difesa.

La guerra ha dimostrato come la sicurezza energetica e la mitigazione dei cambiamenti climatici siano inestricabilmente legate. I governi devono fare un passo avanti e accelerare la transizione energetica. Le misure di emergenza per affrontare una possibile crisi energetica si sono trasformate in una corsa alle fonti alternative di combustibili fossili e in un maggiore ricorso al carbone. Questa soluzione può solo essere temporanea, perché è in contrasto con ciò che necessita il pianeta: un'accelerazione degli investimenti in energia pulita e un rapido aumento del suo consumo. Una tale evoluzione, tuttavia, necessita di input, minerali e prodotti intermedi provenienti da tutto il mondo. In altre parole, più pulita è l'energia, più ampie e geograficamente diversificate dovranno essere le catene del valore. Non sarà possibile attenuare i cambiamenti climatici senza un'apertura degli scambi e in assenza di catene globali del valore resilienti.

Il mondo sta già pagando il prezzo dell'aggressione russa. Le scelte operate dai responsabili politici e dai cittadini saranno fondamentali per determinare la misura in cui tale costo sarà distribuito tra i Paesi e i popoli.

8 giugno 2022



Laurence Boone

Capo economista e Vice Segretario Generale dell'OCSE

1 Valutazione generale della situazione macroeconomica

Introduzione

La guerra in Ucraina ha generato una grave crisi umanitaria che colpisce milioni di persone. Gli shock economici ad essa associati e il loro impatto sui mercati globali delle materie prime, commerciali e finanziari, avranno altresì un impatto materiale sui risultati economici e sui mezzi di sussistenza. Prima dello scoppio della guerra, le prospettive apparivano ampiamente favorevoli per il periodo 2022-23, con la crescita e l'inflazione che tornavano alla normalità man mano che la pandemia da COVID-19 e i vincoli dal lato dell'offerta diminuivano. L'invasione dell'Ucraina, unitamente alle chiusure delle città e dei porti principali in Cina, dovute alla politica "zero-COVID", ha generato una nuova serie di shock negativi. Nel corso di quest'anno, si prevede un rallentamento secco nella crescita globale del PIL che si attesterà al 3 %, ossia circa 1½ punti percentuali in meno rispetto a quanto previsto nelle Prospettive economiche dell'OCSE del dicembre 2021, e rimarrà entro intervalli similmente modesti nel 2023 (Tabella 1.1). Ciò riflette, in parte, le profonde flessioni dell'economia in Russia e Ucraina; tuttavia, la crescita è destinata ad essere notevolmente più debole del previsto nella maggior parte delle economie, in primis in Europa, dove le proiezioni per il 2023 tengono conto di un embargo alle importazioni di petrolio e carbone dalla Russia. I prezzi delle materie prime sono aumentati fortemente, rispecchiando l'importanza, per numerosi mercati, delle forniture provenienti dalla Russia e dall'Ucraina, innescando ulteriori pressioni inflazionistiche e incidendo negativamente sui redditi reali e la spesa, in particolare per le famiglie più vulnerabili. In numerose economie legate ai mercati emergenti si registrano rischi elevati di scarsità di beni alimentari legati alla dipendenza dalle esportazioni agricole provenienti da Russia e Ucraina. Anche le pressioni sull'offerta si sono intensificate a causa del conflitto, nonché delle chiusure in Cina. Si prevede che l'inflazione dei prezzi al consumo rimanga elevata, con una media di circa il 5½ per cento nelle principali economie avanzate nel 2022 e dell'8½ per cento nell'intera area dell'OCSE, prima di diminuire nel 2023, quando le pressioni sulla catena di approvvigionamento e sui prezzi delle materie prime si affievoliranno e l'impatto di condizioni monetarie più restrittive inizierà a sentirsi. Secondo le previsioni, alla fine del 2023 l'inflazione di fondo, sebbene in discesa, sarà pari o superiore agli obiettivi di medio termine in molte delle maggiori economie.

Il livello di incertezza relativo a tali prospettive è elevato, accompagnato da una serie di notevoli rischi. Gli effetti della guerra in Ucraina potrebbero essere superiori alle stime, ad esempio a causa di una brusca interruzione dei flussi di forniture di gas dalla Russia, di ulteriori aumenti nei prezzi delle materie prime o di maggiori interruzioni delle catene di approvvigionamento globali. Le pressioni inflazionistiche potrebbero altresì rivelarsi più forti del previsto, con il rischio che aspettative di inflazione più elevata si scostino dagli obiettivi della banca centrale e si riflettano in una più rapida crescita dei salari in mercati del lavoro rigidamente regolamentati. Anche bruschi aumenti dei tassi d'interesse ufficiali potrebbero rallentare la crescita a livelli superiori alle stime. I mercati finanziari si sono finora adattati senza difficoltà alle più aspre condizioni finanziarie globali; tuttavia, si registrano significative vulnerabilità potenziali dovute agli elevati livelli di debito e ai prezzi elevati delle attività finanziarie. Permangono le sfide per molte economie di mercato emergenti, dettate dall'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia, la lenta ripresa dalla pandemia, gli elevati livelli di debito e le fughe dei capitali finanziari che potrebbero potenzialmente verificarsi con l'aumento dei tassi di interesse nei Paesi avanzati. Permangono altresì i rischi derivanti dall'evoluzione della pandemia da COVID-19: potrebbero emergere nuove varianti maggiormente aggressive o contagiose e l'attuazione delle cosiddette politiche "zero-COVID" in grandi economie quali la Cina potrebbe intaccare la domanda globale e continuare a contrarre l'offerta ancora per qualche tempo.

Gli ingenti costi economici della guerra, l'incertezza elevata e l'imminente embargo sulle importazioni di carbone e sulle importazioni di petrolio per via marittima, dalla Russia verso l'Europa, si aggiungono alle sfide che già si impongono ai decisori politici in relazione alle crescenti pressioni inflazionistiche e a livelli disomogenei di ripresa dalla pandemia.

- Dinanzi a uno shock negativo dell'offerta causato dall'aumento dei prezzi delle materie prime – di durata e portata incerte – la politica monetaria dovrebbe continuare a concentrarsi sull'obiettivo di garantire aspettative di inflazione ben ancorate. A tal fine, nelle principali economie avanzate occorre assicurare una risposta differenziata in linea con il singolo Paese interessato. Il perseguimento di un ritorno alla normalità relativamente veloce è decisamente giustificato per economie quali Stati Uniti, Canada e di molti Paesi europei di dimensioni più piccole, dove la ripresa postpandemica della domanda si attesta a livelli ben avanzati e le pressioni inflazionistiche su larga scala erano evidenti già prima della recente impennata dei prezzi delle materie prime. Rimuovere le misure accomodanti in misura più graduale è indicato nelle economie in cui l'inflazione di base è più bassa, le pressioni salariali restano moderate e l'impatto del conflitto e del futuro embargo sulla crescita è elevatissimo. In numerose economie dei mercati emergenti sarà probabilmente necessario prevedere ulteriori aumenti nei tassi di interesse ufficiali per contribuire all'ancoraggio delle aspettative di inflazione ed evitare di destabilizzare i flussi in uscita dei capitali.
- Misure fiscali temporanee, tempestive e ben mirate, ove possibile, costituiscono la migliore opzione di politica per attutire l'impatto immediato degli shock dei prezzi delle materie prime e dei prodotti alimentari sulle famiglie e sulle aziende vulnerabili e fornire sostegno ai rifugiati di guerra. Molti Paesi hanno opportunamente rallentato i ritmi di attuazione dei piani di graduale consolidamento fiscale all'indomani della pandemia, almeno fino al 2023; tuttavia, il consolidamento non dovrà tardare laddove l'inflazione rispecchi chiaramente le pressioni della domanda. Nel medio e lungo termine, il conflitto in Ucraina sta generando nuove priorità fiscali, tra cui un'accelerazione di investimenti in energia pulita e maggiori spese per la difesa, rafforzando la necessità di una profonda nuova valutazione della composizione delle finanze pubbliche. Quadri fiscali attendibili con forte credibilità nazionale possono contribuire a fornire una guida chiara sulla traiettoria a medio termine delle finanze pubbliche e mitigare le preoccupazioni legate alla sostenibilità del debito.
- La pandemia e la guerra in Ucraina hanno messo a nudo molte debolezze strutturali di lunga data, che sono state avvertite in maniera difforme da famiglie, imprese e Paesi. È necessario assicurare riforme efficaci e ben mirate per accrescere la resilienza, rilanciare la crescita della produttività, affrontare le persistenti disuguaglianze e accelerare la riduzione delle emissioni di carbonio. Occorre portare avanti le iniziative di cooperazione internazionale per migliorare le prospettive di una crescita sostenibile ed equa a lungo termine, mantenendo i mercati aperti agli scambi, aiutando i Paesi in via di sviluppo a superare la pandemia da COVID-19 e ridurre gli oneri rappresentati dal debito, e consentendo l'attuazione di azioni collettive più ambiziose ed efficaci in materia di cambiamento climatico.

La guerra ha sottolineato la vulnerabilità della sicurezza energetica e alimentare, alla luce della dipendenza di molti Paesi dalle esportazioni provenienti dalla Russia o dall'Ucraina. Alcuni Paesi possono pervenire con relativa rapidità a una sostanziale, seppur non completa, diversificazione delle fonti energetiche, come evidenziato dai piani predisposti dall'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) in materia di importazioni di petrolio e gas. Fornire incentivi normativi e fiscali per il passaggio a fonti energetiche alternative e investire nell'innovazione e nelle infrastrutture rappresentano entrambi azioni decisive per contribuire a sviluppare una fornitura di energia pulita e stimolare il raggiungimento degli obiettivi di efficienza energetica. Nell'ambito dei recenti piani di investimento pubblico sono stati compiuti alcuni progressi in tale direzione, ma occorre fare di più per tenere fede agli impegni assunti in occasione della COP26. Anche

la sicurezza alimentare rappresenta una preoccupazione più pressante, considerato il serio rischio di crisi economiche in alcune economie in via di sviluppo e il forte aumento di povertà e carestie. Per controllare e mitigare tali rischi, tutti i Paesi devono fornire l'assistenza necessaria per agevolare la semina di nuove colture, anche in Ucraina, fare fronte alle barriere logistiche che limitano la fornitura di cibo ai Paesi maggiormente a rischio, e astenersi da restrizioni alle esportazioni di cibo e altri prodotti agricoli.

Tabella 1.1. Secondo le previsioni, la crescita globale dovrebbe rimanere contenuta

	Media 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 T4	2022 T4	2023 T4	
		Per cent							
Crescita reale del PIL¹									
Mondo ²	3.3	-3.4	5.8	3.0	2.8	4.3	1.9	3.0	
G20 ²	3.5	-3.0	6.2	2.9	2.8	4.3	1.9	2.9	
OCSE ²	2.2	-4.6	5.5	2.7	1.6	4.8	1.5	1.6	
Stati Uniti	2.4	-3.4	5.7	2.5	1.2	5.5	1.2	0.7	
Zona euro	1.9	-6.5	5.3	2.6	1.6	4.6	1.2	1.8	
Giappone	0.8	-4.5	1.7	1.7	1.8	0.3	2.5	0.9	
Non OCSE ²	4.3	-2.3	6.1	3.3	3.8	3.8	2.3	4.2	
Cina	6.8	2.2	8.1	4.4	4.9	3.9	4.9	4.5	
India ³	6.8	-6.6	8.7	6.9	6.2				
Brasile	-0.4	-4.2	5.0	0.6	1.2				
Tasso di disoccupazione zona OCSE	6.5	7.1	6.2	5.2	5.3	5.5	5.3	5.3	
Inflazione¹									
G20 ^{2,5}	3.0	2.8	3.8	7.6	6.3	5.0	7.8	5.8	
OCSE ^{6,7}	1.7	1.5	3.7	8.5	6.0	5.2	8.9	5.2	
Stati Uniti ⁶	1.4	1.2	3.9	5.9	3.5	5.5	5.1	2.8	
Zona euro ⁸	0.9	0.3	2.6	7.0	4.6	4.6	6.8	3.9	
Giappone ⁹	0.9	0.0	-0.2	1.9	1.9	0.5	2.4	1.6	
Saldo di bilancio zona OCSE¹⁰	-3.2	-10.4	-7.4	-5.0	-3.8				
Crescita reale degli scambi a livello r	3.4	-8.1	10.0	4.9	3.9	8.5	2.6	4.1	

1. Variazioni percentuali; le ultime tre colonne mostrano la variazione rispetto all'anno precedente

2. Spostamento dei pesi del PIL nominale, utilizzando standard di potere d'acquisto.

3. Anno fiscale.

4. Percentuale della forza lavoro.

5. Inflazione complessiva.

6. Deflatore dei consumi privati.

7. Spostamento dei pesi dei consumi privati nominali, utilizzando standard di potere d'acquisto.

8. Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

9. Indice nazionale dei prezzi al consumo.

10. Percentuale del PIL.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/6dazip>

La guerra in Ucraina costituisce un grave shock economico e sociale

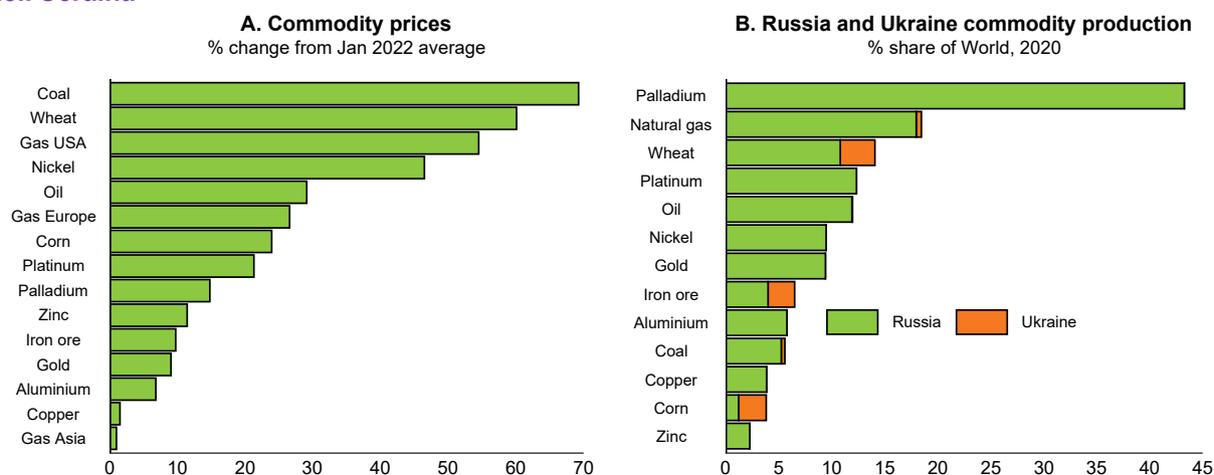
L'invasione russa dell'Ucraina ha generato una crisi umanitaria che colpisce milioni di persone. Oltre alle decine di migliaia di morti e feriti, quasi 7 milioni di persone sono già state costrette a fuggire dall'Ucraina per rifugiarsi in altri Paesi europei, e un numero ancora maggiore di cittadini ucraini è stato sfollato all'interno dei confini del Paese. La guerra costituisce anche un grave shock economico, soprattutto nella stessa Ucraina, ma anche in Russia, regione confinante, e altresì in aree più lontane del mondo (OECD, 2022a).

Gli effetti della guerra si stanno sentendo in molteplici ambiti. Forti cali della produzione in Russia e Ucraina riducono direttamente l'attività economica globale e diminuiscono la domanda di produzione da parte di altri Paesi. Si tratta di un effetto relativamente modesto, dato il limitato ruolo diretto di Russia e Ucraina nell'attività e nel commercio globale. Tale effetto, tuttavia, potrebbe ancora ridurre la crescita globale quest'anno di oltre $\frac{1}{4}$ di punto percentuale ai prezzi di mercato e di quasi $\frac{1}{2}$ punto percentuale in termini di PPA (Parità di potere d'acquisto).¹

La maggiore influenza esercitata dalla Russia e dall'Ucraina sull'economia globale è legata al loro ruolo di importanti fornitori in un certo numero di mercati di materie prime. La Russia e l'Ucraina rappresentano insieme circa il 30 % delle esportazioni globali di frumento, il 15 % delle esportazioni di mais, il 20 % delle esportazioni di concimi inorganici e gas naturale, nonché l'11 % delle esportazioni di petrolio. Inoltre, le catene di approvvigionamento globale dipendono dalle esportazioni russe e ucraine di metalli (si veda di seguito) e di gas inerti. I prezzi di molte tra le suddette materie prime sono aumentati bruscamente dopo l'inizio della guerra, anche in assenza di turbolenze significative dei volumi di produzione o di esportazione (Figura 1.1).

L'impennata dei prezzi delle materie prime e i possibili rallentamenti della catena produttiva avranno conseguenze significative per numerose economie, in particolare per quelle dei mercati emergenti e in via di sviluppo (Riquadro 1.1). Desti particolare preoccupazione un'eventuale interruzione totale delle esportazioni di frumento dalla Russia e dall'Ucraina, che potrebbe comportare gravi scarsità alimentari in numerose economie in via di sviluppo. Ne conseguirebbe un serio rischio non solo di crisi economiche in alcuni Paesi, ma anche di catastrofi umanitarie, accompagnate da un forte aumento dei livelli di povertà e carestia. Lo shock della fornitura di beni alimentari potrebbe essere aggravato dalla carenza di fertilizzanti e dagli aumenti di prezzo – la Russia e la Bielorussia ne sono i principali fornitori per molti Paesi – mettendo sotto pressione la produzione agricola il prossimo anno e forse anche oltre.

Figura 1.1. I prezzi delle materie prime sono aumentati bruscamente a seguito dell'invasione dell'Ucraina



Nota: i dati nel Pannello A si basano su una media dei prezzi giornalieri ricompresi tra il 24 febbraio 2022 e il 1° giugno 2022 per tutte le materie prime ad eccezione del frumento e del mais, che si basano sui prezzi medi nel periodo marzo-maggio 2022.

Fonte: Refinitiv; Agenzia Internazionale per l'Energia; Banca dati delle Prospettive agricole dell'OCSE; Banca Mondiale; calcoli dell'OCSE

StatLink  <https://stat.link/u4ox26>

¹ Prima dell'inizio del conflitto, Russia e Ucraina rappresentavano collettivamente solo il 2 % circa del PIL globale ai prezzi di mercato ($3\frac{1}{2}$ per cento del PIL globale in termini di PPA) e percentuali simili in relazione al commercio mondiale totale.

La guerra e le sanzioni imposte alla Russia stanno anche generando turbolenze in relazione ai collegamenti finanziari e commerciali.² Le sanzioni finanziarie imposte alla Russia sono state dirette ad individui e banche specifici, hanno ridotto l'accesso al capitale estero e congelato le riserve valutarie detenute dalla Banca centrale di Russia nelle economie occidentali. Sono stati altresì imposti divieti su talune esportazioni verso la Russia. Di conseguenza, la Banca centrale di Russia ha inasprito la sua politica monetaria e imposto controlli sui capitali e i premi al rischio sul debito sovrano russo hanno subito un aumento. I divieti mirati ad alcuni tipi di esportazioni, i ritardi e le difficoltà nell'effettuare i pagamenti internazionali stanno causando perturbazioni per gli scambi commerciali – le importazioni russe hanno subito un rovinoso calo dall'inizio della guerra – e potrebbero causare insolvenze formali dei debiti russi denominati in dollari, con le banche statunitensi cui è ora imposto il divieto di gestire i pagamenti in dollari dalla Russia. Si rileva un irrigidimento delle condizioni del mercato finanziario a livello globale, incluso in molte economie dell'Europa centrale e orientale che hanno legami commerciali relativamente forti con la Russia. Il traffico aereo e marittimo è stato interrotto (si veda di seguito) e numerose aziende multinazionali hanno sospeso le loro attività in Russia.

I flussi di rifugiati a seguito della guerra comporteranno, nel breve termine, una spesa pubblica aggiuntiva nei Paesi ospitanti, sebbene questa sarà compensata nel tempo dall'ingresso dei rifugiati nella forza lavoro, contribuendo ad alleviare alcune delle pressioni sul mercato del lavoro. Ad oggi, il numero di persone già fuggite dall'Ucraina dall'inizio della guerra è di svariate volte superiore al dato annuo dei richiedenti asilo nei Paesi europei al culmine della crisi dei rifugiati siriani nel periodo 2015-16. Assicurare il sostegno ai rifugiati ucraini comporta destinare da subito voci di spesa a favore dell'assistenza abitativa, della fornitura di beni alimentari, dell'assistenza sanitaria, nonché dei servizi di assistenza e istruzione dei minori, unitamente all'assistenza volta ad aiutare coloro che decidono di rimanere nei Paesi di accoglienza a entrare nel mercato del lavoro. L'entità della spesa è di difficile previsione a causa dei dati incerti sul numero di rifugiati, la durata del loro soggiorno e il Paese specifico in cui potrebbero trasferirsi. Una stima esemplificativa, formulata sulla base dell'attuale sostegno ai rifugiati, indica una spesa minima nei Paesi dell'Unione europea (UE) pari a circa lo 0,2 % del PIL dell'UE (Riquadro 1.2). Tale spesa potrebbe essere coperta dalle risorse già messe a disposizione da svariati fondi dell'UE.

Le importazioni di energia proveniente dalla Russia da parte delle economie europee sono destinate a crollare nettamente nel 2023. L'UE ha concordato un embargo sulle importazioni di carbone dalla Russia che entrerà in vigore ad agosto, nonché un embargo sulle importazioni di petrolio per via marittima dalla Russia che inizierà nel 2023. Alcuni Paesi hanno cessato o cesseranno quest'anno, in via bilaterale, le importazioni di gas e le importazioni di petrolio, mediante gli oleodotti, dalla Russia e la Russia ha interrotto le esportazioni di gas verso alcuni Stati membri dell'UE. Le proiezioni di base tengono conto di questi cambiamenti. Una cessazione in tutta l'Europa della gran parte delle importazioni di petrolio dalla Russia comporta criticità, giacché i prodotti petroliferi (ivi incluso il greggio) rappresentano oltre un terzo del consumo totale di energia nell'UE. Sebbene sui mercati mondiali sia possibile reperire fonti alternative a prezzi più elevati ed evitare carenze, le proiezioni di base ritengono prevedibile che l'embargo spingerà al rialzo l'inflazione e indebolirà la crescita, in particolare in Europa. Si illustrano più dettagliatamente nel prosieguo le sfide dettate da un adattamento all'embargo, i rischi di possibili effetti negativi sul lato dell'offerta e l'impatto di un ulteriore embargo dell'UE sulle importazioni di gas dalla Russia.

² I legami finanziari tra la Russia e gli altri Paesi sono generalmente modesti. Gli stock di investimenti esteri diretti in Russia rappresentano appena l'1-1½ per cento del totale globale, mentre i crediti bancari transfrontalieri consolidati reclamati dalle banche connesse alla Banca dei Regolamenti Internazionali in favore dei residenti di Russia e Ucraina rappresentavano meno dello 0,5 % del totale globale nel terzo trimestre del 2021.

Riquadro 1.1. Le implicazioni delle variazioni dei prezzi delle materie prime e le interruzioni nel commercio dei prodotti agricoli per le economie dei mercati emergenti

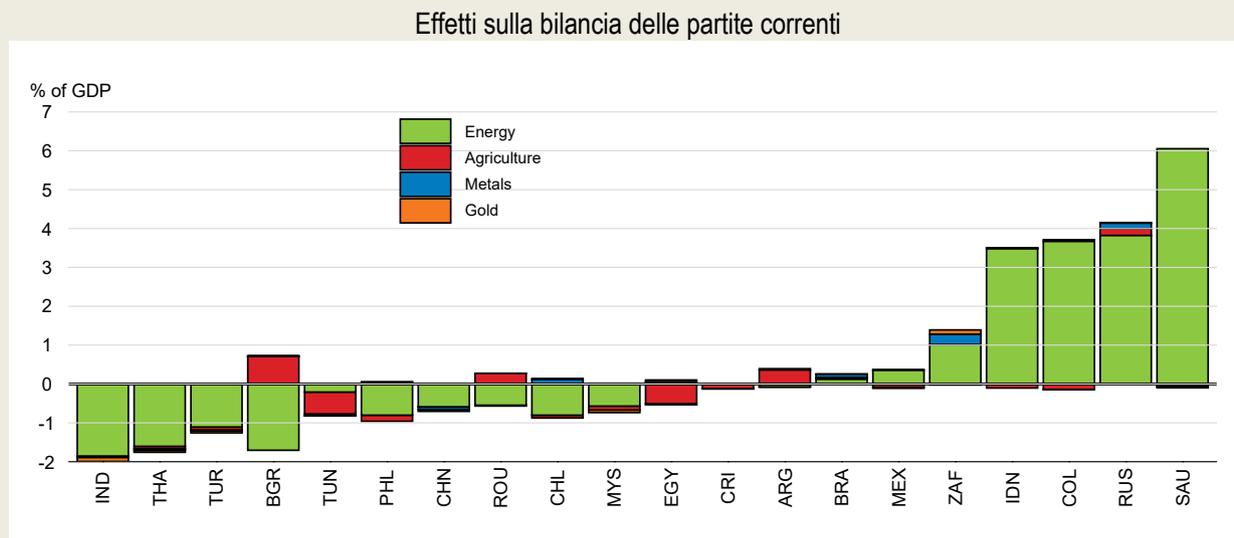
Le turbolenze dei mercati delle materie prime causate dalla guerra in Ucraina avranno probabilmente un forte impatto economico e sociale sulle economie dei mercati emergenti. Le partite correnti – e attraverso di esse il reddito dei settori privato e pubblico – risentono dell'impennata dei prezzi delle materie prime, a beneficio degli esportatori netti di materie prime e a scapito degli importatori netti. Inoltre, al momento anche i volumi di alcune materie prime disponibili sono soggette a pressioni. A riguardo, destano particolari preoccupazioni le materie prime agricole, poiché la Russia e l'Ucraina sono due grandi fornitori di cereali e concimi.

Effetti sulle partite correnti

Gli effetti sulle partite correnti esercitati dallo shock dei prezzi delle materie prime dipendono dalle posizioni delle esportazioni nette dei Paesi e dall'entità dello shock dei prezzi per le singole materie prime. Entrambi gli aspetti – le variazioni registrate nelle esportazioni nette e l'entità dello shock dei prezzi – tendono a essere maggiori per le materie prime energetiche piuttosto che per i prodotti alimentari o i metalli. Una stima esemplificativa dei potenziali guadagni (o delle potenziali perdite) annuali derivanti dai bruschi cambiamenti nei prezzi osservati dall'inizio della guerra in Ucraina è fornita nella Figura 1.2. Per ciascun Paese e prodotto di base, il rapporto medio tra esportazioni nette e PIL nel periodo 2015-19 viene moltiplicato per il rispettivo shock dei prezzi a cominciare dall'invasione dell'Ucraina, con gli effetti aggregati per grandi categorie di materie prime.¹ Una proiezione a cinque-anni contribuisce a ridurre al minimo la potenziale sensibilità dei risultati a eventi eccezionali quali siccità o scioperi.² Questi calcoli separano l'impatto degli scambi di determinati prodotti di base e non tengono conto di possibili cambiamenti nei modelli di consumo in risposta alle variazioni dei prezzi o nello scambio di beni diversi dalle materie prime che potrebbero influenzare gli equilibri aggregati risparmio-investimento. Gli utili o le perdite illustrati non dovrebbero pertanto essere considerati stime delle variazioni attese nei saldi complessivi delle partite correnti.

Colombia, Indonesia, Russia e Arabia Saudita – tutti grandi esportatori di energia – traggono vantaggio dai miglioramenti nelle rispettive ragioni di scambio. Al contrario, Bulgaria, India, Thailandia e Turchia potrebbero subire perdite significative.³ Bulgaria e Romania traggono vantaggio dal brusco aumento dei prezzi del frumento e del mais e il Cile dall'aumento dei prezzi dei metalli, sebbene siano inferiori ai costi derivanti dall'aumento dei prezzi dell'energia. L'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari probabilmente produrrà guadagni modesti per l'Argentina, ma notevoli perdite di reddito in Egitto e Tunisia.

Figura 1.2. L'impatto degli shock dei prezzi delle materie prime varia tra le diverse economie dei mercati emergenti



Nota: gli effetti illustrati a titolo esemplificativo riflettono l'impatto del forte aumento dei prezzi delle materie prime a seguito della guerra in Ucraina applicato al rapporto medio tra esportazioni nette a livello di prodotti di base e PIL, nel periodo 2015-2019. Lo shock dei prezzi delle materie prime utilizzato nell'analisi rappresenta la differenza percentuale del prezzo medio delle materie prime selezionate nel periodo compreso tra il 24 febbraio e il 1° giugno rispetto al prezzo medio nel gennaio 2022. La selezione di materie prime include: gas naturale, petrolio, carbone, frumento, mais, nichel, platino, palladio, minerale di ferro, alluminio, zinco, rame e oro. Le esportazioni nette di energia sono calcolate sulla base delle stime dei volumi dell'Agenzia internazionale per l'Energia (AIE) convertite in valori sulla base dei listini dei prezzi mondiali. I prezzi del petrolio e del carbone si basano rispettivamente sui prezzi *spot* del Brent e sui prezzi *spot* del carbone a vapore australiano. Per il gas naturale, vengono utilizzati i prezzi regionali – per Europa, Asia e America. L'Europa include Bulgaria, Egitto, Romania, Russia, Tunisia e Turchia; l'Asia include Cina, India, Indonesia, Malesia, le Filippine e Thailandia, più il Sudafrica; l'America include Argentina, Brasile, Cile, Colombia e Costa Rica. I valori netti delle esportazioni di materie prime agricole e metallifere (in dollari USA) sono tratti rispettivamente dalle statistiche FAO e da UN Comtrade. Questi calcoli escludono l'impatto delle variazioni nel prezzo delle materie prime sul consumo e sugli scambi di beni diversi dalle materie prime che incidono altresì sulle variazioni annuali nel saldo delle partite correnti.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; FAO; AIE; Refinitiv; UN Comtrade; Banca Mondiale; e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/d51pnq>

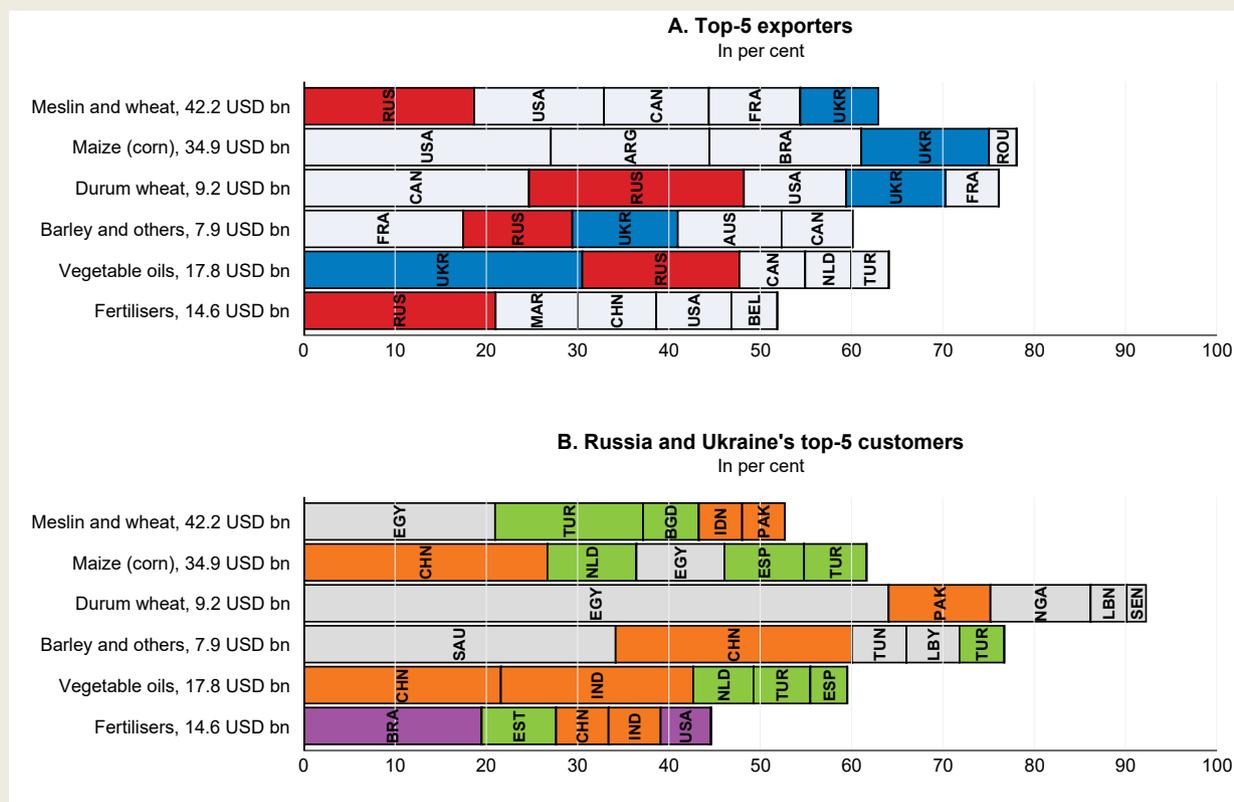
Le economie dei mercati emergenti rischiano interruzioni significative nel commercio di prodotti agricoli

Oltre agli effetti sui prezzi, la guerra può anche ridurre le quantità disponibili sui mercati mondiali. La Russia e l'Ucraina sono due importanti fornitori di materie prime agricole, in primis cereali e concimi. Dati doganali fortemente disaggregati che si riferiscono a circa 5 000 prodotti diversi, aiutano a mostrare quali mercati in particolare siano maggiormente esposti a rischi di turbolenze e quali clienti siano maggiormente esposti a una riduzione delle produzioni in Russia e Ucraina.

Le turbolenze provocate dalla guerra si manifestano con più probabilità per i cereali e gli oli vegetali. Nel 2020, la Russia e l'Ucraina coprivano circa il 30 % delle esportazioni globali di grano duro, frumento segalato e frumento, il 15 % delle esportazioni di granturco e un quarto delle esportazioni di orzo e altri cereali (Figura 1.3). L'Ucraina è anche il maggiore esportatore mondiale di oli vegetali (semi di girasole e cartamo) e, insieme alla Russia, rifornisce la metà del mercato globale. Nel complesso, si registra una notevole concentrazione dell'offerta delle materie prime agricole, con i cinque maggiori fornitori che coprono più della metà del mercato mondiale delle esportazioni, e, in taluni casi, quasi l'80 %. Un grado così elevato di concentrazione limita la possibilità di attingere ad altri produttori nel breve periodo, rendendo questi prodotti particolarmente vulnerabili agli shock.

Figura 1.3. La Russia e l'Ucraina sono importanti fornitori di numerosi prodotti agricoli

Quote di mercato come percentuale dei flussi commerciali totali registrati nel 2020 per ciascun tipo di materia prima



Nota: il Pannello A indica la quota dei 5 maggiori Paesi esportatori in proporzione al totale delle esportazioni mondiali di ciascuna materia prima. Il Pannello B illustra la proporzione delle esportazioni russe e ucraine acquistate dai cinque maggiori acquirenti per ciascun tipo di materia prima. Il colore indica la regione a cui appartiene il Paese che acquista esportazioni russe o ucraine: verde per l'Europa, arancione per l'Asia, viola per le Americhe e grigio per l'Africa e il Medio Oriente. Il valore in miliardi di USD rappresenta i flussi di esportazione globali registrati nel 2020 per ciascuna voce (ossia la dimensione del mercato).

Fonte: banca dati BACI di CEPII; calcoli dell'OCSE.

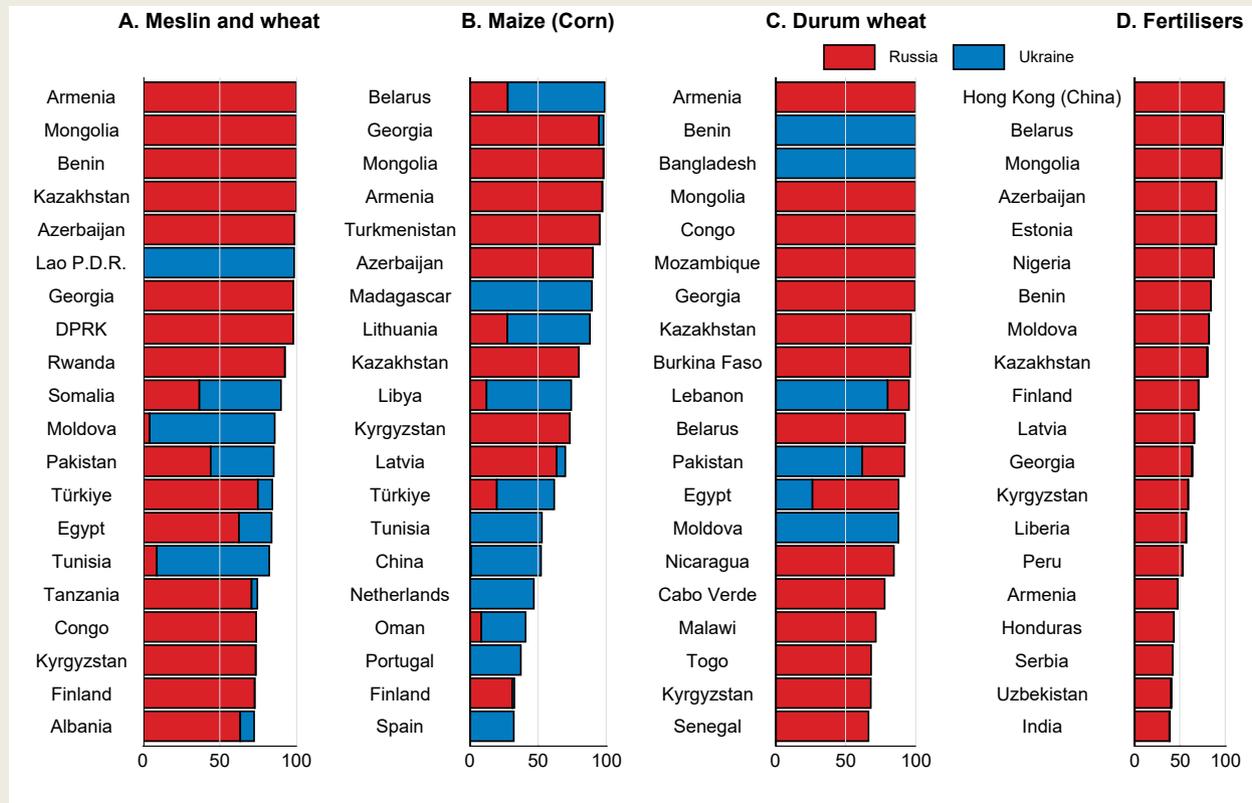
StatLink  <https://stat.link/t7wyjv>

Alcuni Paesi in Africa, Medio Oriente e Asia centrale sono relativamente esposti, in particolare se la loro produzione interna è scarsa. L'Egitto acquista due terzi del grano duro esportato dalla Russia e dall'Ucraina, la Turchia un quinto del frumento segalato, l'Arabia Saudita un terzo dell'orzo e di altri cereali. I Paesi a basso reddito che dipendono maggiormente dalle forniture russe e ucraine saranno i più colpiti e le interruzioni potrebbero minacciare la sicurezza alimentare in detti Paesi (Figura 1.4).

Eventuali turbolenze nella fornitura di concimi potrebbero innescare ulteriori pressioni (Figura 1.4, Pannello D). La Russia è un importante fornitore di concimi, dal momento che il gas naturale è un componente fondamentale nel settore e rappresenta il 20 % delle esportazioni mondiali di alcuni concimi, con un mercato commerciale globale di 15 miliardi di dollari nel 2020.⁴ La Russia è anche uno dei cinque maggiori esportatori di ammoniaca e fosfati di calcio naturali, due componenti usati principalmente nella produzione di concimi. Molti Paesi dell'Asia centrale, nonché alcune economie avanzate del Nord Europa, sono tra quelli che dipendono maggiormente dalla Russia per le importazioni di fertilizzanti. Anche alcuni Paesi africani sono fortemente esposti. Le carenze di colture e di concimi metterebbero a dura prova l'agricoltura mondiale.

Figura 1.4. Molti Paesi a basso reddito dipendono fortemente dalle importazioni di cereali e concimi dalla Russia e dall'Ucraina

Quota delle importazioni dalla Russia e dall'Ucraina sul totale delle importazioni per una selezione di materie prime



Nota: i concimi corrispondono all'aggregazione di cinque prodotti definiti in base al codice HS a 6 cifre, come segue: concimi azotati (HS310280), concimi a base di azoto, fosforo e potassio (HS310520), concimi a base di fosfato monoammónico e fosfato diammonico (HS310540), concimi a base di nitrati e fosfati (HS310551) e concimi a base chimica o inorganica (HS310230).

Fonte: banca dati BACI (CEPII); e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/qecg6r>

1. Potenziali scostamenti nelle posizioni delle esportazioni nette dei Paesi a livello di ciascuna materia prima in risposta allo shock dei prezzi o a cambiamenti nella domanda dall'estero potrebbero alterare i risultati illustrati nelle tabelle, ma non sono qui presi in considerazione. Per il gas naturale, i prezzi della regione a cui un Paese appartiene sono usati per calcolare gli effetti sulla bilancia delle partite correnti.
2. Gli anni più recenti non sono stati considerati a causa dell'impatto della pandemia (2020-21) o della disponibilità di dati incompleti (2021).
3. I guadagni di partite correnti stimati per la Russia dovrebbero essere considerati come un limite superiore, poiché il petrolio russo è stato venduto a sconto – implicito nel livello di spread positivo tra i prezzi *spot* del petrolio dei listini Brent e Ural – a cominciare dallo scoppio della guerra.
4. Il gruppo di concimi raffigurato nella Figura 1.4 aggrega cinque distinte categorie di concimi.

Riquadro 1.2. La crisi dei rifugiati in Europa a seguito della guerra in Ucraina

Flusso senza precedenti di rifugiati dall'Ucraina

La guerra in Ucraina ha generato uno storico flusso di persone in fuga dal conflitto, mai visto in Europa dalla Seconda guerra mondiale ad oggi. Il conflitto siriano ha imperversato per due anni prima che il numero di rifugiati all'estero raggiungesse i tre milioni nel periodo 2015-16, mentre per i rifugiati ucraini tale cifra è stata raggiunta in meno di 3 settimane. Al 18 maggio, secondo i dati dell'UNHCR, più di 6,2 milioni di persone erano fuggite dall'Ucraina e si stima che altri 8 milioni fossero gli sfollati interni. Circa 5,3 milioni di rifugiati ucraini hanno raggiunto l'Unione europea. Circa 3,4 milioni di ucraini si sono riversati in Polonia, quasi 930 000 in Romania, 615 000 in Ungheria e 427 000 nella Repubblica Slovacca.

Tale crisi umanitaria non è facilmente paragonabile a quelle precedenti, in particolare alla crisi umanitaria del 2015-16 in Europa. Le differenze principali includono la grande diaspora ucraina pre-conflitto e il suo ruolo nell'accoglienza immediata dei rifugiati ucraini; le agevolazioni pre-esistenti nel rilascio dei visti per i cittadini ucraini in Europa, che velocizzano notevolmente i movimenti transfrontalieri ordinati; nonché la diversa composizione socio-demografica dell'attuale afflusso di rifugiati, che consiste in gran parte di bambini e donne adulte e ha livelli di istruzione formale relativamente alti. Nei Paesi dell'OCSE si è assistito inoltre a una mobilitazione eccezionale delle istituzioni e delle comunità ospitanti.

I flussi giornalieri in uscita dall'Ucraina hanno registrato un rapido aumento nei primi giorni del conflitto, raggiungendo un picco di 200 000 individui all'inizio di marzo. Al momento si sono stabilizzati intorno a 50 000 al giorno. Il servizio della guardia nazionale di frontiera dell'Ucraina ha riferito che più di 1,8 milioni di ucraini sono rientrati nel Paese dall'inizio della guerra, sebbene tale cifra possa includere movimenti transfrontalieri di breve durata.

Un numero crescente di rifugiati si sta trasferendo in altri Paesi dell'OCSE. Le stime dell'OCSE suggeriscono che, al 13 maggio, i Paesi dell'UE non confinanti con l'Ucraina avevano già accolto più di 2 milioni di ucraini dal 24 febbraio. In particolare, la Germania ha registrato circa 610 000 ucraini, la Repubblica Ceca ne ha registrati 335 000, la Spagna 135 000 e l'Italia 113 000. Andando oltre l'Europa, più di 28 000 ucraini sono arrivati in Israele, 25 000 in Canada e circa 37 000 negli Stati Uniti.

La mobilitazione generale in Ucraina impedisce alla maggior parte degli uomini dai 18 ai 60 anni di lasciare il Paese. Di conseguenza sono molto pochi gli uomini in età lavorativa ad aver lasciato il Paese finora. I dati disponibili per la Polonia, secondo l'Ufficio stranieri, indicano ad esempio che su un milione di registrazioni alla fine di aprile, il 48 % degli arrivi era costituito da minorenni e il 92 % degli adulti era di sesso femminile. Cifre simili si registrano in Lituania. Nei Paesi più lontani dal confine ucraino si rileva una percentuale leggermente inferiore di bambini, che oscilla tra il 32 % (Francia e Grecia) e il 40 % (Repubblica Ceca e Belgio).

Le informazioni disponibili dei Paesi ospitanti indicano come una percentuale relativamente alta di rifugiati ucraini sia in possesso di un'istruzione terziaria, al contrario di altri gruppi di rifugiati. I livelli di istruzione sono nel complesso anche più elevati della popolazione generale ucraina attiva (di cui il 34 % era in possesso di istruzione terziaria nel 2019). In Spagna, ad esempio, il 60 % degli ucraini registrati di età superiore ai 16 anni ha conseguito un diploma terziario, il 25 % ha una qualifica professionale, l'11 % ha un'istruzione secondaria di secondo grado e meno dell'1 % è privo di istruzione.

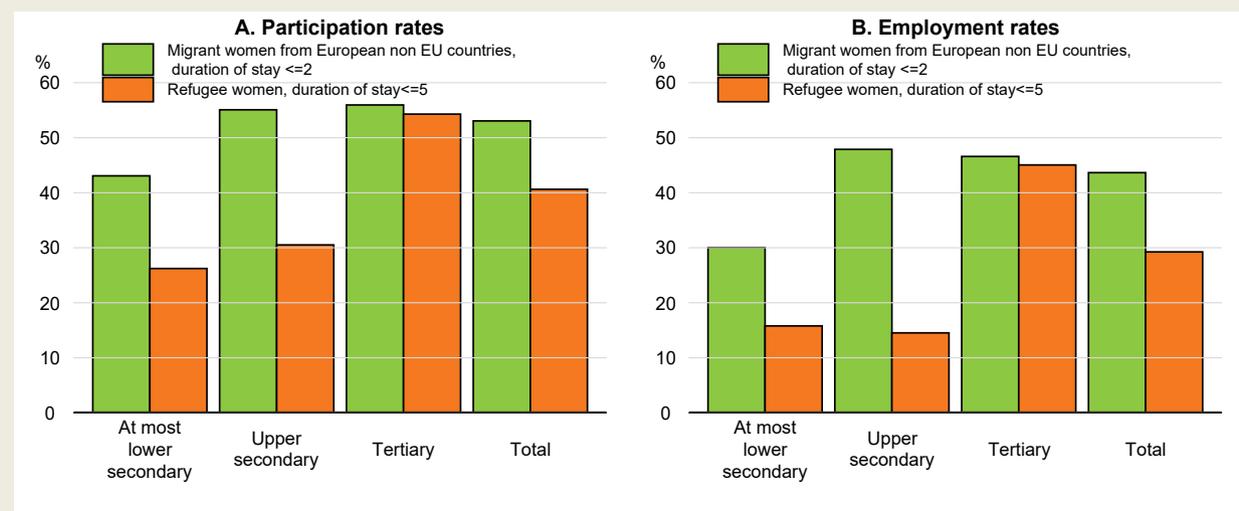
Una prima valutazione dell'impatto esercitato sul mercato del lavoro dall'afflusso di rifugiati ucraini in Europa

I rifugiati ucraini possono apportare un contributo considerevole al mercato del lavoro dell'UE. Il loro profilo sociodemografico, il sostegno che al momento percepiscono, a seguito della diaspora ucraina, dalle comunità ospitanti e il contributo relativamente modesto al reddito mensile disponibile nella maggior parte

dei Paesi (si veda di seguito) incoraggiano la partecipazione alla forza lavoro. L'UE ha inoltre fornito ai rifugiati ucraini accesso immediato e senza restrizioni al mercato del lavoro.

Le stime dell'OCSE suggeriscono che, alla fine di aprile, ci potrebbero essere 2,3 milioni di rifugiati ucraini tra i 20 e i 64 anni in Europa¹. È possibile elaborare stime sui possibili tassi di occupazione e partecipazione entro la fine del 2022 utilizzando la struttura del sistema educativo rilevata in Spagna, e i tassi di occupazione e partecipazione delle donne rifugiate in Europa con un soggiorno di durata inferiore ai 5 anni o delle donne europee migranti di Paesi terzi con un soggiorno di durata inferiore ai 2 anni, (Figura 1.5). Tali stime indicano tra 850 000 e 1,1 milioni di ingressi di donne migranti ucraine nel mercato del lavoro dell'UE, in età compresa tra 20 e 64 anni, di cui un numero compreso tra 602 000 e 917 000 ha un'occupazione.

Figura 1.5. Tassi di partecipazione e occupazione delle donne rifugiate e delle donne migranti europee



Nota: calcoli basati sui tassi di occupazione e partecipazione delle donne migranti nell'UE provenienti da Paesi europei non appartenenti all'UE e di età compresa tra i 20 e i 64 anni che sono rimaste per due anni o meno, e delle donne rifugiate nei Paesi dell'UE di età compresa tra i 20 e i 64 anni che sono rimaste per cinque anni o meno. Sulla base, rispettivamente, dei dati del 2014 e del 2019.

Fonte: calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/xwe7fc>

Queste cifre possono apparire elevate, ma dovrebbero essere rapportate alle dimensioni del mercato del lavoro dell'UE (327 milioni di persone in età lavorativa e 240 milioni di lavoratori occupati) e dei flussi migratori permanenti regolari (1,3 milioni di nuovi immigrati permanenti da Paesi extra-UE nel 2019). Possono anche essere confrontate con i flussi migratori temporanei dai Paesi terzi. Per esempio, prima della pandemia da COVID-19, la sola Polonia accoglieva annualmente più di un milione di lavoratori stranieri stagionali e temporanei, la maggior parte dei quali proveniva dall'Ucraina. Gran parte di tale flusso annuale sarà probabilmente sostituito da rifugiati ucraini.

L'integrazione nel mercato del lavoro delle donne ucraine potrebbe essere più lenta del previsto a causa delle barriere linguistiche, dell'incertezza sulla durata del loro soggiorno e dei ritardi nell'integrazione dei bambini ucraini nel sistema scolastico locale. Attualmente, molti bambini rimangono connessi, in una certa misura, al sistema scolastico ucraino attraverso soluzioni didattiche online. Ciò potrebbe trattenere le loro madri single o i loro tutori dal cercare immediatamente un lavoro.

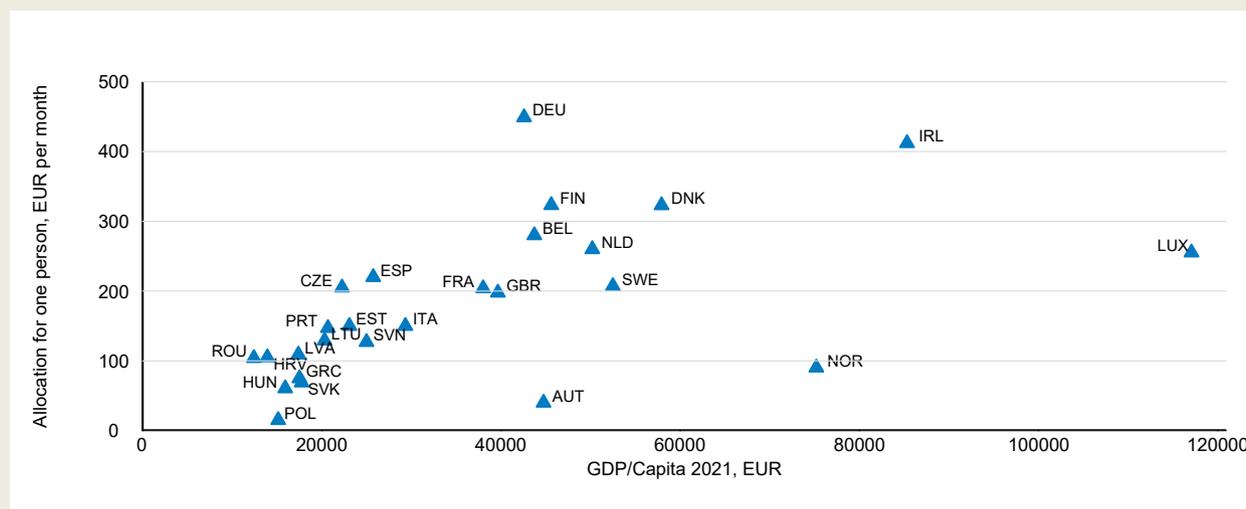
Quanto potrebbe costare l'accoglienza dei rifugiati ucraini in Europa?

Tutti i Paesi dell'UE forniscono un sostegno finanziario ai soggetti che beneficiano di protezione temporanea per coprirne i bisogni di base, ma i livelli e i meccanismi in vigore variano fortemente da Paese a Paese. Le indennità finanziarie mensili variano anche all'interno dei medesimi Paesi, a seconda che i rifugiati siano ospitati in un centro di accoglienza o meno, che abbiano accesso alle forniture alimentari in loco o meno e, soprattutto, a seconda della composizione del nucleo familiare. Le differenze in termini di indennità finanziarie mensili per ciascun rifugiato a cui viene assicurato l'alloggio forniscono un'indicazione dell'entità delle differenze rilevate tra i vari Paesi (Figura 1.6). Il costo totale pro-capite potrebbe anche essere inferiore a quello registrato nel periodo 2015-16 in quanto non vi sono costi derivanti dalle richieste di asilo, i rifugiati ucraini sono per lo più concentrati in Paesi ospitanti con un costo della vita inferiore alla media UE, l'accesso ai servizi di integrazione è maggiormente limitato e si rileva una maggiore percentuale di minorenni.

Un calcolo provvisorio basato sulla popolazione di rifugiati dall'Ucraina, alla fine di aprile, indica che il costo per il sostegno finanziario diretto fornito ai rifugiati ucraini nell'UE, compreso l'alloggio, potrebbe essere pari a circa 17 miliardi di EUR nel 2022. Questo dato non comprende i maggiori costi legati all'istruzione, alla sanità e alle misure per l'integrazione. Sulla base della struttura di età della popolazione rifugiata, tali costi potrebbero, insieme, superare di poco 9 miliardi di EUR nei dieci mesi del 2022. Il costo dell'accoglienza può essere paragonato ai fondi resi disponibili dalla decisione del Consiglio dell'UE a inizio aprile. Ciò ha consentito agli Stati membri di reindirizzare fino a 17 miliardi di euro finanziati dai Fondi Strutturali e di Investimento Europei (Fondi SIE), dal Fondo europeo per gli aiuti agli indigenti (FEAD) e dalla tranche 2022 del Piano per la ripresa dell'UE-(REACT EU) per fornire assistenza ai rifugiati.

Figura 1.6. Sostegno finanziario mensile per singolo rifugiato ucraino in un alloggio

Paesi europei selezionati



Nota: per l'Irlanda, l'importo stimato equivale alla metà di quello fornito alle persone che non beneficiano di alloggi finanziati con risorse pubbliche. I dati per Austria, Ungheria, Italia e Norvegia si riferiscono a persone ospitate in centri di accoglienza che forniscono loro il vitto.

Fonte: calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/hdwren>

1. I calcoli presuppongono che solo un terzo dei rientri in Ucraina siano rimpatri duraturi, che la composizione demografica della popolazione di rifugiati vari leggermente tra i Paesi confinanti (50 % di minori) e il resto dell'UE (33 % di minori) e che il 94 % della popolazione di rifugiati adulti sia in età lavorativa.

Gli indicatori recenti evidenziano una crescita in rallentamento, un'inflazione elevata e condizioni finanziarie più restrittive

Gli indicatori di attività hanno subito un rallentamento e la fiducia ne ha risentito

La maggior parte delle economie ha registrato una forte crescita nel 2021, poiché l'aumento della copertura vaccinale e il miglioramento delle cure sanitarie hanno mitigato la gravità della pandemia, e il sostegno delle politiche e le condizioni finanziarie favorevoli hanno favorito un rimbalzo della domanda. Il livello di stagnazione del mercato del lavoro ha registrato una costante diminuzione in tutte le principali economie dell'OCSE, in alcuni casi portando i tassi di occupazione al di sopra dei picchi pre-pandemia. Le turbolenze che hanno interessato il settore economico a seguito dell'ondata di contagi della variante Omicron alla fine del 2021 e nei primi mesi del 2022 si sono rivelate generalmente lievi nella maggior parte dei Paesi, ma la crescita del PIL globale si è più che dimezzata nel primo trimestre del 2022, con una produzione in declino in numerose economie avanzate.

I dati emersi da rilevazioni statistiche molto frequenti stanno mostrando gli effetti negativi della guerra sull'andamento delle attività produttive e dei prezzi. Prosegue il miglioramento della mobilità globale, ma la produzione industriale globale, le vendite al dettaglio e le vendite di auto hanno segnato tutte un crollo a marzo e aprile (Figura 1.7, Pannelli A e B). I sondaggi suggeriscono anche che la guerra e le restrizioni sanitarie in Cina, stanno avendo un impatto notevole sull'attività e sulla fiducia delle imprese (Figura 1.7, Pannelli C e D). Gli indicatori sulla fiducia delle imprese e la produzione hanno segnato un brusco crollo in Cina, sulla scia dei *lockdown* in molte città e porti e si sono altresì registrate contrazioni in Russia e in alcune delle principali economie europee, tra cui la Germania. Gli indicatori della fiducia dei consumatori rivelano un indebolimento già prima della guerra, soprattutto negli Stati Uniti, sfociato in un ulteriore crollo nel mese di marzo, primariamente in Europa, che è proseguito nei mesi di aprile e marzo. La Russia ha registrato un notevole rallentamento del traffico aereo – con circa un terzo di voli commerciali in meno dai principali aeroporti dall'inizio della guerra – unitamente a un brusco aumento dei prezzi. All'inizio di aprile, i prezzi al consumo erano circa il 11 % più alti rispetto all'inizio di febbraio. Se considerati complessivamente, questi indicatori suggeriscono che la crescita globale del PIL potrebbe essere molto debole nel secondo trimestre del 2022.

La flessione della fiducia dei consumatori è probabilmente legata alla compressione dei redditi reali delle famiglie a causa dell'accelerazione dell'inflazione e del maggior grado di incertezza. Nella maggior parte delle economie dell'OCSE, il reddito reale disponibile delle famiglie registrava già un calo su base annua nell'ultimo trimestre del 2021, nonostante la forte crescita dei livelli di occupazione. Si stima che in molte di queste economie tale calo sia continuato nel primo trimestre del 2022. Ciò rispecchia in parte la graduale revoca dei contributi a fondo perduto connessi alla pandemia – primariamente in Paesi quali gli Stati Uniti e il Canada, dove tali pagamenti erano ingenti – nonché l'erosione dei salari reali. Al momento la crescita dei salari orari reali a livello economico è negativa nella maggior parte delle economie dell'OCSE (Figura 1.8).³ Gli ulteriori aumenti dei prezzi dell'energia registrati dall'inizio della guerra in Ucraina stanno spingendo l'inflazione complessiva su base annua ben oltre i tassi d'inflazione previsti al momento della contrattazione collettiva per stabilire i tassi salariali nel 2022.

³ Effetti compositi hanno inciso sulla crescita dei salari reali nel 2020 e nel 2021 in alcuni Paesi, con molti lavoratori a salario basso nei settori dei servizi ad alta intensità di contatto che hanno abbandonato il lavoro nel 2020 e sono rientrati nella forza lavoro quando la pandemia si è attenuata. Anche su base trimestrale, tuttavia, si è registrata una crescita negativa del salario orario reale nella seconda metà del 2021.

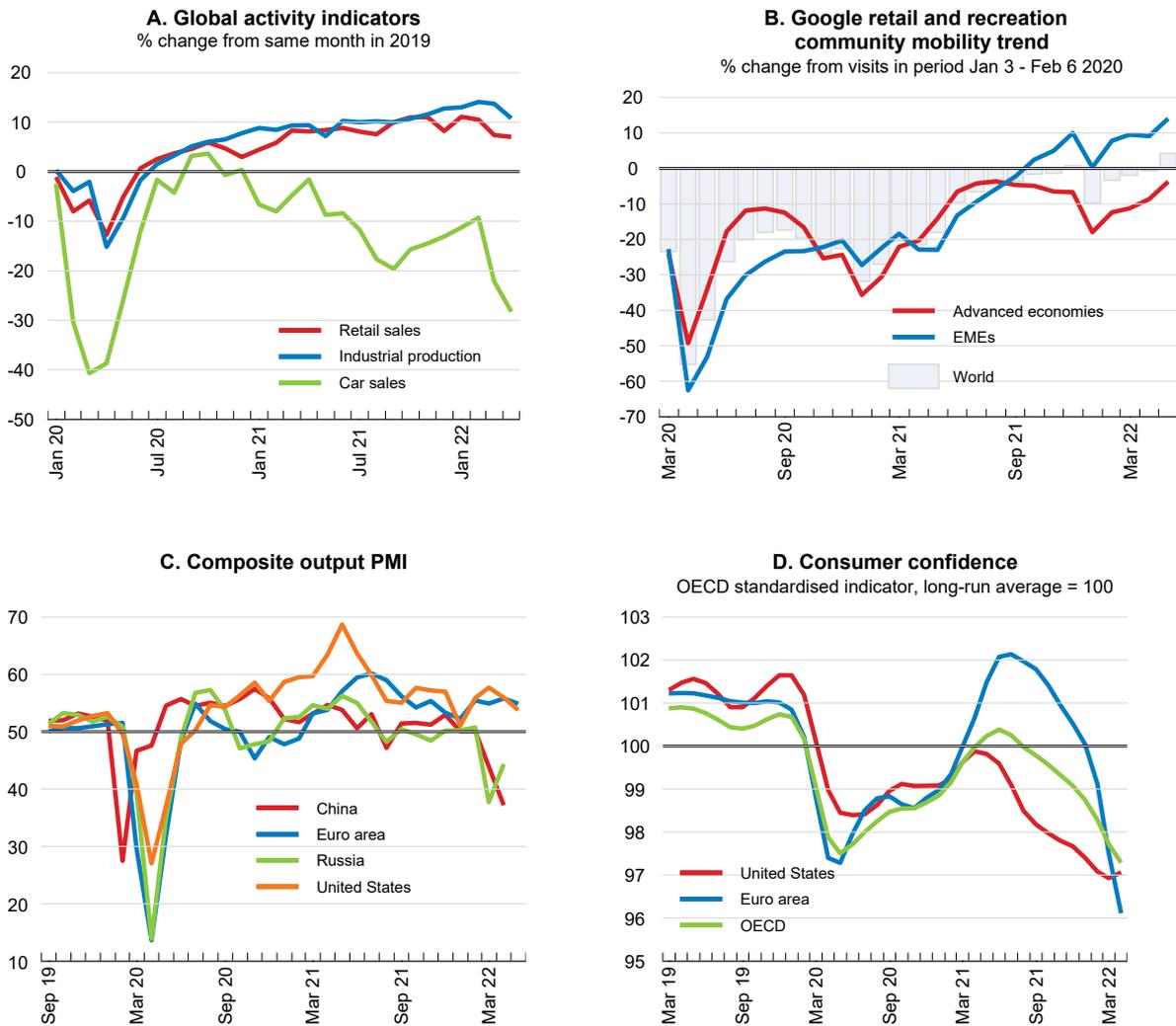
L'impatto della crescente inflazione sui redditi reali non è stato uniforme tra le famiglie (Brainard, 2022).⁴ L'aumento della spesa dovuto alle recenti variazioni nei prezzi di alimentari ed energia rappresentano una percentuale più ampia della spesa totale per le famiglie a basso reddito (Figura 1.9), che non dispongono di un margine elevato per fare affidamento sui risparmi o ridurre le spese discrezionali.⁵ Questa è una delle ragioni per cui i governi di molti Paesi dell'OCSE hanno intrapreso azioni volte ad attutire i recenti aumenti dei prezzi dell'energia (si veda di seguito).

La differenza che si registra tra il livello di inflazione sperimentato da molte famiglie e la misura ufficiale potrebbe spiegare la differenza persistente tra i valori del tasso di inflazione rilevati attraverso indagini sulle famiglie e l'inflazione effettiva nella zona euro (Figura 1.10) – con i livelli massimi di inflazione percepita e attesa al livello del quartile di reddito più basso. Ben al di là delle quote effettive di bilancio delle diverse voci, l'inflazione percepita è anche influenzata da quei prezzi che sono più considerevoli per i consumatori, quali le bollette dell'elettricità in Europa, la benzina negli Stati Uniti, o le comuni voci di spesa alimentare (Georganas *et al.*, 2014; D'Acunto *et al.*, 2021). Si tratta di voci ricorrenti e relativamente omogenee (agevolando il confronto dei prezzi nel tempo) che costituiscono una quota significativa delle spese sostenute dalle famiglie. Poiché tali prezzi sono tra quelli che hanno registrato i maggiori aumenti negli ultimi diciotto mesi, il livello di inflazione percepita è aumentato notevolmente dal 2020 e per molte persone è superiore al tasso effettivamente rilevato. Un tale aumento dell'inflazione percepita potrebbe esercitare una pressione al rialzo sulle contrattazioni salariali nel corso del prossimo anno.

⁴ Negli Stati Uniti, alcuni dati indicano che l'inflazione per le famiglie che rientrano nel quintile di reddito più basso ha moderatamente superato i livelli relativi al quintile di reddito più alto nel periodo 2003-2019 (Klick e Stockburger, 2021). Nel Regno Unito, si stima che l'inflazione annua dei prezzi al consumo per il decile di reddito più basso sia stata superiore di 3 punti percentuali rispetto al decile di reddito massimo nel mese di aprile 2022 (Karjalainen e Levell, 2022).

⁵ All'interno di ciascuna categoria di spesa oggetto di raccolta dati da parte degli uffici statistici, potrebbero esservi anche differenze non rilevate tra la tipologia o la qualità dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie a reddito più alto e da quelle a reddito più basso, che contribuiscono alle differenze nell'inflazione per famiglie diverse.

Figura 1.7. Molti indicatori di attività hanno mostrato recentemente segnali di debolezza



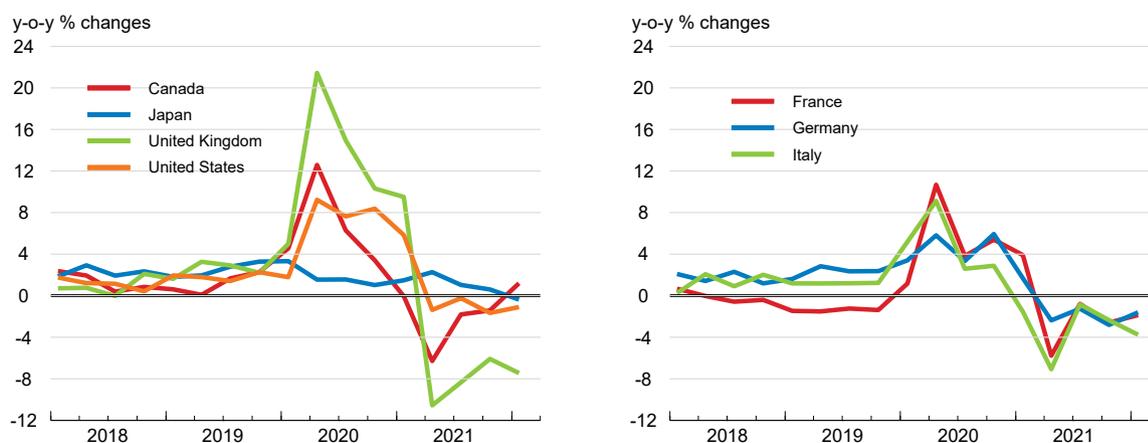
Nota: i dati nel Pannello A sono aggregati e ponderati su base PPA. Il dato relativo alle vendite al dettaglio utilizza il consumo mensile delle famiglie per gli Stati Uniti e l'indicatore di consumo sintetico mensile per il Giappone.

Fonte: Google LLC, Google COVID-19 Community Mobility Reports, <https://www.google.com/covid19/mobility>; Markit; banca dati dei principali indicatori economici dell'OCSE; Refinitiv; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/85c031>

Figura 1.8. I maggiori livelli di inflazione stanno penalizzando la crescita dei salari reali

Compenso reale per ora lavorata

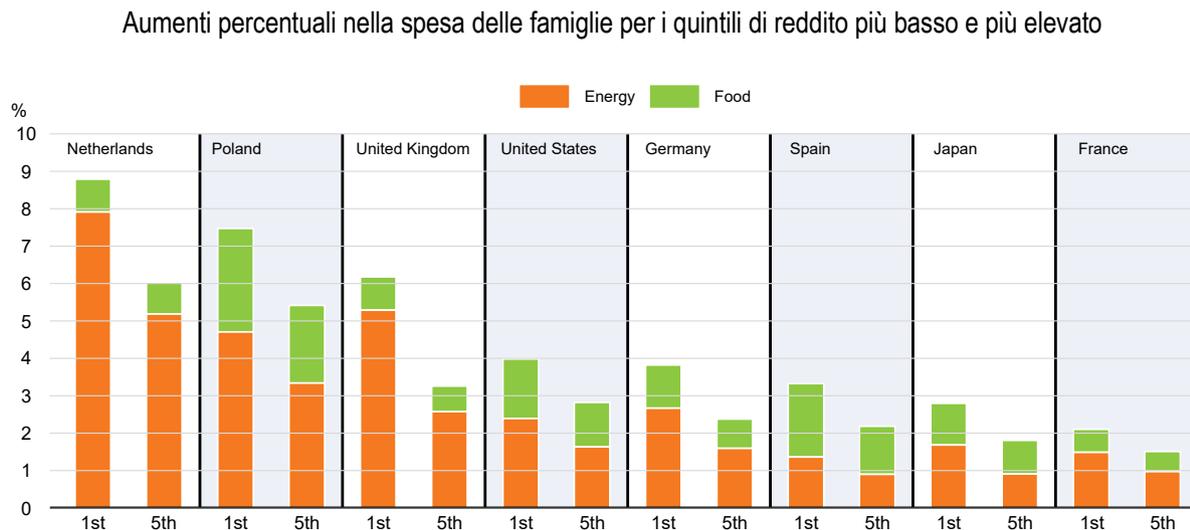


Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, Markit e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/osp3de>

La pandemia da COVID-19 ha complicato l'interpretazione delle condizioni del mercato del lavoro, che mostrano tuttavia un irrigidimento sempre più evidente nella maggior parte delle economie dell'OCSE. Il tasso di disoccupazione nell'intera area dell'OCSE è tornato al livello minimo degli ultimi due decenni e la crescita dei salari nominali ha registrato una ripresa negli Stati Uniti e in alcuni altri Paesi, attestandosi a livelli elevati per gli standard pre-pandemici. La maggioranza delle economie dell'OCSE sta ora affrontando carenze nella manodopera (Causa *et al.*, 2022), con bruschi aumenti nei posti di lavoro vacanti anche nei Paesi che hanno favorito regimi per il mantenimento del posto di lavoro (Figura 1.11). Anche il forte calo della migrazione internazionale dall'inizio della pandemia ha contribuito alla carenza di manodopera in alcuni Paesi.

Figura 1.9. L'aumento nei prezzi alimentari e dell'energia ha colpito in misura sproporzionata le famiglie a basso reddito

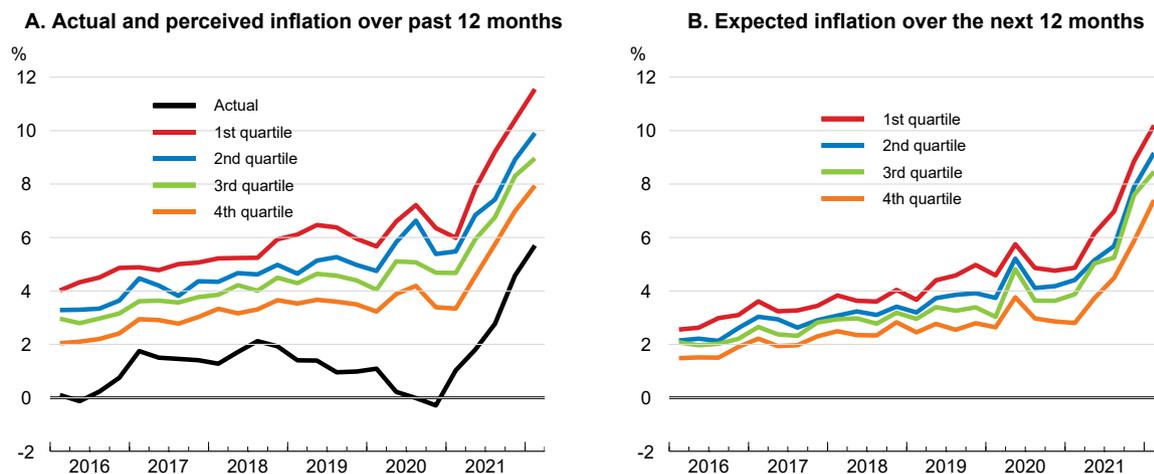


Nota: impatto stimato degli aumenti su base annua nei prezzi dell'energia e alimentari ad aprile 2022, utilizzando le ponderazioni dei panieri di consumo del 2019 per gli Stati Uniti e il Giappone e del 2015 per gli altri Paesi. I dati sono classificati in base al primo quintile (20% delle famiglie con il reddito più basso). Per energia si intendono il gas naturale, l'elettricità e altri carburanti e per gli Stati Uniti sono compresi anche i carburanti per motori. Per alimentari si intendono i prodotti alimentari e le bevande non alcoliche.

Fonte: Bureau of Economic Analysis; Statistics Bureau of Japan; Eurostat e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/7c4lp5>

Figura 1.10. Percezioni e aspettative sull'inflazione dei prezzi al consumo nella zona euro per quartile di reddito



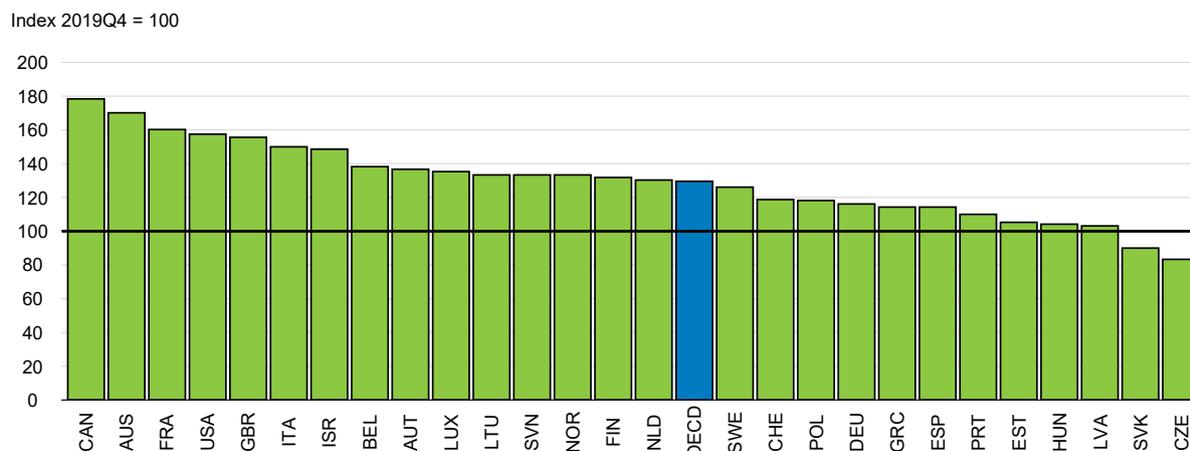
Nota: l'inflazione effettiva corrisponde all'inflazione complessiva armonizzata dei prezzi al consumo.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Commissione europea; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/qh5xbp>

Figura 1.11. La maggior parte dei Paesi dell'OCSE sperimentano una carenza di manodopera

Tassi relativi ai posti di lavoro vacanti, T12022 o ultimo dato disponibile



Nota: i tassi relativi ai posti di lavoro vacanti (cioè i posti vacanti come percentuale di occupazione) sono calcolati su base trimestrale e destagionalizzati, ad eccezione del Canada.

Fonte: Australian Bureau of Statistics (AUS); Statistics Canada (CAN); DARES (FRA); Office for National Statistics (GBR); Central Bureau of Statistics (ISR); US Bureau of Labor Statistics (USA); e Eurostat (OCSE-UE).

StatLink  <https://stat.link/7nczga>

Le condizioni del mercato finanziario si sono inasprite significativamente

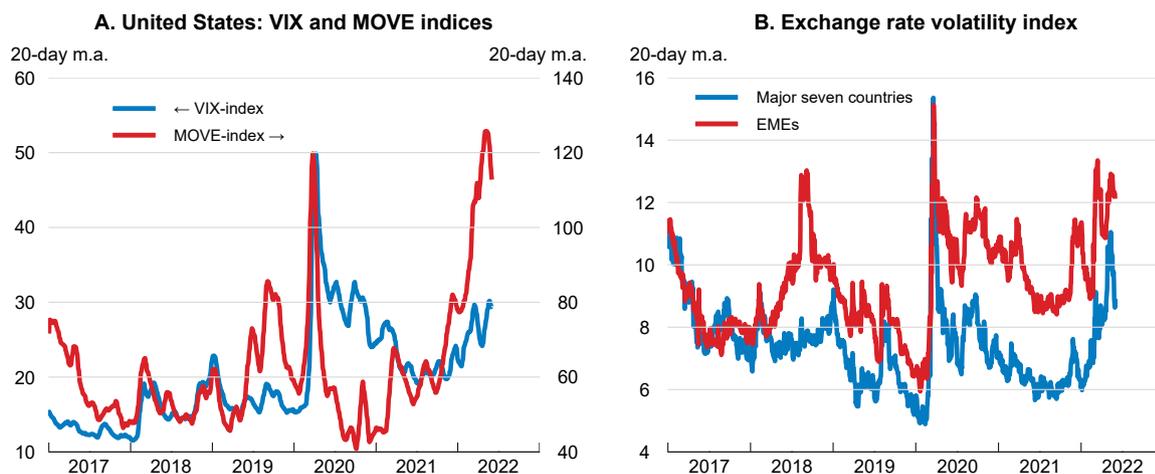
Gli aumenti più rapidi ed estesi dei tassi di interesse ufficiali nelle economie avanzate ed emergenti e la guerra in Ucraina hanno determinato un inasprimento sostanziale delle condizioni finanziarie a livello globale. La volatilità in particolare è notevolmente cresciuta, sia sui mercati azionari, che obbligazionari, che di valuta estera (Figura 1.12). I prezzi delle azioni sono scesi, i rendimenti dei titoli di Stati sono aumentati e la maggior parte delle valute ha registrato un deprezzamento a fronte del dollaro.

- Le più deboli prospettive di crescita e i maggiori rendimenti obbligazionari hanno pesato sui mercati azionari nella maggior parte delle economie avanzate, tra cui gli Stati Uniti. La maggiore esposizione alla regione del conflitto ha contribuito ad un ritracciamento dei prezzi al ribasso nella zona euro e nella maggior parte delle economie dell'Europa orientale (Figura 1.13, Pannello A). I prezzi delle azioni sono aumentati in alcune economie esportatrici di materie prime, nonché in Turchia, ma i recenti focolai di COVID-19 e le perduranti vulnerabilità delle società immobiliari fortemente indebitate hanno ostacolato i mercati azionari in Cina.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati nella maggior parte dei Paesi a partire da gennaio (Figura 1.13, Pannello B). Negli Stati Uniti, i rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni, nominati e corretti per l'inflazione, sono aumentati di poco oltre 1 punto percentuale nel corso del periodo in esame. L'incremento che ha interessato i rendimenti nominali a 10 anni è stato in certa misura più elevato nella zona euro e i livelli di spread tra i titoli Stato si sono ampliati all'interno dell'area. I rendimenti nominali sono altresì aumentati nelle principali economie dei mercati emergenti.⁶ Al contrario, i rendimenti non sono praticamente aumentati in Giappone, riflettendo pressioni inflazionistiche più basse, il controllo della curva dei rendimenti e nessun segnale immediato di inasprimento delle politiche.

⁶ I differenziali delle obbligazioni in valuta estera sono aumentati da gennaio, sebbene in misura diversa, con una notevole impennata nei Paesi dell'Europa orientale, sintomatica di un aumento significativo dei premi di rischio.

- I livelli di spread relativi ai titoli obbligazionari (rispetto ai titoli di Stato di riferimento) hanno registrato un aumento dall'inizio del 2022; tuttavia, rimangono moderati rispetto agli standard storici nelle principali economie avanzate, rispecchiando bilanci societari generalmente sani. I differenziali legati ai prodotti derivati legati ai crediti bancari deteriorati hanno, tuttavia, segnato un aumento marcato, probabile sintomo dei timori sull'indebolimento delle prospettive di crescita.

Figura 1.12. La volatilità dei mercati finanziari è aumentata



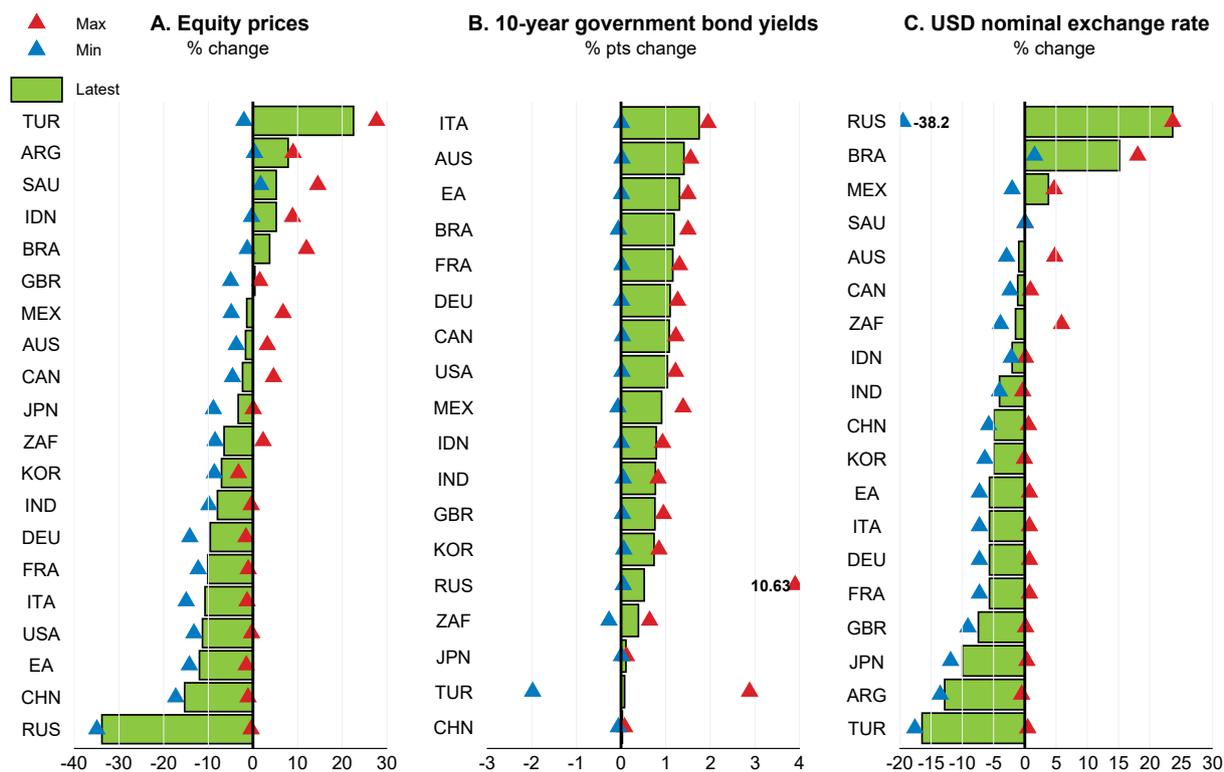
Nota: il tasso di volatilità misurata dall'indice VIX può essere interpretata come l'aspettativa di rischio del mercato (volatilità futura) ed è legata al prezzo delle opzioni a chiamata *at the money* (interpolati) utilizzando la formula di Black Sholes. Per i dati più recenti, il metodo binomiale Cox-Rubinstein viene utilizzato per le opzioni di tipo americano. L'indice MOVE è un indice ponderato che traccia la curva dei rendimenti della volatilità normalizzata in relazione alle opzioni del Tesoro a 1 mese ponderate su contratti a 2, 5, 10 e 30 anni.

Fonte: Refinitiv; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/4eqmji>

- Si è registrato un apprezzamento del dollaro USA dall'inizio della guerra in Ucraina, in parte rispecchiando il ritmo più rapido previsto per gli aumenti dei tassi di interesse ufficiali negli Stati Uniti rispetto alla maggior parte delle altre economie avanzate, in primis il Giappone (Figura 1.13, Pannello C). Con alcune eccezioni derivanti da fattori idiosincratichi (ad esempio in Argentina), dal mese di gennaio le valute della maggior parte delle principali economie emergenti produttrici di materie prime registrano solo un lieve apprezzamento o deprezzamento rispetto al dollaro statunitense.

Figura 1.13. Irrigidimento delle condizioni del mercato finanziario



Nota: "più recente" si riferisce alla variazione tra la media di gennaio 2022 e gli ultimi dati disponibili fino al 1° giugno 2022. "massimo" e "minimo" si riferiscono ai maggiori aumenti o cali rispetto alla media del gennaio 2022. Sulla base di una media di 10 giorni di osservazioni giornaliere. Fonte: Refinitiv; calcoli dell'OCSE.

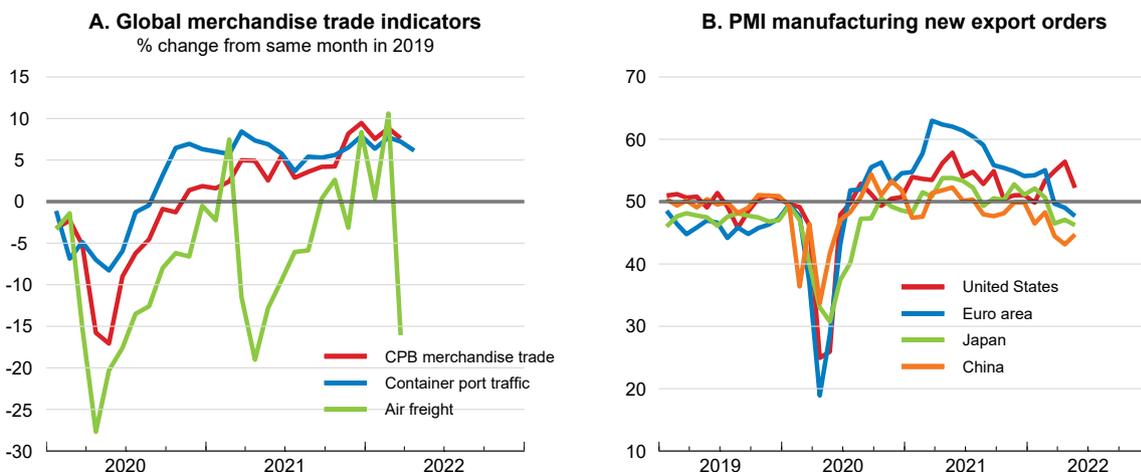
StatLink <https://stat.link/026530>

La ripresa di slancio da parte degli scambi commerciali si sta attenuando e le pressioni sulla catena di approvvigionamento rimangono acute

Il commercio globale delle merci, il traffico portuale di container e gli indicatori del traffico aereo di merci attraversavano una fase di espansione all'inizio del 2022 (Figura 1.14, Pannello A), prima dello scoppio della guerra. Anche i flussi di viaggi internazionali si stavano gradualmente riprendendo, tranne che nella regione Asia-Pacifico, dove permanevano chiusure diffuse e restrizioni alle frontiere. A marzo, le interruzioni legate alla guerra hanno frenato questa tendenza, con un'inversione particolarmente accentuata per il trasporto aereo di merci. Si è altresì registrata una diminuzione dei nuovi ordini di esportazione globali, con cali in Cina, nella zona euro e in Giappone (Figura 1.14, Pannello B).

Gli elementi di freno al trasporto delle merci internazionale rimangono considerevoli e sono attualmente accentuati dalla guerra in Ucraina e dalle chiusure in Cina. Nei mesi di marzo e aprile i tempi di consegna dei fornitori sono aumentati in numerosi Paesi, mostrando tuttavia un leggero miglioramento a maggio. Anche gli indicatori dei tempi di attesa delle merci e delle scarsità di beni intermedi sono aumentati (Figure 1.15 e 1.16). L'allentamento delle chiusure e delle restrizioni sanitarie legate alla pandemia, unitamente alla normalizzazione della domanda in numerose regioni, sta contribuendo a ridurre alcuni squilibri tra domanda e offerta, con una riduzione dei costi di spedizione dai picchi di fine 2021. Tuttavia, la guerra ha prodotto il dirottamento delle merci da quelle rotte ormai divenute inutilizzabili verso altre rotte già sovraccariche e molto costose. Con alcune tratte del Mar Nero e del Mar d'Azov non percorribili, le compagnie marittime hanno chiuso le rotte e sospeso i servizi di trasporto. Sono state altresì chiuse le linee ferroviarie e lo spazio aereo dell'Ucraina e della Russia, con conseguente limitazione della capacità di trasporto. I viaggi aerei commerciali e il traffico merci per via aerea e marittima vengono dirottati per evitare lo spazio aereo e i porti russi, diventando così più costosi (a causa di tariffe assicurative più elevate e tratte più lunghe) o cessando del tutto. I carichi dei container nei principali porti russi sono diminuiti del 50 % rispetto a un anno fa e, dall'inizio di marzo, le operazioni sono cessate nel porto ucraino di Odessa. La guerra rischia anche di esacerbare la carenza di equipaggi, dal momento che circa il 15 % degli equipaggi del trasporto internazionale di merci nel 2021 era di origine russa o ucraina.

Figura 1.14. Si rileva una decelerazione del commercio di beni e un declino dei nuovi ordini di esportazione

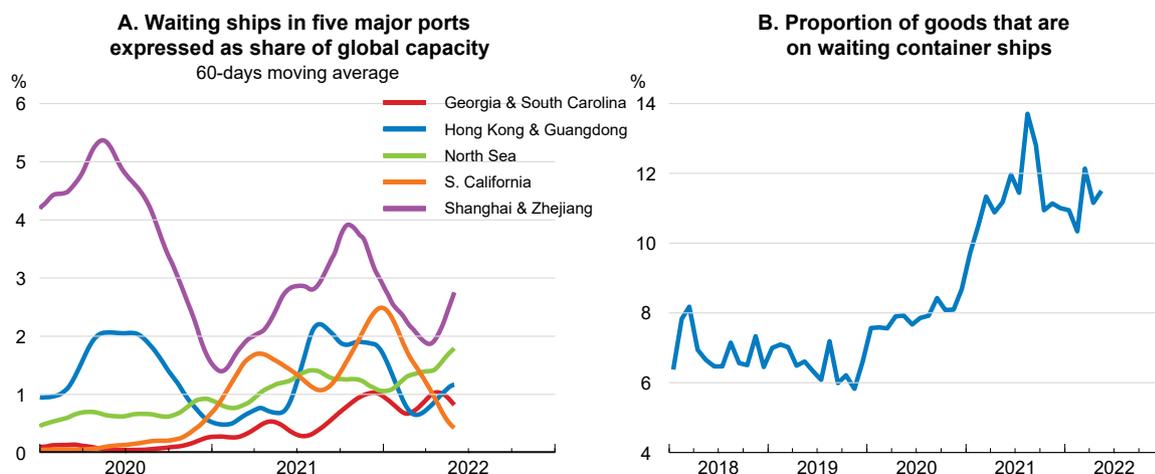


Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Institute of Shipping Economics and Logistics; IATA; Markit; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/hkd5j3>

Stanno emergendo ulteriori interruzioni dovute alla rigorosa strategia "zero-COVID" in Cina. Sebbene gli aeroporti e i porti siano tuttora operativi (con i lavoratori che rimangono spesso sul posto), i blocchi a Shanghai e in altre grandi città hanno causato carenze di manodopera che si ripercuotono sulle aziende di fornitura di camion, riducendo le capacità di movimentazione terrestre e, in definitiva, rallentando le operazioni nei porti. Anche il traffico aereo ha subito un forte crollo.

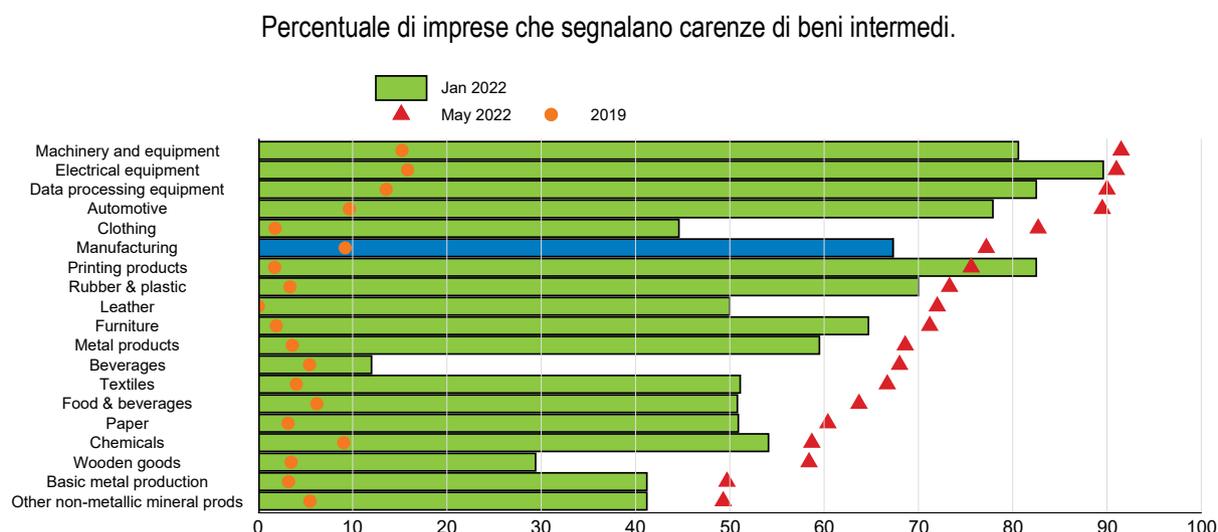
Figura 1.15. Nuove interruzioni e ritardi della catena di approvvigionamento cominciano a manifestarsi



Nota: i calcoli si basano sui dati di posizione delle navi in tempo reale e tengono conto della capacità tecnica massima possibile di ciascuna nave container container.
Fonte: Istituto Kiel; calcoli dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/ozr6uj>

Figura 1.16. Le carenze di beni intermedi sono aumentate in Germania dopo l'inizio della guerra in Ucraina



Fonte: IFO; calcoli dell'OCSE.

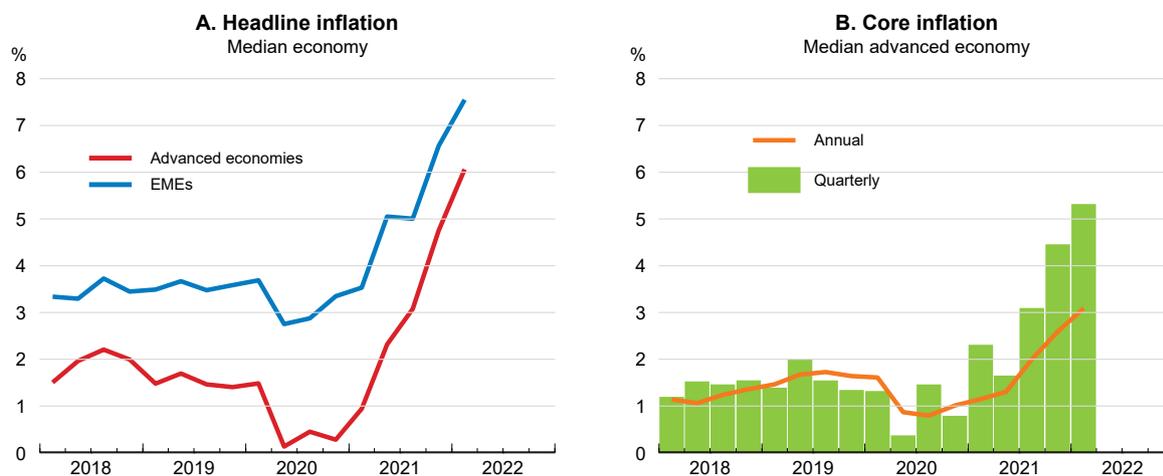
StatLink <https://stat.link/ybnq2>

Le pressioni inflazionistiche si sono ulteriormente ampliate

In tutto il mondo l'inflazione aumenta da oltre un anno (Figura 1.17, Pannello A), con la misura principale dell'inflazione attualmente al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte delle economie, in particolare fuori dall'Asia. Ad eccezione di alcuni casi particolari di inflazione molto elevata, come Turchia e Argentina, l'inflazione complessiva è aumentata più rapidamente in Europa centrale e orientale, in America Latina, negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

I forti aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia registrati dalla metà del 2020 hanno spinto al rialzo l'inflazione complessiva in tutte le economie, sebbene non si sia trattato di aumenti uniformi.⁷ Più di recente, l'aumento dell'inflazione nella maggior parte dei Paesi si è spinto ben oltre i settori dell'energia e dei prodotti alimentari. I livelli di inflazione di base (esclusi prodotti alimentari ed energia) sono aumentati in quasi tutte le economie avanzate (Figura 1.17, Pannello B), anche laddove la ripresa dalla pandemia non è ancora completa. Analogamente all'inflazione complessiva, anche l'inflazione di base è aumentata in misura notevolmente accentuata nell'Europa centrale e orientale. Inoltre, si è assistito ad un notevole spostamento della distribuzione delle variazioni dei prezzi. Negli Stati Uniti, nella zona euro e nel Regno Unito, i prezzi di almeno la metà delle voci del paniere dell'inflazione sono aumentati a tassi annuali superiori al 4 % nel corso dell'anno fino ad aprile (Figura 1.18).

Figura 1.17. L'inflazione complessiva e l'inflazione di base sono aumentate bruscamente nel corso dell'ultimo anno



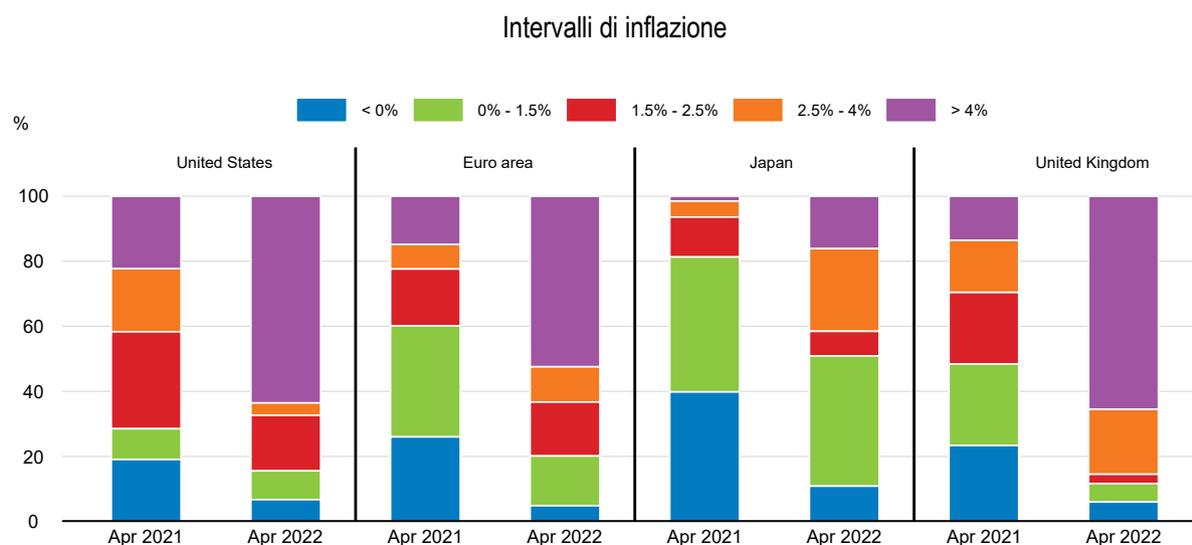
Nota: l'inflazione complessiva e l'inflazione di base si basano sul deflatore delle spese per i consumi personali negli Stati Uniti, indici dei prezzi al consumo armonizzati nelle economie della zona euro e nel Regno Unito e indici dei prezzi nazionali al consumo in altri Paesi. Nel Pannello B, le cifre trimestrali rappresentano variazioni percentuali sul trimestre precedente ad un tasso annualizzato.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/qh2byv>

⁷ Anche prima della guerra in Ucraina si registrava un forte livello di inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari nella maggior parte delle economie, per effetto sia dei cattivi raccolti che del prezzo più elevato dell'energia. A tali fattori si è poi aggiunta la guerra, con l'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari che a marzo è balzato al suo massimo livello sin dal 1990, anno in cui fu introdotto per la prima volta.

Figura 1.18. I mercati aumenti dei prezzi sono più diffusi negli Stati Uniti che nella zona euro



Nota: la figura illustra la distribuzione della variazione percentuale annua dei prezzi dei diversi beni e servizi in termini di inflazione complessiva dei prezzi al consumo. Inflazione complessiva basata sul deflatore della spesa per i consumi personali negli Stati Uniti, indici dei prezzi al consumo armonizzati nella zona euro e nel Regno Unito e prezzi nazionali al consumo in Giappone.

Fonte: Ufficio di analisi economica; Ufficio statistiche del Giappone; Eurostat; Ufficio nazionale statistiche; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/tioe3h>

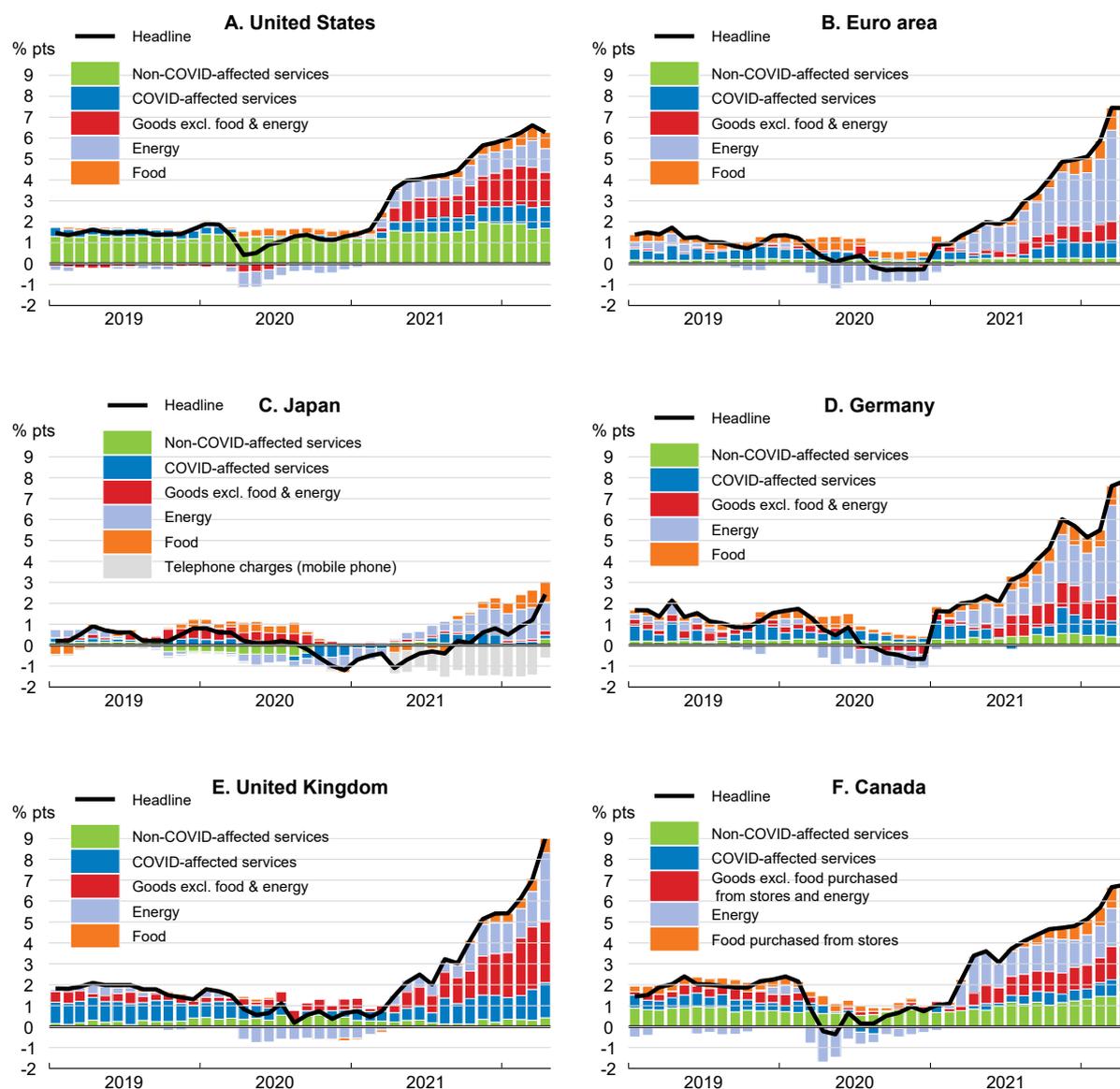
Il diverso grado di gravità con cui si è manifestata la pandemia, nonché le differenze in termini di struttura dell'attività economica, di entità della carenza di manodopera e risposte politiche alla pandemia contribuiscono a spiegare i diversi livelli di inflazione che si registrano nei singoli Paesi. Negli Stati Uniti, la messa in campo di misure fiscali estremamente energiche in risposta alla pandemia ha contribuito a generare una vigorosa ripresa ciclica, innalzando i redditi delle famiglie ben al di sopra del rispettivo livello pre-pandemico. A causa delle limitazioni di spesa imposte su alcuni tipi di servizi a seguito della pandemia e delle restrizioni ad essa associate, il rimbalzo dei consumi è stato perlopiù diretto ai beni – ambito nel quale i vincoli della catena di approvvigionamento sono stati maggiori in assoluto – producendone un rapido aumento dei prezzi (OECD, 2021a; Boone, 2022; Jordà *et al.*, 2022). Per contrasto, le politiche messe in campo in numerose economie europee si sono concentrate sulla conservazione dei posti di lavoro, con i redditi disponibili in gran parte mantenuti al livello pre-pandemico. Ciò ha indotto una ripresa più lenta dei consumi, registrando minori differenze tra la spesa per beni e la spesa per servizi. In Giappone, l'introduzione di ampie riduzioni dei piani tariffari per la telefonia mobile ha contribuito a mantenere l'inflazione a livelli contenuti.

I modelli degli incrementi di prezzo nel corso degli ultimi due anni indicano che gli effetti legati alla pandemia rappresentano una percentuale cospicua del recente aumento dell'inflazione complessiva (Figura 1.19). I prezzi sono diminuiti in alcuni dei settori dei servizi più colpiti dalle misure pubbliche di contenimento sanitario, nella prima fase della pandemia, seguiti da notevoli aumenti con la riapertura delle economie. Analogamente, le profonde recessioni nella primavera del 2020 hanno innescato brusche cadute nei prezzi di petrolio e gas che hanno indotto molti produttori a chiudere la produzione e interrompere la prospezione. Il rapido rimbalzo nell'attività economica ha poi incontrato rapidamente ostacoli nell'approvvigionamento energetico, contribuendo ai bruschi aumenti nei prezzi dell'energia, sin

da allora.⁸ Numerosi ostacoli all'approvvigionamento legati alla pandemia hanno portato inoltre la produzione di beni a non riuscire a stare al passo con il rimbalzo nella domanda. L'inflazione per i beni diversi dagli alimentari e dall'energia è stata, di conseguenza, generalmente debole per la prima metà del 2020, ma insolitamente elevata nel corso degli ultimi 18 mesi. In contrapposizione ai settori dell'energia, delle merci e dei servizi che hanno risentito degli effetti del COVID, le categorie di servizi come i servizi finanziari o le comunicazioni hanno segnato tassi di inflazione relativamente stabili, seppur con qualche deviazione al rialzo, specialmente in Nord America, dato che in questi casi la pandemia ha prodotto effetti diretti meno ovvi (Figura 1.19).

⁸ I prezzi del gas naturale (e quindi dell'elettricità) sono aumentati in misura di gran lunga maggiore in Europa piuttosto che in Nord America a partire da metà 2020. Al contrario, l'aumento dei prezzi della benzina è stato più marcato negli Stati Uniti che in Europa, poiché le tasse costituiscono una quota maggiore dei prezzi della benzina in Europa e attenuano l'impatto delle fluttuazioni del prezzo del petrolio.

Figura 1.19. Il profilo e la composizione dell'inflazione riflettono gli effetti della pandemia



Nota: i dati si riferiscono al deflatore delle spese per consumi personali per gli Stati Uniti; all'indice dei prezzi al consumo per Canada e Giappone; nonché all'indice armonizzato dei prezzi al consumo per la zona euro, la Germania e il Regno Unito. La suddivisione di diverse attività del comparto dei servizi in "servizi colpiti dal COVID" e "servizi non colpiti dal COVID" dipende dalla classificazione dei servizi all'interno dell'indice di ciascun territorio, sebbene segua alcuni principi generali, ivi inclusa la nozione che debbano essere classificati come "servizi colpiti dal COVID" quei servizi che prevedano viaggi da parte del fruitore e/o che prevedano la presenza fisica sia del fornitore che del fruitore del servizio. Ne consegue, per esempio, che il trasporto passeggeri, i pacchetti vacanza, le sistemazioni in hotel, i ristoranti, i cinema, i concerti, i servizi di cura alla persona e odontoiatrici debbano tutti essere ricompresi tra i "servizi colpiti dal COVID", mentre i servizi finanziari, le comunicazioni e la maggioranza dei servizi nell'ambito dell'istruzione e della sanità debbano essere classificati come "servizi non colpiti dal COVID".

Fonte: Ufficio di analisi economica; Ufficio statistiche del Giappone; Eurostat; Ufficio nazionale statistiche; Statistiche Canada; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/zkvwlx>

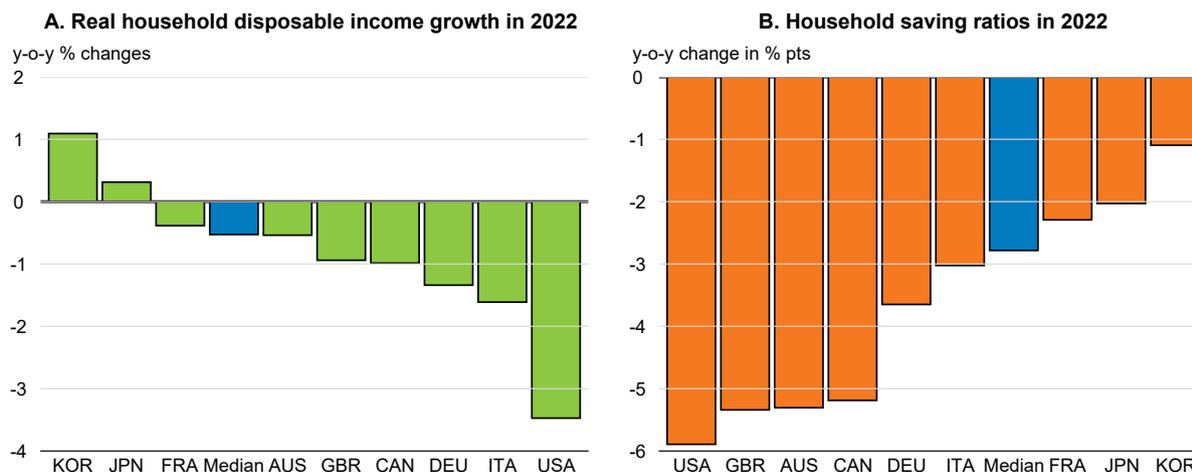
Una ripresa continuativa, sebbene a un ritmo più lento e con un'inflazione più alta

Negli ultimi mesi si sono verificati svariati cambiamenti significativi nel contesto economico globale, tra cui la diffusione a livello mondiale della variante Omicron del virus SARS-COV2 e la persistenza di pressioni inflazionistiche superiori al previsto, che hanno comportato un aggiustamento della politica monetaria in alcune delle principali economie a ritmi più veloci del previsto. Il singolo cambiamento in assoluto più grande, tuttavia, è rappresentato dall'impatto economico della guerra in Ucraina.

Il conflitto in Ucraina rappresenta un significativo shock avverso per l'economia globale, sebbene l'impatto sulla crescita dell'anno in corso e del prossimosia in parte attenuato da alcuni dei fattori che si prevedeva sarebbero stati di sostegno alla ripresa. Si presume, in particolare, che l'impatto della pandemia sull'attività economica continuerà ad affievolirsi nel corso del 2022 e che i tassi di risparmio delle famiglie continueranno a diminuire, dopo essere aumentati in molti Paesi nella prima fase della pandemia, contribuendo a compensare gran parte dell'effetto di drenaggio sui redditi reali disponibili derivante dall'inflazione elevata. (Figura 1.20). Le condizioni finanziarie globali si sono d'altro canto inasprite e il consolidamento fiscale perdurerà nella maggior parte delle economie dell'OCSE, per il 2022-23, sebbene ad un passo in qualche modo più lento rispetto a quanto previsto in precedenza, specialmente in Europa per l'anno in corso. Tra le cause di tale fenomeno figurano i maggiori livelli di spesa pubblica atti a compensare l'impatto esercitato dall'aumento dei prezzi dell'energia sulle famiglie e sulle imprese e ad assicurare assistenza umanitaria ai rifugiati.

La guerra in Ucraina ha spento le speranze che l'impennata dei livelli di inflazione registrati in gran parte dell'economia globale nel 2021 e all'inizio del 2022 si sarebbe placata in tempi rapidi. L'ulteriore impulso ai prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia e l'aggravarsi delle problematiche della catena di approvvigionamento implicano che l'inflazione dei prezzi al consumo raggiungerà il picco più in là, raggiungendo livelli più elevati di quanto previsto in precedenza. Poiché questo ulteriore *shock* avverso era inaspettato, i redditi delle famiglie stanno aumentando più lentamente rispetto ai prezzi, il che peggiora il deterioramento nei redditi reali disponibili delle famiglie, già in corso in molte economie dell'OCSE. È probabile che gli imminenti embarghi dell'UE sulle importazioni di carbone e su quelle di petrolio per via marittima, provenienti dalla Russia, spingano ulteriormente al rialzo i prezzi globali dell'energia nel corso del prossimo anno, mantenendo l'inflazione complessiva più elevata, più a lungo.

Figura 1.20. Per sostenere il consumo occorrerà una riduzione dei rapporti di risparmio delle famiglie, vista la debole crescita del reddito



Nota: nei pannelli A e B, il dato mediano si riferisce al dato economico mediano dell'area OCSE.

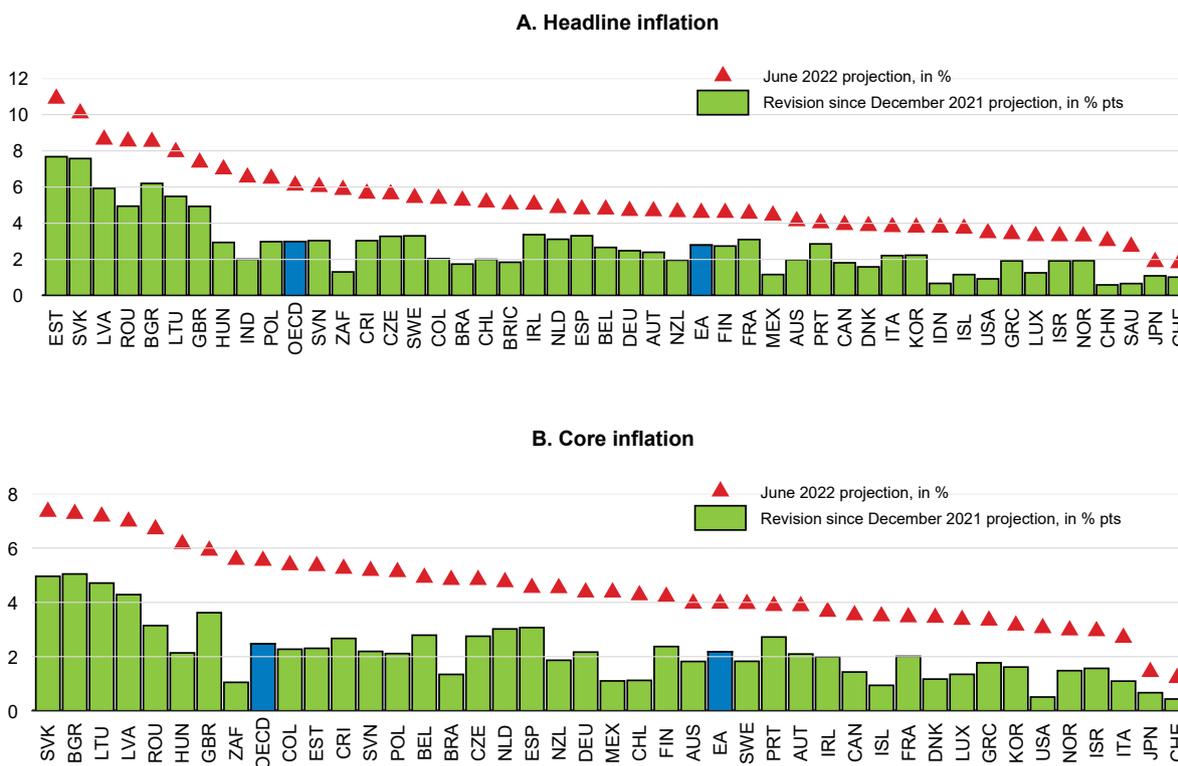
Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, Markit e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/7xmjyl>

Si stima attualmente che l'inflazione dei prezzi al consumo nelle economie dei Paesi del G20 raggiungerà un massimo pari al 7,6 % nel 2022, per poi ridursi a circa il 6¼ per cento nel 2023 (Tabella 1.1). Le proiezioni continuano a indicare un'attenuazione dell'inflazione per il prossimo anno, nella maggior parte dei Paesi, fermo restando che il picco nei prezzi globali dell'energia sia stato superato, come ipotizzato, a inizio del 2023 (Allegato 1.A) e che gli ostacoli nella catena di approvvigionamento si affievoliscano gradualmente. Un rallentamento nella crescita della domanda contribuirà altresì ad alleviare le pressioni inflazionistiche. Si prevede, nondimeno, che l'inflazione complessiva e l'inflazione di base rimangano più elevate nel 2023 rispetto a quanto previsto in precedenza e, in molti casi, superiori agli obiettivi di tasso ufficiale della banca centrale (Figura 1.21). Poiché si stima che l'inflazione rimarrà a livelli più elevati per un periodo più lungo nella maggior parte delle economie dell'OCSE, si prevede che molte banche centrali alzino i tassi di interesse in tempi un po' più rapidi di quanto precedentemente ipotizzato. In media la politica sui tassi di interesse nel 2023 è stimata al rialzo di circa 2 punti percentuali e ½ nell'intera area dell'OCSE rispetto al 2021 e il suo impatto sulle prospettive di crescita produrrà i suoi effetti gradualmente, per tutto il periodo di proiezione.

Si prevede attualmente che la crescita del PIL globale rallenterà per raggiungere il 3 % nel 2022 e tra il 2¾ e il 3 per cento nel 2023, con un aumento della produzione pari a solo il 2 % circa nel corso dell'anno, fino al quarto trimestre del 2022. Nelle economie dell'OCSE, si prevede una moderazione dei tassi di crescita al 2,7 % nel 2022 e all'1,6 % nel 2023, con un livello di produzione, per il 2023, più debole del 2 % circa rispetto alle proiezioni precedenti. Si prevede che, nel 2022-23, quasi tutti i Paesi registreranno una crescita più lenta rispetto a quanto previsto prima della guerra (Figura 1.22). È stata altresì realizzata una revisione al ribasso sia degli investimenti ad opera delle imprese sia della crescita dei consumi privati. Tuttavia, si prevede tuttora che i consumi privati nell'area OCSE aumenteranno in media in un intervallo del 2¼-2½ per cento nel periodo 2022-23, accompagnati da tassi di risparmio più bassi e una solida, seppur lenta, crescita nell'occupazione che compenserà il calo dei salari reali in numerosi Paesi. In numerosi Paesi, si prevede che la crescita del PIL nel corso dei due anni continui a essere abbastanza rapida da permettere di accorciare il divario produttivo, sebbene in alcune economie, come quelle degli Stati Uniti e del Regno Unito, per tale crescita è previsto un crollo al di sotto dei tassi potenziali per il 2023.

Figura 1.21. Le proiezioni di inflazione sono state corrette al rialzo nella maggior parte dei Paesi
tasso di inflazione per il 2023



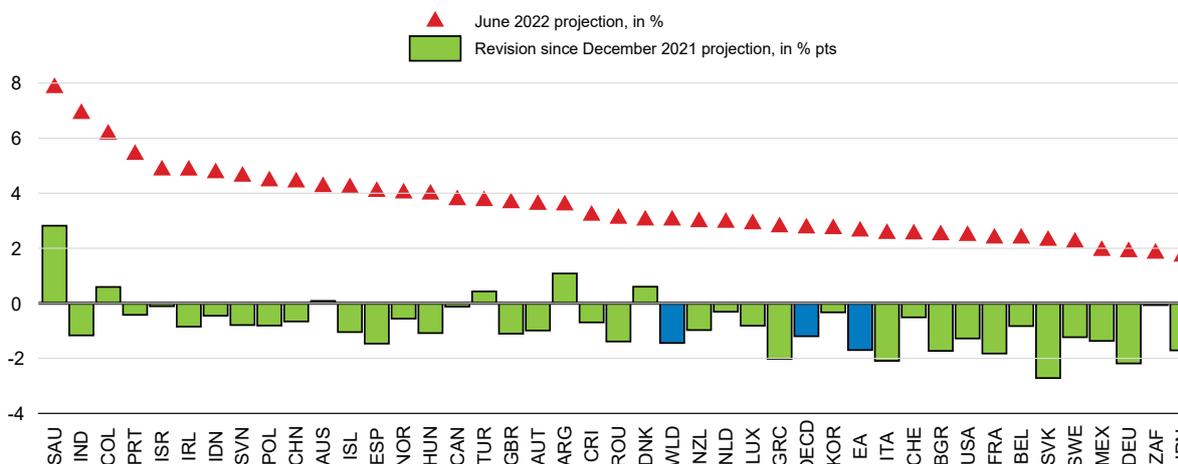
Nota: i dati per l'Argentina e la Turchia (rispettivamente 50,6 % e 38,9 % per l'inflazione complessiva) non sono presentati.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 110; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/2dmywg>

Figura 1.22. Nel 2022 nella maggior parte dei Paesi la crescita del PIL è stata rivista al ribasso

Tasso di crescita del PIL reale per il 2022



Nota: anno fiscale per l'India

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 110; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/36nkly>

Si stima che le economie europee, in particolare quelle confinanti con la Russia o l'Ucraina, risentiranno maggiormente degli sviluppi recenti. Ciò è dovuto ai maggiori aumenti nei prezzi del gas in Europa rispetto ad altre regioni del mondo e ai legami commerciali ed energetici più saldi esistenti con la Russia prima del conflitto. Nel 2023, l'embargo sul petrolio causerà probabilmente un ulteriore indebolimento della crescita e prolungherà le pressioni al rialzo sull'inflazione in Europa, con effetti negativi percepiti anche in altre economie. Le economie avanzate della regione Asia-Pacifico e delle Americhe intrattengono legami commerciali e di investimento più deboli con la Russia e alcune di queste economie sono esse stesse produttrici di materie prime, che traggono vantaggio dai prezzi più elevati. Anche in tal caso, tuttavia, la crescita risente negativamente della domanda globale più debole e dell'impatto dei prezzi dell'energia più alti sui redditi e sui livelli di spesa delle famiglie. Gli esiti della crescita nelle economie dei mercati emergenti riflettono un equilibrio tra gli effetti positivi per alcune economie produttrici di materie prime – in particolare le principali economie produttrici di petrolio diverse dalla Russia – e quelli negativi nelle principali economie importatrici di materie prime.

Di seguito le prospettive nelle principali economie (Tabella 1.1):

- Negli Stati Uniti, si prevede che la crescita del PIL si attenui dal 5,7 % del 2021 al 2,5 % nel 2022 e all'1,2 % nel 2023. Le carenze nell'offerta, esacerbate dalla guerra in Ucraina e dai *lockdown* dovuti al COVID in Cina, unitamente all'incremento dei prezzi del petrolio e al ritmo più elevato di normalizzazione della politica monetaria rappresenteranno un freno alla crescita, in misura maggiore rispetto a quanto previsto in precedenza. La scadenza delle misure fiscali legate alla pandemia comporterà un netto consolidamento fiscale quest'anno, ponendo un freno alla crescita. Ciononostante, tale effetto dovrebbe essere mitigato parzialmente dagli effetti ritardati della spesa pubblica passata. La crescita sarà altresì sostenuta dagli stabili incrementi in termini di occupazione quest'anno e da una crescita positiva nei salari reali nel 2023. I mercati del lavoro rimangono ancora in contrazione, anche se per la disoccupazione è previsto un minimo a fine 2022 e una risalita nel corso del 2023. Si stima che l'inflazione annuale (misurata in base all'indice dei prezzi della spesa per il consumo personale) dovrebbe calare da un picco del 6,3 % nel secondo trimestre del 2022 al 2,8 % entro l'ultimo trimestre del 2023. Alla fine del 2023, gli indici dell'inflazione sia complessiva che di fondo si attesteranno al di sopra dell'obiettivo fissato dalla *Federal Reserve* al 2 %.
- In Giappone, i livelli di crescita a breve termine hanno risentito dell'ondata di variante Omicron che ha comportato l'imposizione di restrizioni sanitarie in gran parte del Paese all'inizio del 2022, nonché della debolezza della domanda esterna e dell'aumento dei prezzi delle importazioni delle principali materie prime. Grazie alla ripresa dei consumi privati a seguito della revoca delle misure di confinamento, la crescita del PIL dovrebbe aumentare fino al 2022, raggiungendo l'1,7% per l'intero anno e l'1,8% nel 2023. L'incremento dei prezzi delle materie prime spingerà l'inflazione complessiva fino a quasi il 2½ per cento entro fine 2022, mitigata dai sussidi governativi volti ad attenuare l'aumento dei prezzi del carburante; tuttavia, l'inflazione di base dovrebbe rimanere a livelli contenuti, rispecchiando, in parte, la debole crescita dei salari.
- Nella zona euro, la guerra in Ucraina e i *lockdown* in Cina, in aggiunta alla presenza di elementi di freno dal lato dell'offerta, hanno impresso un ulteriore impulso alle pressioni inflazionistiche, intaccando ulteriormente i redditi delle famiglie e il *sentiment* delle imprese. Il rallentamento della crescita, seppur brusco, è attenuato da rigorose condizioni del mercato del lavoro, dall'attuazione del piano di ripresa di *Next Generation EU* e dal sostegno fiscale alle famiglie e alle imprese colpite dall'aumento dei prezzi dell'energia. La crescita del PIL dovrebbe rallentare dal 5,3 % nel 2021 al 2,6 % nel 2022 e al 1,6 % nel 2023. L'inflazione complessiva dovrebbe raggiungere il 7 % nel 2022 prima di scendere al 4,6% nel 2023. Alla fine del 2023, l'inflazione annuale – al 3,9 % quella complessiva e al 3,7 % escludendo i prodotti alimentari e l'energia – dovrebbe ancora attestarsi su livelli ben superiori all'obiettivo della banca centrale.
- Dopo una rapida ripresa dalla prima ondata di COVID-19, l'attività economica cinese si è mantenuta moderata, in parte a causa delle rigide misure tuttora in vigore per frenare la diffusione del virus, nonché a causa dei deboli investimenti nell'immobiliare dovuti all'inasprimento delle norme e al fallimento di alcuni dei principali costruttori del Paese. Tuttavia, un ulteriore allentamento della politica fiscale e monetaria, in misura pari al 2 % del PIL, dovrebbe contribuire a stabilizzare la domanda: Si prevede che la crescita del PIL rallenterà fino a raggiungere il 4,4 % nel 2022 prima di salire al 4,9 % nel 2023. La Cina è potenzialmente esposta a significative pressioni al rialzo dei prezzi nei settori dell'energia e dei prodotti alimentari, ma consistenti riserve conterranno probabilmente tali pressioni. Si prevede un livello di inflazione complessiva del 2 % nel 2022 e del 3 % nel 2023.
- L'India ha registrato il più forte rimbalzo dalla flessione dovuta al COVID rispetto a tutte le altre economie del G20, ma lo slancio si sta esaurendo a causa dell'indebolimento delle condizioni esterne, dell'aumento dei prezzi globali dei prodotti alimentari e dell'energia e dell'inasprimento della politica monetaria. Quale Paese importatore di energia, concimi e oli commestibili, l'India

risente negativamente della guerra in Ucraina. La crescita del PIL, che ha raggiunto l'8,7% nell'anno fiscale 2021, dovrebbe rallentare al 6,9% nell'anno fiscale 2022 e al 6,2% nell'anno fiscale 2023, con una crescita della domanda esterna più debole e condizioni monetarie più rigide mitigate da una forte spesa pubblica e da un'ambiziosa serie di misure volte a semplificare il contesto imprenditoriale. L'inflazione complessiva dovrebbe diminuire gradualmente, pur rimanendo al di sopra del limite massimo di tolleranza fissato dalla banca centrale al 6 % per tutto il 2022 e il 2023.

- In Brasile, la combinazione di una serie di fattori, tra cui l'aumento dell'inflazione, la guerra in Ucraina, le condizioni climatiche avverse, l'incertezza politica e la diffusione della variante Omicron all'inizio del 2022, ha eroso il *sentiment* e ha intaccato la crescita. Si registrerà probabilmente un aumento delle esportazioni di materie prime; tuttavia, livelli più elevati di inflazione dovrebbero intaccare il potere d'acquisto delle famiglie, ostacolare la crescita dei consumi, e innescare un'ulteriore stretta della politica monetaria. Si prevede che la crescita del PIL rallenterà bruscamente fino a raggiungere lo 0,6 % nel 2022 prima di salire all'1,2 % nel 2023. L'inflazione dovrebbe rimanere elevata nel 2022, con una media del 9,7 %, prima di scendere al 5,3 % nel 2023, man mano che gli impatti della stretta della politica monetaria e dell'apprezzamento della valuta si faranno sentire.

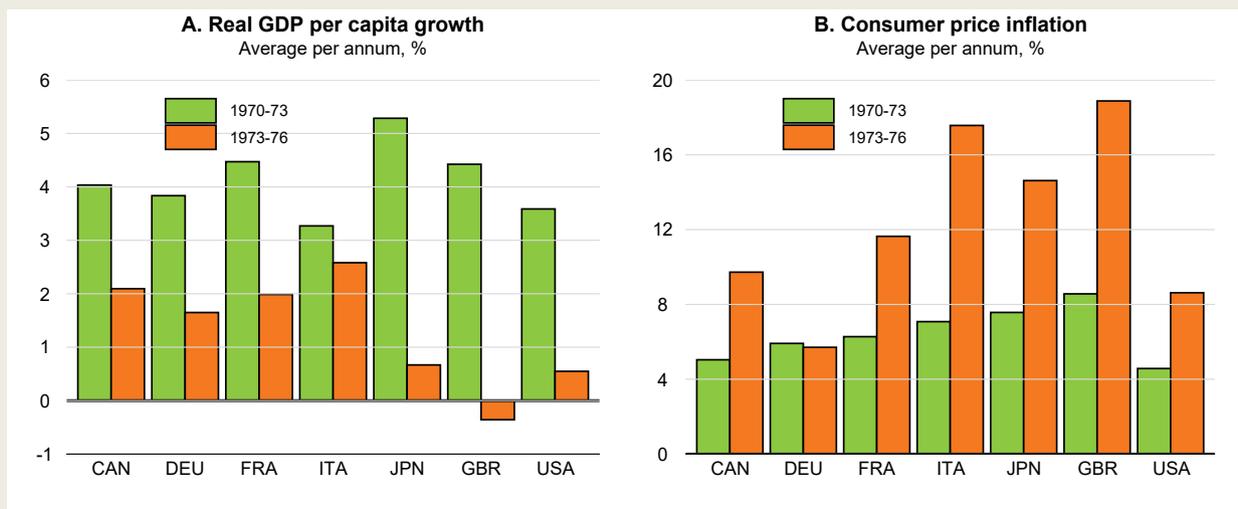
La normalizzazione dei mercati del lavoro dovrebbe proseguire nel 2022-23, nonostante il nuovo shock negativo indotto dalla guerra in Ucraina. Con l'ulteriore miglioramento registrato nel settore della salute pubblica, sulla base dell'aumento dei tassi di vaccinazione e del miglioramento dei trattamenti COVID-19, la partecipazione alla forza lavoro dovrebbe aumentare in quasi tutte le economie. Flussi migratori internazionali più massicci e il graduale ingresso dei rifugiati ucraini nei mercati del lavoro dei Paesi ospitanti dovrebbero inoltre contribuire a mitigare talune carenze di manodopera. Si stima che la crescita dell'occupazione nella zona OCSE rallenterà dal 2¾ per cento di quest'anno a meno dell'1 % nel 2023, con tassi di disoccupazione in lieve aumento in alcuni Paesi. Nella maggior parte delle economie dell'OCSE, si stima che la crescita dei salari reali nel periodo 2022-23 sarà complessivamente negativa e, per l'OCSE nel suo complesso, il ritmo degli aumenti salariali in termini nominali dovrebbe diminuire dal 4¾ per cento circa nel 2022 a quasi il 4 % nel 2023.

La congiuntura di prezzi dell'energia in aumento e crescenti timori per il brusco rallentamento nella crescita ha innescato discussioni circa un nuovo periodo di stagflazione dell'economia globale, un termine che evoca le crisi petrolifere negli anni Settanta. Sebbene si rilevino di fatto crescenti similarità tra la situazione attuale e quanto accaduto nella metà degli anni Settanta dopo il primo grande shock del prezzo del petrolio alla fine del 1973, si individuano altresì differenze che potrebbero indicare una maggiore resistenza della crescita allo stato attuale rispetto al summenzionato periodo, unitamente a una più rapida e durevole attenuazione delle pressioni inflazionistiche (Riquadro 1.3; Igan *et al.*, 2022). Tuttavia, come discusso nella sezione che segue, si individuano chiari rischi che la crescita possa rallentare più bruscamente del previsto e che le pressioni inflazionistiche possano intensificarsi ulteriormente.

Riquadro 1.3. Differenze rilevate tra la situazione attuale e le conseguenze degli shock dei prezzi del petrolio degli anni Settanta

Il combinato disposto di prezzi in rapido aumento e di una crescita economica in rallentamento ha dato origine a timori che l'economia globale possa entrare in un periodo di stagflazione. Non esiste una definizione univoca di stagflazione, solitamente intesa come una combinazione di crescita lenta o nulla e livelli elevati di inflazione. La turbolenza sperimentata dopo lo shock globale del prezzo del petrolio alla fine del 1973 – con i prezzi del petrolio triplicati nel corso dell'anno fino al primo trimestre del 1974 – è ampiamente considerata come un periodo di stagflazione, con l'inflazione e i tassi di disoccupazione in costante aumento in seguito all'aumento del prezzo del petrolio, e ad un brusco rallentamento della crescita del reddito reale (Figura 1.23). Alla fine del 1974 e inizio del 1975, il PIL pro capite segnò un crollo in tutte le economie del G7 e le condizioni del mercato del lavoro andarono deteriorandosi: nel biennio 1974-76, il tasso medio di disoccupazione nelle economie del G7 era superiore di 1 punto percentuale rispetto al periodo 1971-73 e di 1,8 punti percentuali più alto negli Stati Uniti.

Figura 1.23. La crescita rallentò e l'inflazione aumentò in seguito allo shock dei prezzi del petrolio del 1973



Nota: gli indici dei prezzi al consumo nazionali sono riportati nel Pannello B.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 110; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/73ue6m>

Alcune altre caratteristiche di quel periodo si ritrovano anche nell'attuale situazione economica. All'epoca, infatti, si registrò un brusco aumento dei prezzi mondiali dei prodotti alimentari – con un raddoppiamento dell'indice dei prezzi alimentari della FAO tra il 1972 e il 1974 – e una generale rigidità dei mercati del lavoro prima dell'aumento dei prezzi del petrolio e dei prodotti alimentari, accompagnati da una forte crescita dei salari. Le stime dell'OCSE sulla produzione potenziale suggeriscono che generalmente le principali economie avanzate registravano ampi divari di produzione positivi quando lo shock del prezzo del petrolio irruppe nel 1973, dopo un periodo di rapida crescita. A seguito dello shock dei prezzi dell'energia, si è registrato un consolidamento dell'inflazione indotta dai costi (nota anche come "inflazione da offerta"), con successive revisioni salariali volte a ripristinare i redditi reali. Col passare del tempo, sono poi aumentate le aspettative di inflazione. Anche i tassi di interesse reali ex-post diventarono negativi, accompagnati da una politica monetaria che poneva un'enfasi eccessiva sul mantenimento di bassi livelli

di disoccupazione e un'enfasi insufficiente nell'affrontare l'aumento delle aspettative di inflazione (Meltzer, 2005; Powell, 2018).

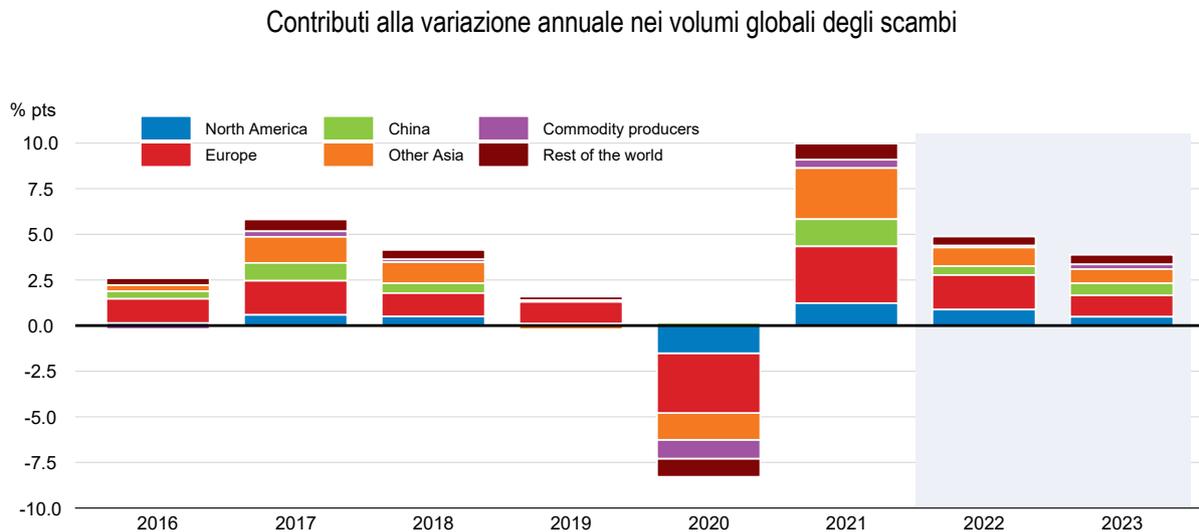
Sebbene la situazione attuale presenti alcune similarità con quanto avvenne nei primi anni Settanta, i quadri di politica economica sono molto differenti e i cambiamenti strutturali hanno ridotto l'impatto degli shock dei prezzi delle materie prime sull'attività economica e sulla crescita dei salari. Pertanto, uno shock negativo dell'offerta indotto dai prezzi del petrolio dovrebbe avere un impatto stagflazionistico inferiore rispetto a quanto accaduto a metà degli anni Settanta:

- Le economie avanzate sono diventate molto meno energivore a seguito dei grandi shock dei prezzi del petrolio degli anni Settanta e dei primi anni Ottanta, riducendo potenzialmente l'impatto di uno shock petrolifero della metà negli Stati Uniti (Blinder e Rudd, 2008). Anche la percentuale di produzione industriale nell'attività economica complessiva è diminuita. In una certa misura ciò è compensato dalla crescente importanza che le economie dei mercati emergenti meno efficienti dal punto di vista energetico rivestono nell'attività economica globale; tuttavia, si registra anche una diminuzione nei livelli di utilizzo del petrolio a livello globale (Rühl e Erker, 2021).
- I regimi di politica monetaria delle banche centrali si sono evoluti e sono divenuti più solidi. Ora mostrano una maggiore attenzione e una maggiore comprensione dell'importanza di mantenere le aspettative di inflazione ben ancorate rispetto agli anni Settanta. La maggior parte delle banche centrali è ora indipendente e si concentra esplicitamente sulla stabilità dei prezzi e su obiettivi di inflazione, anche nei Paesi in cui esse detengono formalmente un doppio mandato.
- Le economie avanzate sono più flessibili, e quindi meglio in grado di gestire gli shock petroliferi, rispetto agli anni Settanta. I cambiamenti che interessano le istituzioni del mercato del lavoro sin dagli anni Settanta hanno ridotto il rischio che uno shock dei prezzi del petrolio (o altro shock negativo dell'offerta) possa innescare una spirale salari-prezzi. La copertura degli accordi di contrattazione collettiva è diminuita, molti meccanismi di indicizzazione automatica dei salari sono stati rimossi, e la minore adesione ai sindacati ha ridotto il potere contrattuale dei dipendenti (OECD, 2021a).
- Alcune circostanze particolari nell'attuale congiuntura possono tamponare taluni potenziali effetti negativi dell'aumento dei prezzi dell'energia. Ad esempio, molti consumatori dispongono di un surplus di risparmi accumulati durante la pandemia utilizzabili per compensare le carenze di reddito; si rileva ancora una certa capacità di riserva secondo le stime dell'OCSE in numerosi Paesi; e le pressioni legate alla carenza di offerta dovrebbero attenuarsi con la riapertura delle frontiere e il conseguente maggiore afflusso di persone nella forza lavoro.

La guerra in Ucraina rappresenta principalmente uno shock negativo per l'offerta globale, che riduce la produzione e aumenta i prezzi rispetto a quanto ci si sarebbe potuto aspettare altrimenti. In tal senso, è qualitativamente simile agli effetti degli shock petroliferi registrati negli anni Settanta e condivide alcune caratteristiche con i periodi di stagflazione. Le attuali proiezioni di base registrano, tuttavia, una crescita costante seppur moderata nella maggioranza delle economie, con una previsione di lenta attenuazione delle pressioni inflazionistiche nel corso del prossimo anno e mezzo. Permangono rischi al ribasso di effetti più gravi che danneggerebbero ulteriormente le prospettive di crescita e aumenterebbero l'inflazione – quali, ad esempio, una brusca interruzione di tutte le importazioni di gas dalla Russia all'Europa. Ciononostante, è ancora possibile evitare che l'inflazione continui ad essere elevata per diversi anni, a condizione che la politica monetaria agisca per mantenere le aspettative di inflazione a lungo termine ben ancorate agli obiettivi della banca centrale.

Le prospettive commerciali globali si sono. L'impennata del commercio alla fine del 2021 comporta forti effetti di trascinamento positivi per la crescita annuale di quest'anno; tuttavia, su base trimestrale si prevede che la crescita del commercio sia più debole nel 2022 rispetto alle stime. È prevista un'attenuazione della crescita del commercio mondiale da circa il 10 % nel 2021 a poco sopra il 5 % nel 2022 e al 4 % nel 2023 (Figura 1.24). Tra i fattori chiave che rallentano la crescita del commercio nel 2022 figurano prolungati *lockdown* regionali in Cina, una domanda più debole in Europa a causa della guerra tra Russia e Ucraina e la transizione della domanda dei consumatori statunitensi dai beni ai servizi. Il recente aumento dei prezzi e le tensioni sui mercati delle materie prime dovrebbero ridurre la crescita commerciale degli esportatori di dette materie quest'anno, mentre il commercio russo dovrebbe diminuire di oltre un quinto nel 2022 e del 9 % nel 2023. In Europa, il rallentamento della crescita delle importazioni è particolarmente pronunciato nel Baltico e nelle economie dell'Europa orientale, dove i legami della catena di approvvigionamento con la Russia e l'Ucraina stanno limitando i settori economici chiave.

Figura 1.24. La crescita degli scambi dovrebbe essere moderata



Nota: i dati aggregati per il Nord America comprendono gli Stati Uniti e il Canada; l'Europa include i Paesi europei dell'OCSE; l'altra Asia include il Giappone, la Corea, le economie emergenti asiatiche (Hong Kong [Cina], Malesia, Taipei cinese, Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam), l'India e l'Indonesia; i produttori di materie prime includono Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Russia, Arabia Saudita, Sudafrica e altre economie esportatrici di petrolio non OCSE.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, Markit e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/ciztwg>

Vulnerabilità e rischi principali

Gli effetti avversi della guerra potrebbero essere molto più vasti

Tra i potenziali rischi economici principali figura la cessazione completa di tutte le esportazioni di energia dalla Russia verso l'UE. È difficile quantificare l'impatto di un tale shock: potrebbe, tuttavia, essere grave se dovesse manifestarsi attraverso un improvviso arresto delle importazioni dalla Russia in un momento in cui i livelli delle scorte devono ancora essere ricostruiti e vi sono limitate possibilità di passare rapidamente a fonti alternative di approvvigionamento. Gli imminenti embarghi dell'UE sulle importazioni di carbone e petrolio dalla Russia, trasportati per via marittima, generano altresì criticità e potrebbero essere più dirompenti del previsto nel caso di carenze prolungate nell'approvvigionamento.

Il petrolio e il gas ricoprono una percentuale considerevole del consumo totale di energia dell'UE.⁹ Un embargo a livello dell'intera UE o un arresto improvviso alle esportazioni da parte della Russia comporta pertanto un rischio considerevole di interruzione nell'approvvigionamento energetico, nonché prezzi in ascesa.¹⁰ Si rilevano notevoli differenze tra i vari Stati membri dell'UE, sia in termini di mix energetico che di quota di input energetici provenienti dalla Russia. È probabile che l'interruzione delle importazioni di energia dalla Russia influisca sui settori in modi diversi, a seconda della rispettiva dipendenza dalle importazioni di energia dalla Russia e delle possibilità di ottenere forniture energetiche alternative o di ridurre la domanda. Poiché l'energia costituisce una componente cruciale per svariati settori, l'impatto a breve termine sulla produzione potrebbe essere amplificato da effetti a cascata che si propagano lungo i collegamenti degli input-output internazionali e nazionali. Al contempo, un forte aumento dei prezzi dell'energia potrebbe altresì avere pesanti ripercussioni sui redditi e sulla domanda delle famiglie.

Combinando le tabelle input-output con le informazioni sull'uso dell'energia nel 2019, fornite dall'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE), è possibile effettuare valutazioni illustrative degli effetti diretti sulla produzione manifatturiera e dei servizi di mercato che potrebbero derivare da un embargo su tutte le importazioni energetiche dalla Russia.¹¹ I dati dell'AIE indicano i rapporti di dipendenza economica dalle importazioni russe per ciascuno dei tre diversi combustibili fossili (carbone, gas e prodotti petroliferi). Possono essere utilizzati per calcolare il livello di dipendenza dalle importazioni di energia dalla Russia in ciascun settore utilizzando le rispettive quote di consumo di ciascun prodotto combustibile nei diversi settori e assumendo che la quota di ciascuno prodotto combustibile importato dalla Russia sia uguale in tutti i settori. L'impatto in termini di *output* lordo derivante da un embargo energetico sulla Russia è poi calcolato applicando i moltiplicatori *input-output* delle industrie legate all'energia.¹² Dopo aver preso in considerazione tutti i collegamenti diretti e indiretti, i moltiplicatori input-output quantificano il cambiamento nella produzione di ciascun settore risultante dalla totale eliminazione degli input energetici russi nelle industrie e nei settori nazionali dei partner commerciali.

Questo approccio, basato sul modello di consumo energetico osservato prima della pandemia, evidenzia come un blocco improvviso di tutte le importazioni di combustibili fossili dalla Russia potrebbe incidere su tutti i settori dell'attività economica, in particolare sui produttori di energia, sui trasporti e sull'industria dei prodotti minerali e metallici (Figura 1.25). Aggregando tali settori, le stime indicano una riduzione della produzione europea manifatturiera e dei servizi di mercato in un intervallo del 2¼-3 per cento, qualora un blocco di questo tipo non sia compensato dalla riduzione delle scorte o dalla sostituzione di altri input energetici. Circa la metà di tale crollo della produzione sarebbe attribuibile alle carenze di petrolio e prodotti petroliferi e l'altra metà deriverebbe dalle carenze di gas naturale. Queste stime mettono in luce i rischi di possibili interruzioni delle forniture a seguito di un embargo sul petrolio, nonché gli ulteriori eventuali rischi di un embargo sul gas.

⁹ Nel 2020, i prodotti petroliferi, il gas e il carbone rappresentavano, rispettivamente, circa il 35 %, il 24 % e il 12 % del consumo totale di energia dell'UE.

¹⁰ Nel 2019, la Russia ha fornito circa il 40 % del petrolio e del gas utilizzati collettivamente dai produttori e dalle famiglie dell'UE, e circa il 30 % del carbone e dei prodotti a base di torba. L'uso di petrolio greggio e altri idrocarburi è stato prevalentemente concentrato nel settore dei trasporti (che rappresenta il 60 % del consumo di petrolio) e in settori come la produzione di prodotti in gomma e plastica. Al contrario, il gas naturale è stato utilizzato più ampiamente dalle famiglie per l'illuminazione domestica, il riscaldamento e la cottura dei cibi (26 % del consumo di gas), dall'industria manifatturiera (20 %) e dai settori legati all'energia (36 %). Circa quattro quinti del carbone e della torba in Europa sono stati utilizzati come input energetici, mentre il resto è destinato principalmente alla produzione di prodotti chimici e metalli.

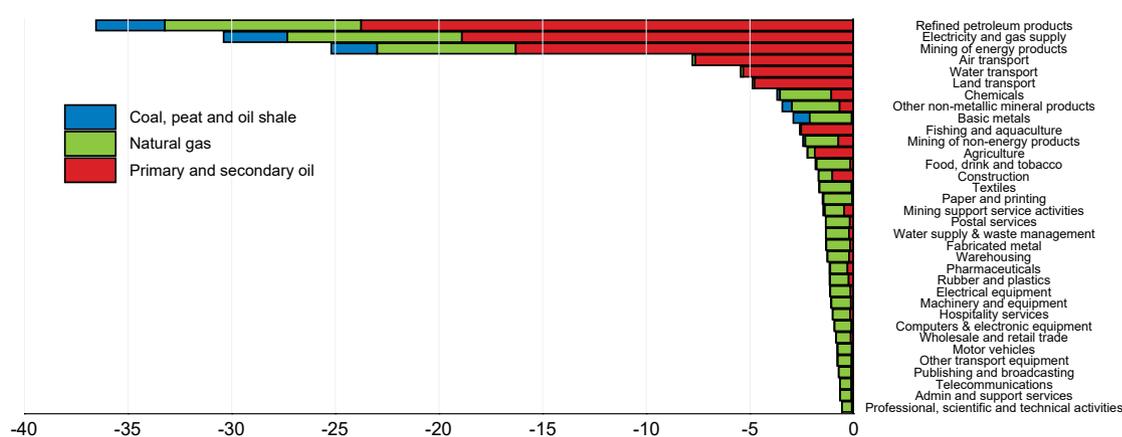
¹¹ Le informazioni sono anche disponibili per il 2020, sebbene la struttura delle attività in tale anno abbia risentito pesantemente della pandemia e delle relative misure di contenimento.

¹² Secondo Acemoglu et al. (2015), l'impatto complessivo di uno shock nell'offerta che abbia avuto origine nel settore *x*, sulla produzione del settore *y*, è la somma dell'effetto diretto e della propagazione indiretta a valle da *x* a *y* e viene misurato dal fabbisogno totale del settore *y* richiesto a *x*, illustrato nell'inversa della matrice di Leontief.

Queste stime illustrative di input-output sono altamente incerte, in particolare dati gli sforzi costanti per diversificare le fonti di approvvigionamento energetico in Europa. Gli effetti sulla produzione potrebbero essere facilmente sottostimati, poiché le interruzioni delle forniture potrebbero costringere le aziende a chiudere completamente la produzione piuttosto che a ridurla proporzionalmente. È altresì probabile che l'impatto economico a breve termine di una forte contrazione simultanea della produzione in molti settori e Paesi sia di maggiore entità, rispetto al caso in cui sia invece interessato un singolo Paese. D'altro canto, la struttura input-output utilizzata non può tenere conto di possibili effetti di sostituzione: rinuncia alle importazioni russe sostituite da importazioni da altre parti, o ricorso alle riserve, utilizzando ulteriori forniture interne da fonti energetiche alternative, quali l'energia nucleare o le fonti rinnovabili, o una migliore efficienza energetica. Correzioni di questo tipo attenuerebbero i costi di produzione.

Figura 1.25. In caso di improvvisa interruzione degli input energetici dalla Russia, in Europa potrebbero verificarsi cali considerevoli della produzione in alcuni settori

Diminuzione percentuale della produzione manifatturiera e dei servizi di mercato



Nota: per i dettagli sui calcoli, si veda il testo. Il petrolio primario e secondario include greggio, gas naturale liquefatto, materie prime per la raffinazione e altri prodotti petroliferi lavorati.

Fonte: banca dati IOTs 2021 (OCSE); World Energy Balances – AIE (banca dati); e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/cprk6v>

Alcuni studi analoghi riportano costi di produzione comparabili per la Germania compresi tra lo 0,3 e il 2,2 % (a seconda dello scenario considerato) e costi leggermente inferiori per la Francia. (Baqaei *et al.*, 2022; Bachmann *et al.*, 2022). Stime precedenti basate sui collegamenti input-output indicavano anche costi di produzione relativamente bassi in Europa nel caso le importazioni di gas naturale dalla Russia fossero interrotte (Bouwmeester e Oosterhaven, 2017). Al contrario, le stime di Holtemöller *et al.* (2022) e Deutsche Bundesbank (2022) per la Germania evidenziano il rischio di un grande e immediato calo della produzione nel caso di un improvviso arresto delle importazioni di energia dalla Russia.¹³

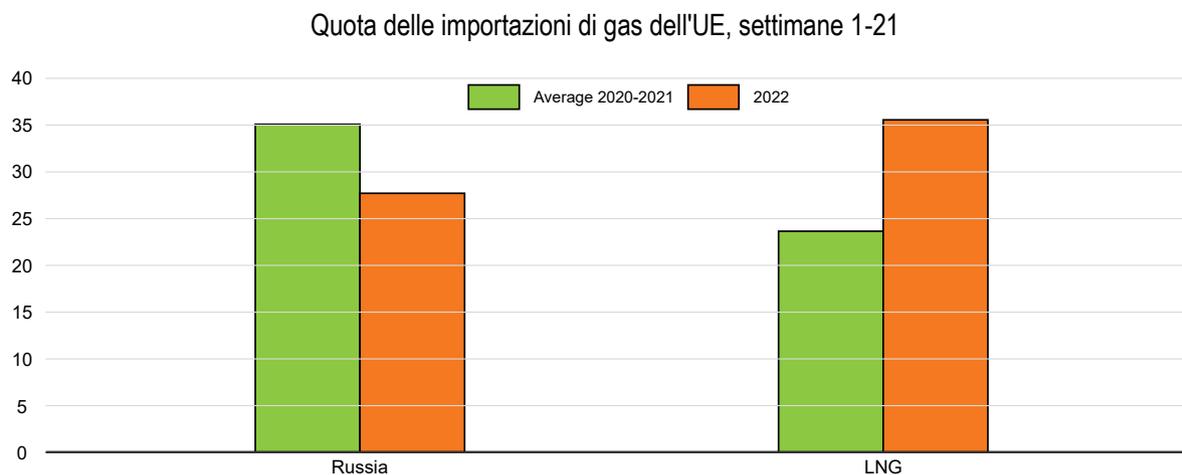
La misura in cui la perdita di combustibili fossili importati dalla Russia può essere compensata dipenderà in parte dai tempi e dalle circostanze di tale cambiamento.

- Sono già iniziate forti spinte a ridurre la dipendenza dell'Europa dalla Russia nel corso di quest'anno. All'inizio di marzo, l'AIE ha predisposto un piano per ridurre, nel corso del 2022, l'uso di gas proveniente dalla Russia di almeno un terzo. A distanza di breve tempo, la Commissione europea ha predisposto il piano RePower EU, proponendo un obiettivo più ambizioso, ovvero una riduzione di due terzi entro un anno. I piani includono il miglioramento dei livelli di stoccaggio in vista della stagione invernale, acquisti congiunti da fornitori alternativi, un maggiore uso delle energie rinnovabili e di altre fonti di energia domestica esistenti, nonché misure più efficaci di risparmio energetico (ad esempio: regolare il termostato su temperature più basse per il riscaldamento residenziale).
- Quest'anno si è osservato un cambiamento sostanziale nella composizione delle importazioni europee di gas. Nelle prime 21 settimane del 2022, le importazioni UE di gas russo, attraverso i gasdotti, sono diminuite di oltre il 30 % rispetto al periodo corrispondente del 2021, e sono state abbondantemente compensate da un aumento del 54 % delle importazioni di gas naturale liquefatto (GNL) da altre fonti. Di conseguenza, la quota di gas russo sul totale delle importazioni di gas è diminuita dal 35 % in media nelle prime 21 settimane del 2020 e del 2021 al 24 % nel medesimo periodo del 2022 (Figura 1.26).
- L'AIE ha inoltre predisposto un piano in 10 punti per ridurre l'uso del petrolio. Oltre a reperire fornitori alternativi, è di fondamentale importanza modificare i nostri comportamenti e ridurre la domanda. Le azioni volte a ridurre la quantità di petrolio consumato dalle automobili sono di particolare rilevanza. Affinché tali cambiamenti producano pieni effetti occorrerà del tempo, il che fa aumentare i rischi per le previsioni economiche di un improvviso arresto delle forniture di petrolio in assenza di adeguati livelli di stoccaggio.
- In linea più generale, i mercati energetici globali sono rigidi, sebbene vi sia margine di azione per ottenere ulteriori scorte di petrolio da alcuni produttori, membri dell'OPEC e non, nonché ulteriori rilasci coordinati di scorte da parte dei Paesi membri dell'AIE. Un potenziamento nelle consegne di NGL può altresì contribuire ad attenuare qualsiasi potenziale interruzione nel rifornimento dei gasdotti verso i mercati europei, sebbene siano necessari ulteriori investimenti in questo settore (G7, 2022). Occorrerà superare importanti sfide di natura logistica, tra cui il trasporto marittimo di combustibili da fornitori non europei geograficamente più distanti, le piattaforme specializzate per

¹³ Un esempio della necessità di una sostanziale correzione delle forniture energetiche, sebbene in circostanze molto diverse, è rappresentato dagli strascichi della fusione nucleare presso la centrale di Fukushima, avvenuta in Giappone nel 2011 e innescata dal grande terremoto e tsunami sulla costa est del Paese. Le attività in tutte le rimanenti 50 centrali nucleari del Giappone sono state sospese, eliminando, così, circa un terzo della fornitura di elettricità (OECD, 2013). Inoltre, nell'estate del 2011 e nuovamente nel 2012 il governo ha richiesto alle imprese e alle famiglie di ridurre il consumo di elettricità, così da scongiurare eventuali scarsità di approvvigionamento di energia. Molti produttori hanno ridotto il consumo di energia durante i periodi di punta spostando la produzione al fine settimana e nelle ore non di punta, aumentando i costi ma evitando di dover ricorrere ad interventi di blackout. Le importazioni di combustibili fossili sono aumentate significativamente per aiutare a superare le carenze nell'approvvigionamento interno. Complessivamente, tali correzioni hanno contribuito a prevenire un'ampia contrazione nella produzione, causata dalle carenze energetiche, al di là dell'immediato impatto negativo nella prima metà del 2011 (Carvalho *et al.*, 2021).

stoccare il GNL in mare aperto, e l'infrastruttura per assicurare che le forniture aggiuntive possano essere spostate all'interno dell'Europa verso i mercati interni precedentemente riforniti attraverso gli oleodotti provenienti dalla Russia. Anche le raffinerie attualmente progettate per lavorare il petrolio proveniente dalla Russia debbono essere riconfigurate, a meno che non si riesca a trovare un sostituto geograficamente vicino. Le difficoltà che la Russia incontrerebbe nel dirottare tutte le sue esportazioni energetiche destinate all'Europa verso mercati extraeuropei, in particolare il gas, avrebbero probabilmente ripercussioni sulle forniture globali di energia, perlomeno nel breve periodo. È pertanto probabile che un'ulteriore forte concorrenza dall'Europa per le scarse forniture energetiche faccia aumentare i prezzi sui mercati globali.

Figura 1.26. La quota di gas russo sul totale delle importazioni europee di gas è già diminuita fortemente



Fonte: McWilliams et al. (2021), sulla base dei dati forniti da ENTSO-G.

StatLink  <https://stat.link/dx8t04>

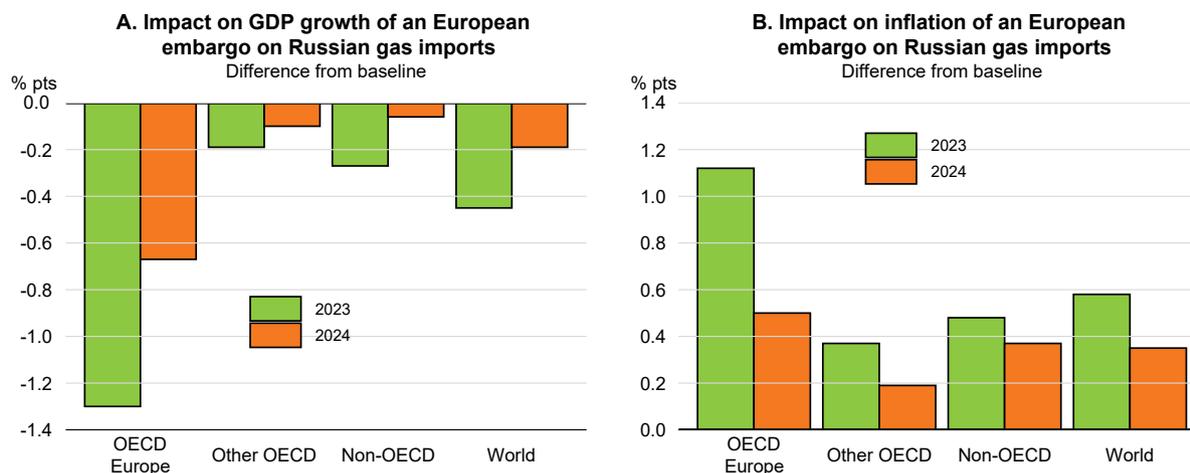
Simulazioni illustrative, effettuate utilizzando il modello macroeconomico globale NiGEM, evidenziano il rischio di potenziali effetti avversi derivanti da una cessazione delle importazioni di gas dalla Russia verso le economie europee. Un embargo totale sul gas viene raffigurato come uno shock negativo dell'offerta, capace di ridurre la produzione potenziale in un'economia europea media di quasi l'1½ per cento, a causa della riduzione dell'efficienza tecnica combinata alla diminuzione nelle ore medie lavorate. Si presuppone altresì che un embargo spinga al rialzo i prezzi globali del gas di circa il 50 %, dati che rispecchiano la necessità per le economie europee di ulteriori rifornimenti sui mercati mondiali e la ridotta fornitura dalla Russia.¹⁴ Si prevede che i più elevati prezzi del gas portino al rialzo anche quelli dei concimi, per i quali si ipotizza un aumento del 25%, e che l'accresciuta domanda di rifornimenti energetici propagherà i suoi effetti sui mercati del petrolio, per i cui prezzi si ipotizza un aumento del 10%. Alla luce dell'incertezza che probabilmente accompagnerà le interruzioni nella fornitura energetica, potrebbero prodursi effetti aggiuntivi nelle economie europee, derivanti dal declino nella fiducia e da elevati costi di finanziamento per le imprese. Questi effetti sono modellati da un aumento ex-ante di un punto 1 percentuale nel tasso di

¹⁴ Le simulazioni ipotizzano che il 75 % delle esportazioni di gas russo in Europa non possa essere reindirizzato in altri mercati a causa di criticità logistiche e di una mancanza di infrastrutture pronte, come i gasdotti. Si tratta di un dato pari a una riduzione del 5 % nel totale delle esportazioni russe di beni e servizi. A loro volta queste riduzioni generano un divario ex-ante tra l'effettiva offerta mondiale e il consumo compreso tra il 4½ e il 5 per cento nei mercati globali del gas. La correzione stimata per il prezzo del gas riflette un'elasticità di prezzo nel breve periodo, pari a -0.1 %, dal lato minimo delle stime illustrate da Labandeira et al. (2017). Gli incrementi impliciti nei prezzi spot del gas continuano a collocarli ad un livello inferiore ai picchi giornalieri di mercato, osservati dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina.

risparmio delle famiglie e da un aumento di 1 punto percentuale nel costo del capitale per l'utente. Si ipotizza una durata degli shock nei prezzi delle materie prime pari ad almeno un anno completo di calendario, prima che svaniscano lentamente e che i mercati inizino ad adattarsi e si ipotizza che tutti gli altri shock durino per tre anni prima di dileguarsi. I tassi di riferimento sono endogeni e si adeguano in funzione dell'equilibrio degli shock che incidono sulla crescita e sull'inflazione dei prezzi al consumo.¹⁵

- Se considerati nel loro insieme, questi shock potrebbero ridurre la crescita nelle economie europee di oltre 1¼ punti percentuali nel 2023, in relazione allo scenario di riferimento, e aumentare l'inflazione di oltre 1 punto percentuale (Figura 1.27). Un crollo della crescita di questa portata potrebbe potenzialmente portare molti Paesi in recessione o prossimi alla recessione, nel 2023. Se gli shock perdurano, la crescita potrebbe risultare indebolita anche nel 2024 e la domanda tornerebbe gradualmente in linea con le riduzioni nell'offerta. I redditi reali disponibili delle famiglie ne risentirebbero pesantemente e segnerebbero un crollo di oltre il 2% nelle economie della zona euro, un dato che rispecchierebbe il freno esercitato da prezzi più elevati e minori ore lavorate. Anche gli investimenti delle imprese ne sarebbero gravemente colpiti, con una minore produzione potenziale, maggiori costi del gas e maggiori costi di capitale che produrrebbero riduzioni approssimativamente pari o superiori al 5% in molte economie europee nel 2023.
- Fuori dall'Europa, l'impatto di tali turbolenze sarebbe più modesto, specialmente in altre economie produttrici di gas, ma si registrerebbero comunque impatti dati dalla maggiore inflazione sui redditi reali e una domanda più debole proveniente dall'Europa. Per il mondo nel suo complesso, nel 2023 l'inflazione registrerà un balzo di oltre ½ punto percentuale e la crescita una riduzione di poco inferiore a ½ punto percentuale.
- La politica monetaria reagisce al rimbalzo dell'inflazione aumentando i tassi di interesse ufficiali di circa 50 punti base nella zona euro, nel primo anno dello shock, e di 25 punti base in molte altre economie avanzate, prima di tornare verso uno scenario di riferimento, nel momento in cui le pressioni inflazionistiche si placano.

Figura 1.27. Un embargo sulle forniture di gas dalla Russia colpirebbe la crescita e aumenterebbe l'inflazione in Europa



Nota: scenario illustrativo dell'impatto dell'arresto delle importazioni di gas dalla Russia verso l'Europa. Cfr. il testo per i dettagli sugli shock esaminati.

Fonte: calcoli effettuati dall'OCSE utilizzando il modello macroeconomico mondiale NiGEM.

StatLink  <https://stat.link/oeznh>

¹⁵ La simulazione inizia nel primo trimestre del 2023 ed è svolta ipotizzando che le famiglie, le imprese e i mercati finanziari adottino un comportamento lungimirante; i consumatori e le imprese operano pertanto scelte di spesa prevedendo che gli shock, alla fine, si esauriranno.

Oltre all'energia, i rischi di costi maggiori derivanti dalla guerra in Ucraina scaturiscono altresì dalla carenza di materie prime cruciali e dalle interruzioni dei trasporti nonché dei finanziamenti commerciali.

- La Russia e l'Ucraina sono importanti fornitori di molte materie prime critiche; pertanto, i rischi di interruzione sono elevati anche per alcune catene di approvvigionamento fortemente legate a questi input (ad esempio: settore automobilistico, aeronautica, o elettronica). La sostituzione con fonti di approvvigionamento alternative è particolarmente difficile nel caso di alcune materie prime critiche fornite da Russia e Ucraina, poiché tali input sono altamente specializzati e il mercato è fortemente concentrato (Riquadro 1.4; Grzegorzczak *et al.*, 2022).

Riquadro 1.4. Potenziali interruzioni del commercio di materie prime a causa della guerra in Ucraina

I prodotti maggiormente esposti al rischio di interruzione delle forniture dalla Russia e dall'Ucraina possono essere identificati utilizzando dati granulari di fonte doganale. Ai fini di questa analisi, un bene scambiato è classificato come *vulnerabile* alle turbolenze e interruzioni dal momento che la Russia e l'Ucraina sono tra i primi cinque principali esportatori mondiali e la loro quota di mercato combinata rappresenta almeno il 15 % del mercato globale delle esportazioni. Su tale base, su oltre 4 500 prodotti scambiati nel 2020, 92 sono identificati come vulnerabili. Complessivamente, rappresentano il 2,7 % del valore totale del commercio nel 2020 (Tabella 1.2). I prodotti vulnerabili sono prevalentemente i metalli (minerali grezzi e leghe), i prodotti chimici, i prodotti alimentari e quelli agricoli.

La presente panoramica delle potenziali vulnerabilità suggerisce che oltre all'impatto sull'agricoltura (Riquadro 1.1) e sull'energia, c'è il rischio che la guerra colpisca il commercio di materie prime, innescando così effetti a catena nelle industrie ad esse collegate. Le esportazioni lorde europee di metalli di base e di prodotti metallici fabbricati comprendono quasi il 10 % di valore aggiunto da materie prime provenienti dal settore metallurgico russo. Questo livello elevato di integrazione "a ritroso" rispetto ai metalli russi rende la produzione in tutta Europa sensibile alle interruzioni.

Tabella 1.2. Prodotti provenienti dalla Russia e dall'Ucraina maggiormente vulnerabili a interruzioni

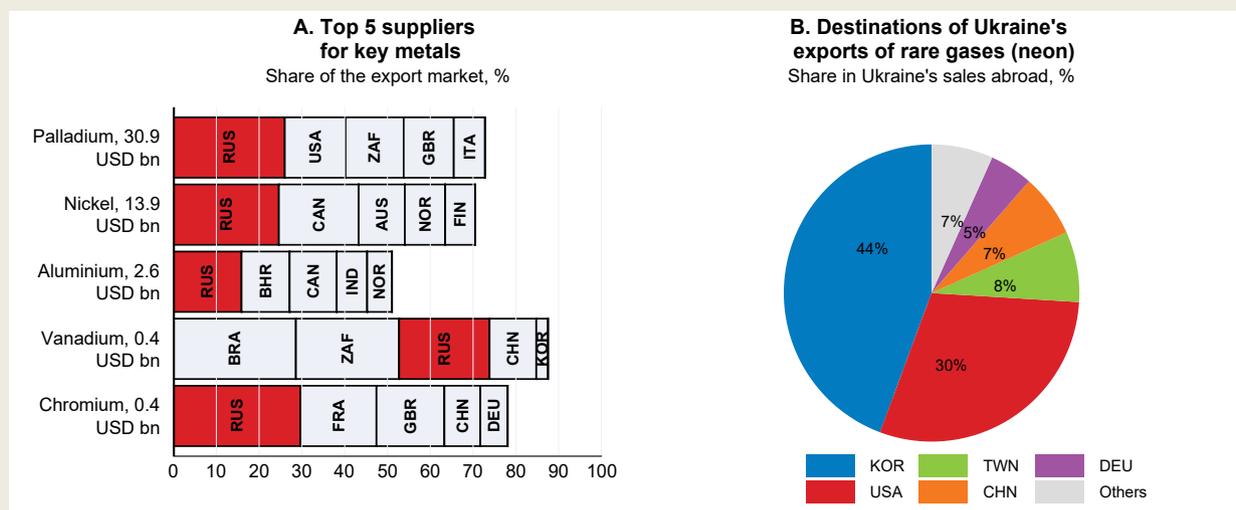
	Numero di prodotti commercializzati	Valore totale (mld USD)	N. di prodotti per cui Russia o l'Ucraina sono tra i primi 5 esportatori	Numero di prodotti vulnerabili	Quota di prodotti vulnerabili in % del valore totale delle esportazioni
Totale	4 528	16 736	277	92	2,7
Agricoltura	239	566	24	11	17,3
Prodotti alimentari	424	1 105	36	18	3,0
Prodotti chimici	719	1 420	59	18	3,0
Metalli	577	1 740	72	26	5,2
Miniere e petrolio	106	1 746	29	10	9,0
Altro	2 463	10 158	57	9	0,4

Fonte: banca dati BACI di CEPIL; calcoli dell'OCSE.

Il palladio e il nichel sono importanti per le tecnologie verdi

Nel settore dei prodotti metallici, la Russia rappresentava un quarto delle esportazioni globali di palladio nel 2020 (Figura 1.28, Pannello A). Il palladio è importante per molte tecnologie energetiche verdi. Le sue proprietà catalitiche lo rendono un input fondamentale per la produzione di sistemi di controllo delle emissioni nei veicoli: le case automobilistiche ne fanno uso, infatti, per rimuovere le emissioni tossiche dai gas di scarico. Si registra altresì una forte concentrazione delle esportazioni globali di nichel: la Russia e l'Ucraina rappresentano un terzo del mercato mondiale delle esportazioni. Il nichel è utilizzato anche per la produzione di batterie che alimentano i veicoli elettrici. L'Ucraina è inoltre un esportatore chiave di gas neon, un sottoprodotto dell'acciaio, usato nella litografia dei semiconduttori, che viene venduto alla Corea, agli Stati Uniti, alla Cina e a Taiwan (Figura 1.28, Pannello B). L'insieme di potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento potrebbe comportare rischi significativi per l'industria automobilistica e, nello specifico, per la produzione di veicoli elettrici.

Figura 1.28. La Russia e l'Ucraina sono tra i principali fornitori di numerosi metalli



Nota: il Pannello A indica la quota dei primi cinque esportatori globali nel 2020, per ciascun bene. Il Pannello B illustra le destinazioni delle esportazioni ucraine di gas rari (cioè il gas neon).

Fonte: banca dati BACI di CEPIL; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/uaf5kz>

Anche le catene del valore dell'acciaio sono a rischio, con una propagazione potenzialmente diffusa a valle

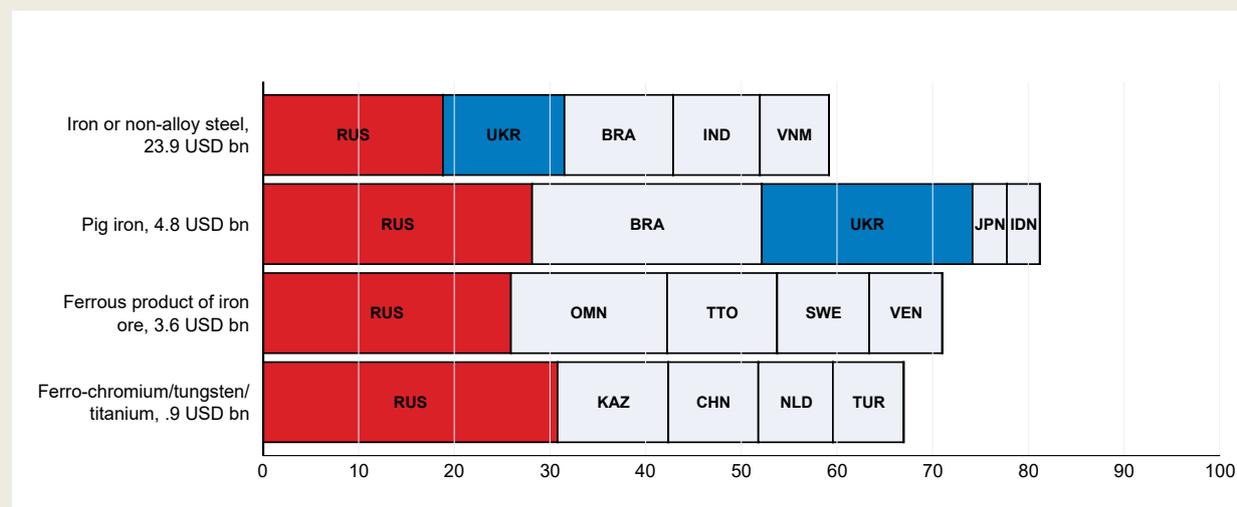
Le interruzioni causate dalla guerra potrebbero anche pesare sul commercio di ferro e acciaio. Molti prodotti appartenenti all'ampia categoria del ferro e dell'acciaio dipendono dalle esportazioni russe e ucraine (Figura 1.29). La Russia e l'Ucraina rappresentano un quarto delle esportazioni globali di prodotti semilavorati in ferro e acciaio non legato, e metà delle esportazioni mondiali di ghisa. Sebbene il ferro e l'acciaio siano più facilmente sostituibili dei metalli rari (come il palladio), il loro uso diffuso in più industrie a valle potrebbe innescare conseguenze a cascata nel caso di interruzioni delle forniture.

La Russia è anche un grande esportatore di ferroleghie, in quanto rifornisce il 30 % del mercato globale delle esportazioni di ferro-tungsteno, ferro-cromo e ferro-titanio. I produttori di acciaio inossidabile utilizzano queste ferroleghie come stabilizzatori nella produzione di acciai a basso contenuto di carbonio. Anche il cromo e il vanadio sono due input essenziali nella produzione dell'acciaio: una piccola quantità è sufficiente per indurire l'acciaio e renderlo molto resistente. L'acciaio inossidabile è poi usato

nell'industria delle costruzioni o in quella automobilistica. L'acciaio inossidabile rappresenta altresì un input nel settore dei trasporti, inclusi i container delle navi per il trasporto di prodotti chimici, liquidi e alimentari. Molte tecnologie per l'energia rinnovabile usano anche componenti in acciaio inossidabile perché in grado di sopportare ambienti corrosivi (come l'acqua di mare).

Figura 1.29. Numerosi prodotti siderurgici (ferro e acciaio) sono particolarmente esposti alle perturbazioni

Quota del mercato delle esportazioni, in percentuale



Nota: il prodotto "ferro o acciaio non legato" corrisponde a "ferro o acciaio non legato, prodotti semilavorati".

Fonte: banca dati BACI di CEPII; calcoli dell'OCSE.

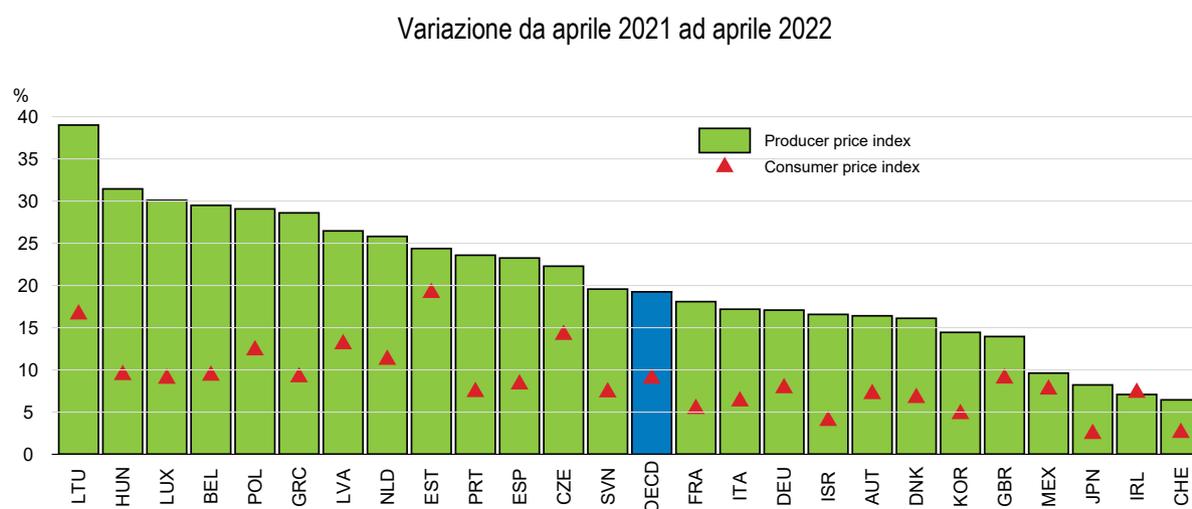
StatLink  <https://stat.link/u9wnxg>

- Le interruzioni che hanno interessato il settore dei trasporti potrebbero anche generare costi più ingenti e duraturi, e acuire la congestione del settore dei trasporti internazionali. I blocchi regionali derivanti dalla Russia e dall'Ucraina potrebbero anche avere effetti a catena più marcati sul traffico merci di quanto visto finora. Le aziende europee che utilizzano beni manifatturieri prodotti e assemblati in Asia sono maggiormente sotto pressione, poiché questi beni sono usualmente spediti attraverso la Russia. Aggirare lo spazio aereo e i porti russi fa aumentare i costi e i tempi di consegna.
- Le sanzioni finanziarie imposte alla Russia potrebbero anche acuire il calo commerciale più di quanto ipotizzato, così come accaduto in passato. Durante la crisi finanziaria globale del 2008-09 il crollo delle esportazioni in molti Paesi è stato sproporzionato rispetto a quello della produzione, in parte a causa delle interruzioni dei crediti commerciali. L'esportazione usualmente comporta maggiori rischi di default e requisiti di capitale circolante rispetto all'attività interna (Amiti e Weinstein, 2011), riducendo gli incentivi dei prestatori a fornire credito nei periodi di crisi. In riferimento alle sanzioni imposte alla Russia nel 2014, si stima che anche l'interruzione di erogazione dei finanziamenti commerciali abbia contribuito a determinare un calo del commercio (Crozet e Hinz, 2016).

Le pressioni inflazionistiche potrebbero essere più forti e durature del previsto

I prezzi dell'energia, dei metalli e delle materie prime alimentari hanno un peso relativamente elevato negli indici dei prezzi alla produzione (di seguito IPP). Di conseguenza, nell'intera area dell'OCSE l'IPP è aumentato molto più bruscamente dei prezzi al consumo, sebbene si rilevino notevoli variazioni a seconda del singolo Paese (Figura 1.30). Si tratta di un modello comune, poiché le altre componenti di costo dei prezzi al consumo (in primis il costo del lavoro) tendono ad essere molto meno variabili dei prezzi delle materie prime. Le variazioni nei prezzi di vendita applicati dai produttori vengono poi trasferite ai prezzi al dettaglio con un potenziale ritardo e i prezzi applicati ai consumatori rispecchiano anche i costi di distribuzione e i margini relativi ai venditori al dettaglio. Stime empiriche suggeriscono che se l'IPP continuasse ad aumentare, nei prossimi mesi, ad un ritmo simile a quello osservato nel corso dell'anno passato, l'inflazione dei prezzi al consumo aumenterebbe probabilmente ancora per tutto il 2022, in molte economie (Riquadro 1.5). Dato il potenziale della guerra in Ucraina di produrre un'ulteriore pressione al rialzo per una serie di prezzi di prodotti di base, unito alla possibilità di ulteriori interruzioni nella catena di approvvigionamento causate sia dalla guerra che dalla politica "zero-COVID" della Cina, vi è un chiaro rischio di pressione inflazionistica derivante dai prezzi di produzione.

Figura 1.30. I prezzi alla produzione sono aumentati più marcatamente rispetto ai prezzi al consumo



Nota: prezzi alla produzione manifatturiera sui mercati nazionali. L'indice dei prezzi al consumo per i Paesi dell'euro e la zona euro si riferisce agli indici dei prezzi armonizzati. I dati della Turchia sono: 112,1(IPP) e 70 (inflazione complessiva). L'indice aggregato dei prezzi alla produzione per la zona OCSE si riferisce al mese di marzo.

Fonte: banca dati OCSE sugli indici dei prezzi al consumo; Banca dati OCSE sugli indici dei prezzi alla produzione; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/q2ca59>

Riquadro 1.5. Dai prezzi alla produzione ai prezzi al consumo

La rapida ascesa dei prezzi alla produzione, in particolare per l'energia, ha aperto un divario insolitamente ampio tra l'inflazione dei prezzi alla produzione e quella dei prezzi al consumo (Figura 1.30). Fondamentale è domandarsi se questo fattore lasci presagire una spinta al rialzo costante su questi ultimi. L'analisi offerta nel presente riquadro (meglio approfondita in Ollivaud, 2022) indica come le variazioni negli indici dei prezzi alla produzione (IPP) siano in larga misura esplicativi del recente aumento annuale nei prezzi al consumo. I diversi scenari su come gli IPP potranno evolversi nei prossimi mesi indicano che, nel caso continuo ad aumentare ad un ritmo simile a quello dell'anno trascorso, l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo nelle economie avanzate continuerebbe probabilmente ad aumentare fino alla fine del 2022 (ad eccezione degli Stati Uniti, dove la curva rimarrebbe pressoché piatta). Se, tuttavia, gli incrementi nell'IPP dovessero crollare e volgere al negativo, come è accaduto a seguito di picchi di inflazione passati, il rallentamento dell'inflazione complessiva sarebbe rapido.

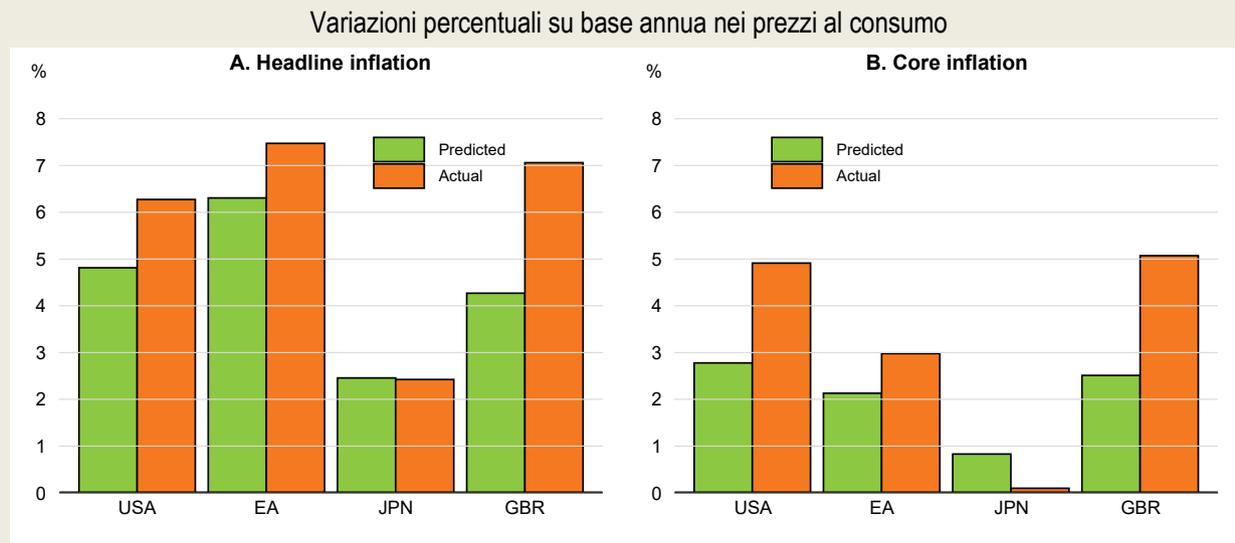
Stime empiriche formulate sulla base di dati mensili destagionalizzati indicano che l'inflazione dei prezzi al consumo ha usualmente reagito a ritmi relativamente rapidi all'inflazione dell'IPP: quasi un terzo della deflazione/inflazione che grava sui produttori viene trasferita ai consumatori nell'arco di due mesi e tale trasferimento avviene in gran parte nel corso del medesimo mese. Il rapporto tra prezzi alla produzione e prezzi al consumo è meno radicato se si tiene conto dell'inflazione di base anziché dell'inflazione complessiva dei prezzi al consumo, vale a dire escludendo l'energia e i prodotti alimentari. Negli Stati Uniti, nella zona euro e nel Regno Unito, si osserva come i prezzi alla produzione abbiano un effetto molto minore sull'inflazione di base che su quella complessiva e solo il Giappone rappresenta un'eccezione degna di nota. Il dato indica che gran parte dell'interazione tra l'IPP e i prezzi al consumo deriva dall'impatto delle fluttuazioni dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia – che tipicamente incidono con relativa rapidità su entrambe le serie di prezzi.

Una valutazione sull'andamento recente delle equazioni stimate indica come, nel corso dell'ultimo anno, l'inflazione dei prezzi al consumo sia stata normalmente un più robusta di quanto si sarebbe potuto prevedere prendendo in esame i soli prezzi alla produzione (utilizzando i dati effettivi sull'IPP) (Figura 1.31). I divari tra l'inflazione effettiva e prevista nel corso dell'ultimo anno sono relativamente contenuti in Giappone e nella zona euro, ma più ampi negli Stati Uniti e nel Regno Unito, un dato che sottolinea come, per questi ultimi Paesi, ulteriori fattori siano stati importanti. Tali fattori potrebbero comprendere, per esempio, un aumento nei costi dell'occupazione o nei prezzi dei servizi, con pressioni sui prezzi al consumo più estese di quelle esercitate dai prezzi alla produzione.

È possibile altresì utilizzare le equazioni stimate per illustrare ciò che probabilmente accadrà all'inflazione dei prezzi al consumo, in base a due diversi scenari di evoluzione dell'IPP nel breve termine. In primo luogo, in presenza di uno scenario di costante inflazione elevata, si presume che l'aumento medio nell'IPP su base mensile sia pari alla media registrata nel corso degli ultimi 12 mesi. Un dato di questo tipo corrisponde ad un aumento annualizzato su base mensile pari al 18,5 %, al 17,4 %, all'8,2 % e all'11,7 %, rispettivamente per Stati Uniti, zona euro, Giappone e Regno Unito. Uno scenario alternativo ipotizza che gli aumenti dell'IPP rallentino, volgendo rapidamente in territorio negativo, come accaduto in occasione di passati picchi nei prezzi.

- L'analisi indica quindi che, se i prezzi alla produzione continuassero a crescere rapidamente, come accaduto nel corso dell'ultimo anno, nella maggior parte dei casi, l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo continuerebbe il suo trend rialzista: verso l'11½ % per il Regno Unito, il 10¼ % per la zona euro e il 3½ % per il Giappone, tranne che negli Stati Uniti, dove oscillerebbe attorno al 6 % (Figura 1.32, Pannello A).
- Lo scenario alternativo, in cui l'inflazione dell'IPP rallenta, è caratterizzato da un tasso in discesa dell'inflazione dei prezzi al consumo (Figura 1.32, Pannello B). Entro la fine del 2022, l'inflazione rimarrebbe, nondimeno, al di sopra dei tassi di riferimento della banca centrale, ad eccezione del Giappone.

Figura 1.31. Lo scostamento dell'IPP nel corso dell'ultimo anno è fortemente esplicativo dell'attuale inflazione complessiva

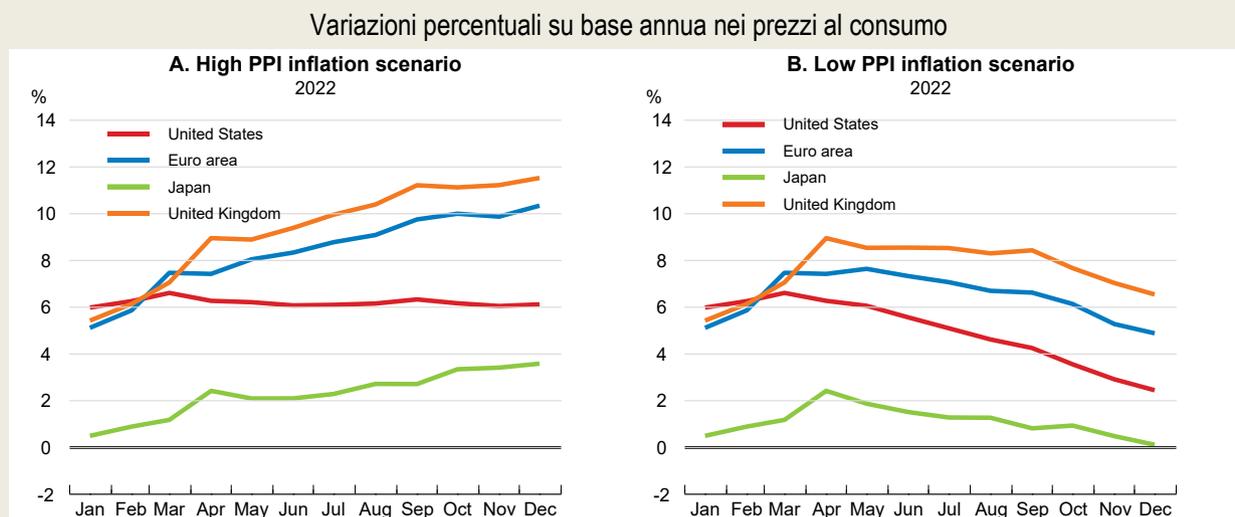


Nota: inflazione relativa ad aprile 2022 per Gli Stati Uniti e il Giappone e a marzo per la zona euro e il Regno Unito. L'inflazione prevista è data da previsioni dinamiche a partire da aprile 2021, attraverso equazioni stimate per l'inflazione dei prezzi al consumo che confrontano le variazioni dei prezzi su base mensile alle variazioni dei prezzi alla produzione su base mensile, utilizzando serie destagionalizzate. Ulteriori dettagli sono riportati in Ollivaud (2022). I prezzi al consumo corrispondono al deflatore dei consumi personali per gli Stati Uniti, all'indice armonizzato dei prezzi al consumo sia per la zona euro che per il Regno Unito e all'indice dei prezzi al consumo per il Giappone.

Fonte: banca dati OCSE sugli indici dei prezzi al consumo; Banca dati OCSE sugli indici dei prezzi alla produzione; calcoli dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/ayjgfl>

Figura 1.32. Le prospettive per l'inflazione dei prezzi al consumo dipendono dall'evoluzione dei prezzi alla produzione



Nota: le evoluzioni illustrate per l'inflazione dei prezzi al consumo si basano su previsioni dinamiche tratte da equazioni stimate utilizzando dati mensili destagionalizzati; cfr. Ollivaud (2022). Lo "scenario di elevata inflazione dell'IPP" ipotizza che l'aumento mensile nell'inflazione dell'IPP fino a dicembre 2022 rimanga nella media dei dati storici degli ultimi 12 mesi. Lo "scenario di bassa inflazione dell'IPP" ipotizza che l'aumento mensile nell'inflazione dell'IPP converga gradualmente a -1% (tasso mensile) dal suo tasso attuale. Su di una base mensile, l'inflazione dell'IPP registrerebbe segno negativo a partire da giugno negli Stati Uniti e nella zona euro e da maggio in Giappone e nel Regno Unito. L'indice dei prezzi alla produzione si riferisce all'industria manifatturiera: prezzi alla produzione totali per gli Stati Uniti; prezzi alla produzione per la zona euro, il Giappone e il Regno Unito. Vedasi la Figura 1.31 per la determinazione dei prezzi al consumo.

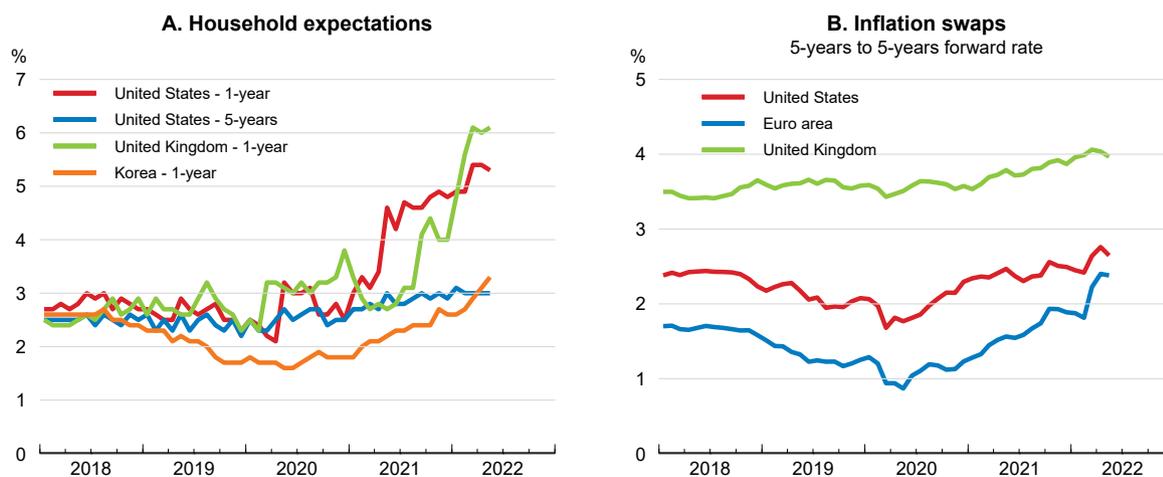
Fonte: banca dati OCSE sugli indici dei prezzi al consumo; Banca dati OCSE sugli indici dei prezzi alla produzione; calcoli dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/6ow5cq>

Un altro essenziale elemento di incertezza per le proiezioni macroeconomiche, così come per i decisori politici, riguarda la misura in cui l'esplosione dell'inflazione che si è già verificata darà origine a effetti indotti, attraverso le aspettative e i mercati del lavoro, tali da determinare che l'inflazione si radichi a livelli superiori al target. Le aspettative di inflazione a breve termine delle famiglie sono aumentate in numerose economie; sebbene altri parametri di valutazione delle aspettative siano più compositi (Figura 1.33). Nella maggior parte delle economie dell'OCSE dotate di strumenti di sondaggio, le aspettative di inflazione dei professionisti che effettuano analisi previsionali sono rimaste vicine agli obiettivi delle banche centrali (compresi la zona euro e il Canada) o al di sotto dei medesimi (Giappone), ma si è registrato qualche segnale di deriva verso l'alto nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Le valutazioni del mercato finanziario circa le aspettative di inflazione (swap sull'inflazione a 5 anni e a 5 anni a termine o differenziali a lungo termine tra i rendimenti delle obbligazioni nominali e i rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione) hanno cominciato a salire nel 2021, continuando a crescere lentamente (Figura 1.33, Pannello B).

Mercati del lavoro fortemente regolamentati potrebbero generare una crescita salariale superiore alle stime, in primis per i lavoratori disposti a cambiare lavoro e nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia. I rischi di una forte crescita salariale sono acuti negli Stati Uniti (Domash e Summers, 2022), con una crescita salariale annuale mediana misurata dalla *Federal Reserve Bank of Atlanta* che è già salita al di sopra del 6 % in aprile. Poiché l'attuale impennata dell'inflazione ha provocato un brusco e imprevisto calo dei salari reali, è probabile che iniziative volte a recuperare tali perdite siano messe in campo nell'ambito delle contrattazioni salariali. La crescita nei salari si è altresì avviata alla ripresa nella zona euro, segnando un aumento nel salario negoziato pari al 2,8 % nel corso dell'anno, fino al primo trimestre del 2022, e al 4 % in Germania (tenendo conto di correzioni una tantum). I sondaggi aziendali indicano altresì una ripresa graduale di pari passo all'irrigidimento della domanda (BCE, 2022), sebbene gli indicatori delle indagini sulle famiglie, relativi alle aspettative salariali, non abbiano ancora mostrato una marcata accelerazione degli aumenti salariali previsti. Gli aumenti nei salari minimi spingeranno anche al rialzo i salari aggregati, specialmente in Europa, con crescite probabili di oltre il 6 % nell'UE nel 2022, e aumenti particolarmente rilevanti in Germania, Grecia, Ungheria e Stati Baltici (Eurofound, 2022).

Figura 1.33. Le aspettative di inflazione delle famiglie sono aumentate, ma generalmente le misure dei mercati finanziari rimangono meglio ancorate



Fonte: Refinitiv; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/iy9vm8>

Potenziali vulnerabilità nei mercati finanziari e nelle economie dei mercati emergenti nel corso dei processi di ritorno alla normalità delle politiche

I più elevati tassi di interesse ufficiali, unitamente alle pressioni inflazionistiche globali e al deterioramento delle prospettive di crescita, potrebbero mettere a nudo le vulnerabilità derivanti, cumulativamente, dall'aumento del debito e dai prezzi elevati delle attività finanziarie. L'incremento dei costi di finanziamento, in particolare, potrebbe incidere sulla capacità di rimborso delle imprese e delle famiglie nel medio termine. L'inasprimento delle condizioni finanziarie globali e la maggiore avversione al rischio, unitamente agli impatti della guerra in Ucraina, aggravano anche le potenziali vulnerabilità delle economie dei mercati emergenti a causa dell'aumento dei tassi di interesse e delle inversioni dei flussi di capitale. Tra questi ultimi, le economie importatrici di materie prime sono esposte a rischi fiscali più acuti e al rischio di partite correnti derivanti da più elevati prezzi globali delle materie prime.

Il livello di indebitamento delle imprese ha continuato ad aumentare nel 2021 in numerosi Paesi. In base al dato economico mediano dell'area OCSE, il debito delle imprese non finanziarie ha raggiunto il 106 % del PIL nel terzo trimestre del 2021, superando di 15 punti percentuali la media registrata nel periodo 1999-2019. L'irrigidimento delle condizioni di finanziamento e la progressiva revoca di numerose misure di sostegno legate alla pandemia (quali le garanzie di credito), sollevano preoccupazioni sulla sostenibilità del debito delle imprese, sebbene ad oggi le vulnerabilità siano state contenute. Nelle principali economie, i costi di finanziamento per la gran parte delle aziende rimangono sono recentemente aumentati ma rimangono moderati (Figura 1.34, Pannello A), e gli indici di servizio del debito registrano livelli prossimi o inferiori alle loro medie storiche (Figura 1.34, Pannello B). Inoltre, bilanci sani e un sostanziale rallentamento del fabbisogno di finanziamento nel 2021 (dopo un anno record nella concessione di prestiti alle aziende ed emissione di obbligazioni nel 2020) limitano i rischi immediati di default. I dati a livello di impresa indicano che le società non finanziarie hanno iniziato ad attingere alle ampissime riserve di liquidità accumulate nel corso della pandemia; tuttavia, il livello di liquidità nei bilanci delle grandi imprese è ancora sostanzialmente superiore rispetto al quarto trimestre del 2019.¹⁶ Numerose grandi imprese hanno anche approfittato dei tassi bassi e del cosiddetto *quantitative easing* durante la pandemia per rifinanziare i loro debiti e allungarne la scadenza, il che ritarderà la velocità con cui i tassi di interesse di mercato più elevati incideranno sugli oneri di servizio del debito. Negli Stati Uniti e in Europa, la scadenza della maggior parte dei debiti delle società non finanziarie è compresa tra il 2026 e il 2028.¹⁷

Attualmente il rischio di insolvenza per le imprese più fragili appare contenuto; permangono, tuttavia, alcune preoccupazioni. Nel quarto trimestre del 2021, il tasso di fallimento aziendale tra i fondi speculativi negli Stati Uniti – le aziende con il *rating* più basso – era ancora storicamente basso (1,5 %), e l'indice mediano di copertura degli interessi tra le aziende di questa categoria è rimasto più elevato dei livelli pre-pandemici (S&P, Global, 2022b). Tuttavia, la resilienza delle imprese più vulnerabili dipenderà in ultima analisi dalle prospettive di crescita e di inflazione. La diminuzione del potere d'acquisto delle famiglie o il diffondersi di nuove varianti di COVID-19 potrebbero danneggiare settori quali i media, l'intrattenimento e i beni di consumo, in misura sproporzionata.¹⁸ Gli aumenti più elevati del previsto dei tassi di interesse potrebbero ostacolare la capacità delle imprese finanziariamente indebolite – (con indici mediani di

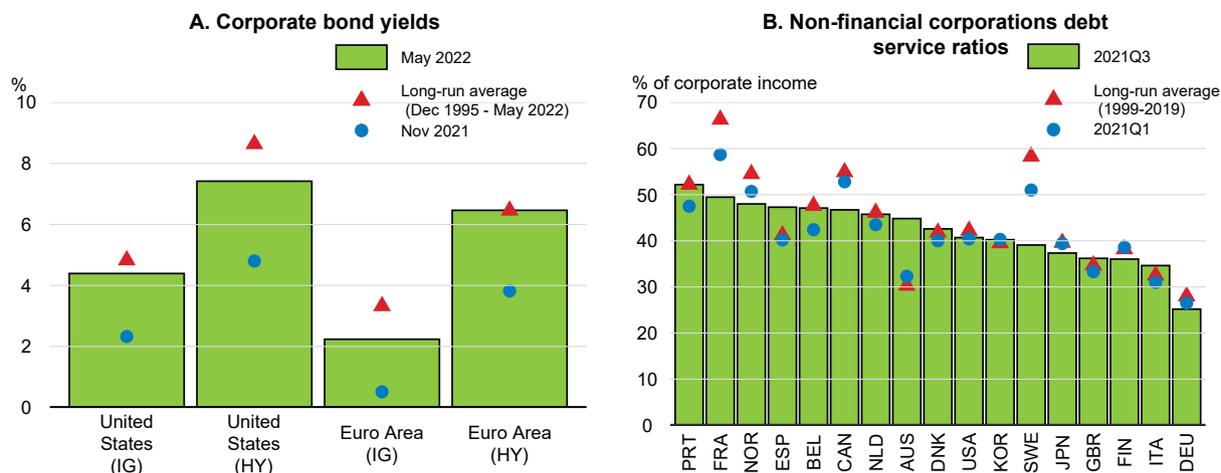
¹⁶ Ad esempio, il rapporto di cassa – dato mediano – di tutte le società statunitensi quotate in borsa, misurato come l'ammontare di contanti ed equivalenti in percentuale del totale delle passività correnti, è ancora di 7 punti percentuali più alto (ad aprile 2022) di quanto non fosse alla fine del 2019 (S&P, Global, 2022a).

¹⁷ Sulla base dei dati basati su tutte le obbligazioni societarie, i prestiti e le linee di credito rotativo negli Stati Uniti e in Europa che sono valutati da S&P Global Ratings al primo trimestre del 2022, con un valore di circa 9 000 miliardi di dollari.

¹⁸ Tali settori comprendono attualmente la maggior parte delle imprese a rischio di insolvenza negli Stati Uniti.

copertura degli interessi o inferiori a 1) – di servire (remunerare) il loro debito.¹⁹ Anche il conflitto in Ucraina probabilmente peserà sull'accesso delle imprese ai finanziamenti.²⁰

Figura 1.34. I dati sulla sostenibilità del debito delle imprese sono ancora favorevoli



Nota: IG e HY si riferiscono rispettivamente alle obbligazioni *Investment Grade* e *High Yield*.

Fonte: banca dati BIS Credit; Banca dati ICE – Indici BofA; e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/wxplm6>

Si rilevano altresì rischi che gli oneri del servizio del debito possano aumentare bruscamente per le famiglie. I livelli di indebitamento delle famiglie sono aumentati durante la pandemia nella maggior parte dei Paesi OCSE (Figura 1.37, Pannello A). Tuttavia i bilanci aggregati delle famiglie sono generalmente più sani di quanto non fossero prima della pandemia, in parte grazie ai risparmi accumulati nel 2020 e nel 2021 (Figura 1.37, Pannello B). Tra il 2019 e il terzo trimestre del 2021, il patrimonio netto finanziario aggregato delle famiglie, misurato rispetto al reddito lordo disponibile, è aumentato di circa 20 punti percentuali nel Paese mediano dell'OCSE. La sensibilità degli oneri del servizio del debito ai tassi d'interesse è altresì limitata dall'elevata quota di mutui a tasso fisso in numerosi mercati (Riquadro 1.6). Tuttavia, l'aumento dei tassi di interesse sui mutui comporta ancora un rischio, soprattutto per i mutuatari a basso reddito nei Paesi in cui la politica monetaria potrebbe essere inasprita in maniera più aggressiva. Con il rallentamento della domanda di immobili residenziali a causa dell'aumento dei costi di finanziamento a lungo termine, è più probabile che i prezzi delle case si stabilizzino e possano persino tendere ad una flessione. In un tale contesto, si potrebbero intraprendere ulteriori misure per rafforzare gli strumenti macroprudenziali e affrontare i rischi del mercato immobiliare per famiglie e banche (Riquadro 1.6).

¹⁹ La quota di imprese che attualmente registra un indice mediano di copertura degli interessi inferiore a 1 in un campione di imprese pubbliche e private per lo più di grandi dimensioni monitorate da S&P Capital IQ nelle economie avanzate ed emergenti è ancora relativamente bassa e stabile (6 %).

²⁰ Nella zona euro gli standard di erogazione del credito bancario erano già stati inaspriti nel primo trimestre del 2022 a causa della guerra in Ucraina e delle incertezze che ne derivano, anche per le piccole e medie imprese senza esposizione aziendale o logistica diretta alla Russia o all'Ucraina.

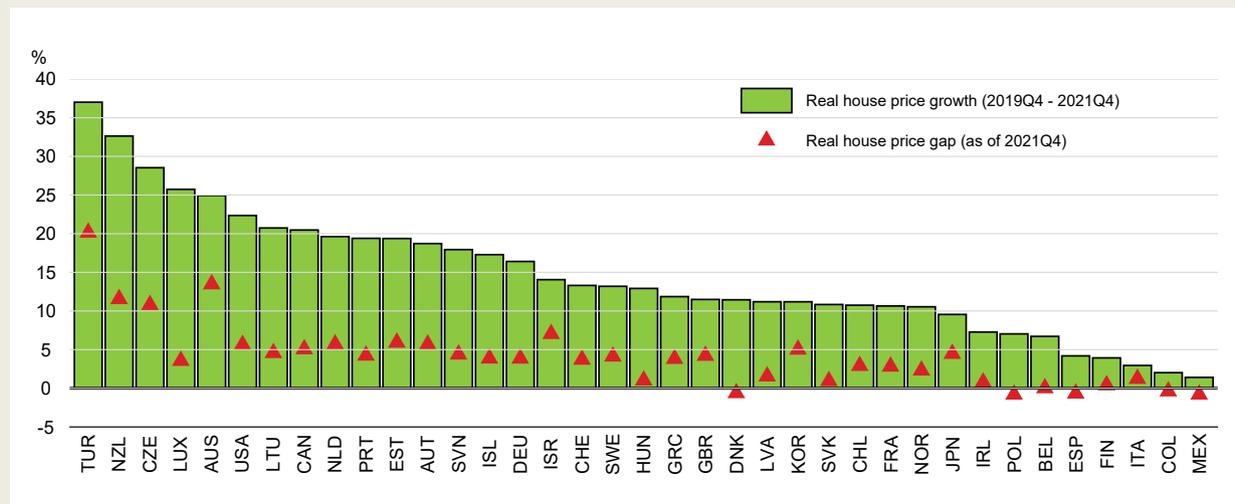
Riquadro 1.6. Vulnerabilità nel settore immobiliare derivanti dall'aumento dei tassi di interesse sui mutui

I prezzi delle case, insieme al debito delle famiglie, sono aumentati costantemente nel corso della pandemia, anche nei Paesi in cui le valutazioni immobiliari erano già "tirate" e i livelli di debito già elevati. Con la politica monetaria che comincia a normalizzarsi, si registra un aumento dei tassi dei mutui in molti Paesi dell'OCSE, sollevando preoccupazioni in termini di solvibilità. Tuttavia, le vulnerabilità sembrano attualmente contenute, grazie ai bilanci relativamente solidi delle famiglie e all'uso limitato di mutui a tasso variabile. Tuttavia, i mutuatari fragili potrebbero essere a rischio nelle economie in cui dominano i mutui a tasso variabile, gli indici di servizio del debito sono elevati e la politica monetaria rischia di essere sostanzialmente più severa. Occorre prevenire le potenziali conseguenze negative per le famiglie e la resilienza del sistema finanziario derivanti da un'inversione dei prezzi delle case più brusca del previsto, in primis attraverso gli strumenti di politica macroprudenziale.

La pandemia ha elevato i prezzi delle case a livelli senza precedenti in molti Paesi

I prezzi delle case sono aumentati notevolmente e rapidamente nella maggior parte dei Paesi dell'OCSE nel corso della pandemia. Tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2021, i prezzi reali delle case sono aumentati del 13 % a livello di dato economico mediano nell'area dell'OCSE (Figura 1.35). Nei diversi Paesi, in media, nel quarto trimestre del 2021 i prezzi reali delle case superavano del 4 % le stime formulate sulla base della tendenza di fondo prevalente prima della pandemia di COVID-19, il che suggerisce che la pandemia ha esacerbato le tensioni preesistenti in molti mercati immobiliari.¹ Molteplici fattori possono spiegare una tale risposta forte e sincronizzata dei prezzi immobiliari. La pandemia ha pertanto esacerbato le tensioni preesistenti in molti mercati immobiliari.¹ Molteplici fattori possono spiegare una tale risposta forte e sincronizzata dei prezzi immobiliari. Le eccezionali componenti accomodanti della politica monetaria, un'impennata dei livelli di risparmio delle famiglie e misure di sostegno fiscale senza precedenti hanno, infatti, generato un aumento della domanda di immobili residenziali nel corso della pandemia, mentre l'offerta di immobili residenziali è stata temporaneamente ridotta dalle restrizioni alla mobilità e da ostacoli correlati a questioni di natura logistica. L'aumento dei prezzi dei mutui dovrebbe generare una contrazione della futura domanda di immobili residenziali, contribuendo a mitigare l'aumento dei prezzi delle case. Un rallentamento è già in atto in diversi mercati chiave, quali gli Stati Uniti, che registrano vendite di immobili residenziali e una stabilizzazione o addirittura un calo dei prezzi in alcune grandi città a causa dei tassi di interesse sui mutui più elevati.²

Figura 1.35. Nei Paesi dell'OCSE i prezzi reali delle case sono aumentati notevolmente durante la pandemia



Nota: il divario reale dei prezzi delle case rappresenta il divario percentuale tra i prezzi delle case registrati nel quarto trimestre del 2021 e il trend specifico del Paese stimato per ciascun Paese da un filtro HP. Esso consente una simulazione del livello che i prezzi delle case avrebbero raggiunto se la pandemia non avesse avuto luogo. L'indice reale dei prezzi delle case rappresenta il rapporto tra l'indice nominale dei prezzi delle case e il deflatore dei consumi privati in ciascun Paese. Una misura correlata è proposta come indicatore di allarme preventivo delle vulnerabilità finanziarie da Hermansen e Röhn (2016).

Fonte: banca dati dell'OCSE sui prezzi analitici delle case; e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/1mbcra>

I mutui a tasso fisso dominano il panorama dei finanziamenti per le case

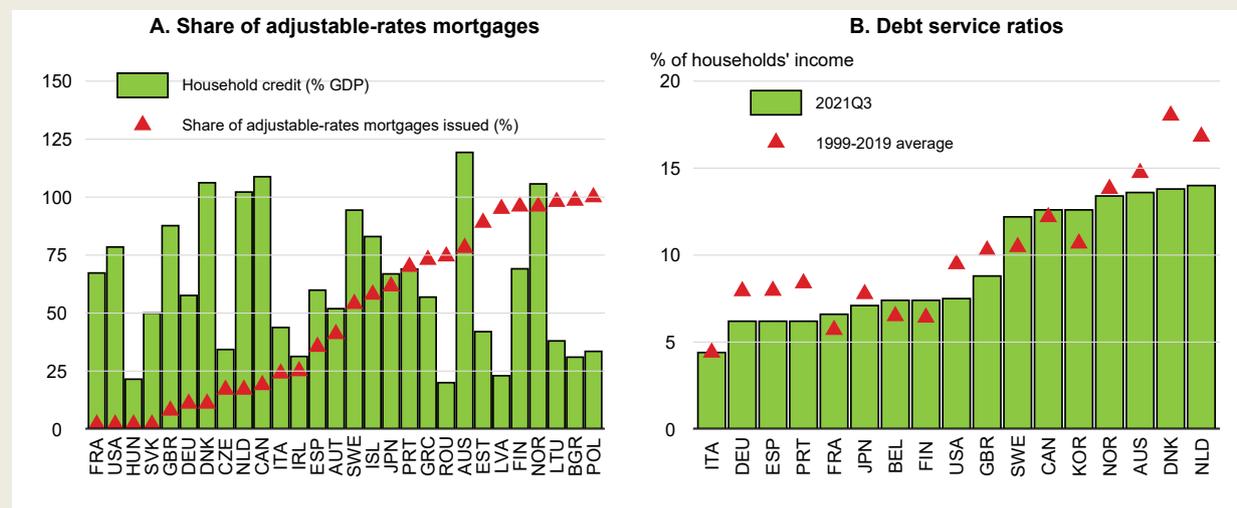
L'esposizione delle famiglie all'aumento dei tassi di interesse sui mutui sarà attenuata dall'uso limitato di mutui flessibili o a tasso variabile in numerosi Paesi dell'OCSE (Figura 1.36, Pannello A), sebbene si rilevino alcune differenze tra i diversi Paesi anche nel determinato periodo in cui i tassi di interesse sono fissi (van Hoeselaar *et al.*, 2021). Ad eccezione del Giappone e, in parte, della Spagna, i maggiori mercati in cui si erogano mutui ipotecari nelle economie avanzate sono fortemente dominati dall'applicazione di mutui a tasso fisso. Al contrario, i mutui flessibili o a tasso variabile, che hanno dimostrato di essere associati a una maggiore probabilità di insolvenza in caso di aumento dei tassi di interesse (Gross *et al.*, 2022)³, sono prevalenti in diversi Paesi dell'Europa meridionale (Portogallo e Grecia), orientale (Polonia, Bulgaria, Romania e paesi baltici) e settentrionale (Svezia, Finlandia e Norvegia). Qualora la normalizzazione della politica monetaria nella zona euro proceda gradualmente, i mutuatari dovrebbero essere protetti da un forte aumento dei costi di finanziamento nel medio termine. I mutuatari finanziariamente fragili nei Paesi che hanno attivato politiche monetarie indipendenti e pressioni inflazionistiche in aumento potrebbero tuttavia sperimentare un aumento sostanziale dei costi del servizio del debito. Ciò può verificarsi, in particolare, nei Paesi in cui il rapporto tra il costo dei mutui e il reddito disponibile è già elevato per il quintile di reddito più basso (van Hoenselaar *et al.*, 2021).

Risparmi delle famiglie elevati e indici di servizio del debito ancora bassi

I dati indicano che i bilanci delle famiglie sono più solidi attualmente di quanto non lo fossero prima della crisi finanziaria globale in molti Paesi. Una regolamentazione più rigorosa all'indomani di tale crisi ha limitato l'assunzione di rischi nel settore delle famiglie nell'ultimo decennio. Inoltre, il recente aumento del debito delle famiglie è stato accompagnato da un aumento significativo dei risparmi delle famiglie durante la pandemia. Tali risparmi dovrebbero sostenere la capacità di rimborso di molte famiglie soggette a tassi variabili, in particolare ove i tassi di interesse dovessero aumentare più rapidamente del previsto. Inoltre,

per effetto del contesto di riferimento caratterizzato da bassi tassi di interesse, il rapporto medio di servizio del debito per le famiglie è tuttora prossimo o addirittura al di sotto dei parametri di lungo periodo (Figura 1.36, Pannello B), e significativamente al di sotto di ciò che viene considerato un servizio del debito in difficoltà.⁴ Tuttavia, i dati aggregati potrebbero occultare un livello elevato di eterogeneità, e permane il rischio di deterioramento della capacità di rimborso dei mutuatari a basso reddito, alla luce della revoca delle misure straordinarie di sostegno al reddito legate alla pandemia e ai maggiori livelli di inflazione in corso.⁵

Figura 1.36. Il rapporto tra mutui a tasso di interesse fisso e livelli moderati di servizio del debito limita i rischi nel settore degli alloggi



Nota: il livello di credito alle famiglie è misurato a partire dal terzo trimestre del 2021, e la quota media di mutui flessibili o a tasso variabile all'emissione nel 2019 e nel 2020 è usata come previsione dell'importanza di ciascun tipo di mutuo in ciascun Paese esaminato.

Fonte: European Mortgage Federation; Australian Bureau of Statistics; Mortgage Professionals Canada; Japan Housing Finance Agency; US FHFA, Banca dati National Mortgage; Banca dati creditizia BIS; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/02cz5k>

Le politiche macroprudenziali potrebbero essere ulteriormente rafforzate

Le politiche macroprudenziali dovrebbero essere ulteriormente rafforzate. Un marcato deterioramento delle prospettive di crescita – o un improvviso aumento delle pressioni inflazionistiche – potrebbe accelerare una correzione dei mercati immobiliari, con conseguenze potenzialmente dannose per i bilanci delle famiglie e delle banche. Considerate le prospettive altamente incerte, è fondamentale assicurare riserve adeguate nel settore bancario per garantire la resilienza dinanzi a fluttuazioni impreviste nei mercati immobiliari.

La maggior parte dei Paesi ha già messo in atto politiche ad-hoc volte a limitare il livello di eccessivo indebitamento e i rischi ad esso associati. In linea con le raccomandazioni del CERS, il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB, 2022), molti Paesi europei hanno recentemente annunciato aumenti della loro riserva di capitale anticiclica dopo una certa fase di "rilassamento" durante la pandemia, incluse alcune misure esplicitamente mirate ai rischi nel settore immobiliare. Ad esempio, nel gennaio 2022 l'ente regolatore del settore finanziario tedesco, BaFin, ha proposto di (i) aumentare il loro coefficiente di riserva di capitale anticiclica sulle esposizioni nazionali delle banche dallo 0 % allo 0,75 % delle attività ponderate

per il rischio; e (ii) di applicare un'ulteriore riserva di capitale di rischio sistemico pari al 2 % delle attività ponderate per il rischio specificamente mirato ai mutui immobiliari residenziali.

Per favorire una moderazione dei rischi, sarebbe opportuno introdurre anche delle misure di carattere preventivo volte a limitare ulteriori aumenti dei prezzi (ad esempio: misure aggiuntive per ridurre i valori cosiddetti *LTV (Loan-to-Value)* o i rapporti *DSTI (Debt Service-To-Income)*). Alcuni Paesi hanno già adottato misure volte ad inasprire gli strumenti esistenti al fine di moderare i nuovi prestiti immobiliari, e altri Paesi potrebbero prendere in considerazione l'attuazione di tali strumenti.⁶ Oltre a tali strumenti macroprudenziali, anche le riforme della regolamentazione degli affitti e della tassazione degli immobili potrebbero costituire strumenti efficaci per rispondere alle pressioni sugli immobili residenziali che si manifesteranno nel corso del tempo. Questi strumenti, insieme a maggiori investimenti pubblici nel settore dell'edilizia sociale e a potenziali riforme dell'uso del suolo, primariamente nelle aree urbane ricche di opportunità di lavoro, potrebbero allentare le tensioni che, probabilmente, continueranno a prevalere nel medio termine (OECD, 2021b). Sebbene l'offerta di immobili residenziali di recente costruzione sia rallentata solo in misura moderata nel corso della pandemia, il numero di certificati di abitabilità e insediamenti in nuovi immobili residenziali sono diminuiti significativamente in molti Paesi dell'OCSE.⁷ Un tale divario, unitamente agli ostacoli che attualmente frenano l'offerta e alle carenze di manodopera, potrebbe amplificare le carenze strutturali di immobili residenziali che si registrano in numerosi Paesi.

1. I rapporti prezzo-affitto e prezzo-reddito indicavano già prima della pandemia valutazioni immobiliari "tirate" in molti Paesi dell'OCSE e hanno raggiunto i massimi storici in quasi tutti i Paesi all'inizio del 2021.

2. Negli Stati Uniti, il *Mortgage Bankers Association's Purchase Index*, che tiene traccia delle richieste di mutui, è sceso del 15 % su base annua durante la settimana che si è conclusa il 13 maggio, con i tassi di interesse sui mutui saliti di 2 punti percentuali nel medesimo periodo. Nella maggior parte dei Paesi, l'aumento dei tassi di mutuo non è ancora visibile nelle statistiche ufficiali a causa dei ritardi nella relativa segnalazione. La crescita dei prezzi delle case è stata moderata nel primo trimestre del 2022 anche in Australia, e la *Reserve Bank of Australia (2022)* ha stimato che un aumento di 200 punti base nei tassi d'interesse comporterebbe un calo dei prezzi reali delle case di circa il 15 % in un biennio. Si prevede che in Canada, i tassi di mutuo avranno un impatto immediato sui nuovi acquirenti di case e un impatto solo graduale sui proprietari di alloggi già esistenti (Kozicki, 2022).

3. Gross et al. (2022) valutano la ragionevolezza delle probabilità di default e delle perdite in caso di default delle famiglie dinanzi alle mutazioni nel settore della disoccupazione, dei prezzi delle case e dei tassi di interesse utilizzando i dati di 21 Paesi dell'UE e degli Stati Uniti. Rilevano, inoltre, che le probabilità di default sono molto più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse nel breve termine nei Paesi che registrano un'elevata percentuale di mutui flessibili o a tasso variabile.

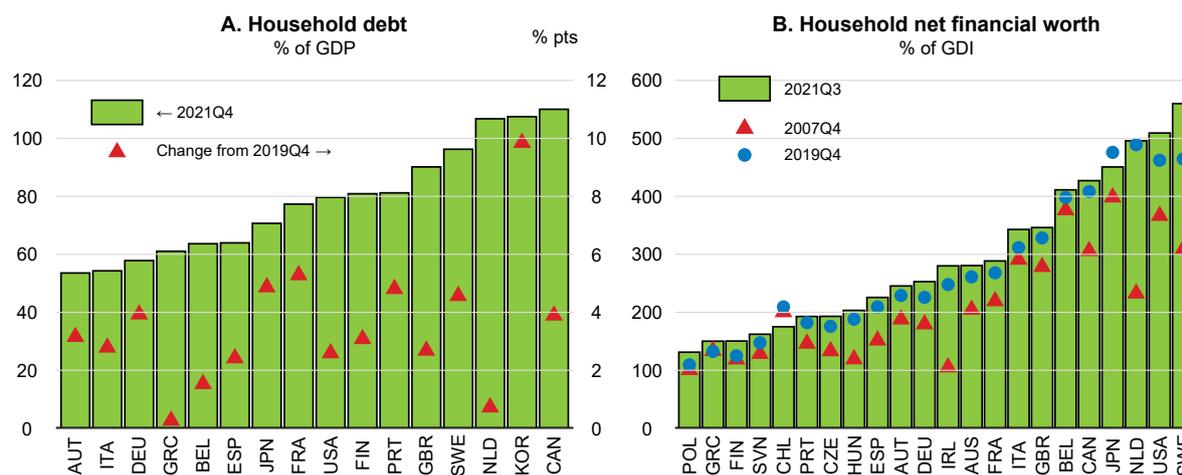
4. Il concetto di rapporto del servizio del debito "stressato" varia da Paese a Paese; tuttavia un rapporto del servizio del debito superiore al 40-50 % è spesso considerato "stressato" (ESRB, 2022). I dati relativi al rapporto del servizio del debito forniti dalla Banca Regolamenti Internazionali – BRI (Figura 1.36) riguardano tutti i tipi di debito delle famiglie e, come tali, andrebbero quindi interpretati come un limite superiore del vero onere di rimborso dei mutui.

5. Le economie dei mercati emergenti sono soggette a vincoli fiscali più stringenti rispetto alle economie avanzate, il che rende più difficile mettere in atto misure fiscali per mitigare l'impatto economico della pandemia da COVID-19. Ne è scaturito un ulteriore aumento del debito delle famiglie. Con un debito delle famiglie pari al 50 % del PIL, nelle economie dei mercati emergenti attualmente si registrano pressoché i medesimi livelli di leva finanziaria delle economie avanzate nel 2001, ovvero solo pochi anni prima della crisi finanziaria globale, unitamente a sostanziali aumenti dei tassi di interesse volti a rispondere all'inflazione.

6. Il *Financial Market Stability Board (FMSG)* dell'Austria ha chiesto all'autorità di vigilanza bancaria e alla banca centrale del Paese nel dicembre 2021 di rendere legalmente vincolante la guida predisposta sui prestiti ipotecari sostenibili entro la metà del 2022. La guida è stata pubblicata nel 2018 e include un acconto minimo del 20 % (equivalente a un limite dell'80 % del *loan-to-value – LTV*), *debt-service-to-income (DSTI)* (ovvero il rapporto tra servizio del debito e reddito) non superiore al 40 % e una durata massima del prestito di 35 anni, tranne in circostanze eccezionali. La Germania potrebbe anche considerare di attuare formalmente i rapporti *LTV* e *DSTI*, ancora assenti nonostante l'istituzione, nel 2017, di un quadro giuridico per gli strumenti basati sul prestito (ESRB, 2022).

7. Nel 2020, il numero di certificati di abitabilità è diminuito di circa il 15 %, in media, rispetto al 2019, se si considera un campione delle maggiori economie dell'OCSE. Sebbene nella maggior parte dei Paesi i permessi siano ritornati ai livelli pre-pandemici nel 2021, il divario in relazione alle nuove costruzioni non è ancora stato compensato del tutto. Ciò influenzerà negativamente l'offerta totale di nuove case disponibili nei prossimi anni.

Figura 1.37. Debito delle famiglie e patrimonio finanziario netto in una selezione di Paesi dell'OCSE



Nota: nel Pannello A, i rilevamenti più recenti per la Corea si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Fonte: OCSE National Accounts (banca dati); Household Dashboard (OCSE); e calcoli dell'OCSE.

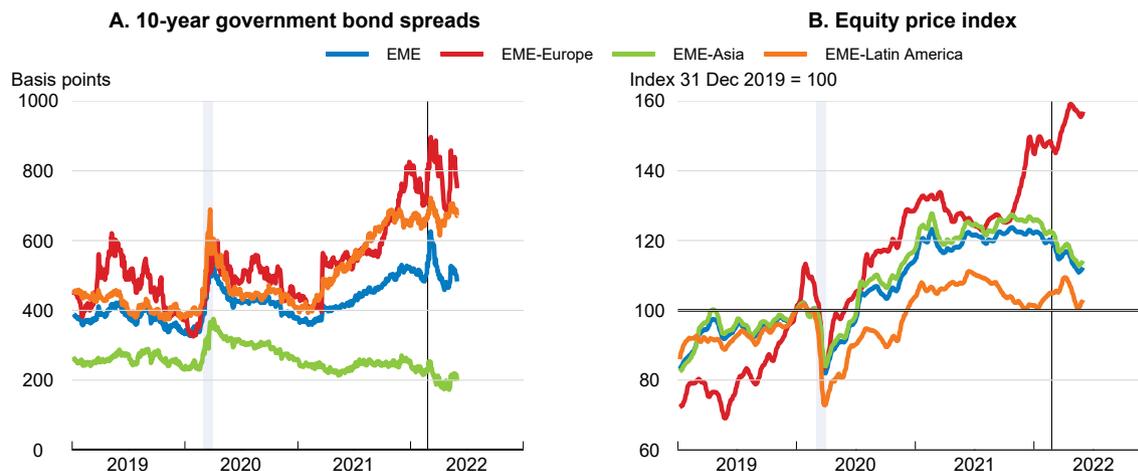
StatLink  <https://stat.link/t9u6ppq>

La guerra in Ucraina aggrava le vulnerabilità di molte economie di mercato emergenti

L'invasione russa dell'Ucraina ha ulteriormente inasprito le condizioni dei mercati finanziari per le economie importatrici di materie prime e ha accresciuto le preoccupazioni circa la vulnerabilità delle economie emergenti a finanziamenti più scarsi e più costosi. L'aumento dei prezzi delle materie prime ha inoltre aggravato le sfide poste dalle pressioni inflazionistiche preesistenti e ha esercitato ulteriori pressioni sui saldi di bilancio e delle partite correnti nelle economie importatrici di materie prime (Riquadro 1.1). Permangono anche i rischi pandemici, a causa di un ritmo di vaccinazione disomogeneo tra i diversi Paesi e i vari focolai regionali di COVID-19. Le economie dei mercati emergenti restano inoltre vulnerabili alla fuga di capitali derivanti da aumenti dei tassi di interesse ufficiali più rapidi ed estesi nelle economie avanzate.

Allo scoppio della guerra in Ucraina, i rendimenti dei titoli di Stato in valuta locale hanno subito un'impennata in tutte le regioni accompagnata da un brusco storno dei mercati azionari, che ha riflesso un aumento generalizzato dell'avversione al rischio. Le più rigide condizioni finanziarie globali hanno altresì accresciuto la volatilità del mercato finanziario nelle economie dei mercati emergenti. In particolare, i differenziali dei titoli di Stato in valuta locale sono rimasti elevati in molti Paesi, ad eccezione dell'Asia, in un contesto di pressioni di deprezzamento della valuta (Figura 1.38, Pannello A). I differenziali delle obbligazioni in valuta estera hanno recentemente superato i 10 punti percentuali in quasi un quarto di un gruppo più ampio di economie dei mercati emergenti e in via di sviluppo (IMF, 2022a), indicando una significativa sofferenza dei prestiti sovrani. I prezzi dei titoli azionari hanno segnato un brusco crollo in Asia, sulla scia dei timori riguardanti la Cina, e si sono dimostrati volatili in altre economie principali dei mercati emergenti (Figura 1.38, Pannello B).

Figura 1.38. I mercati obbligazionari e azionari rispecchiano un sostanziale riprezzamento nelle economie dei mercati emergenti



Nota: il Pannello A indica il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali in valuta locale delle economie dei mercati emergenti e i titoli del Tesoro statunitense. I differenziali aggregati corrispondono alle medie non ponderate dei Paesi. Gli indici azionari regionali riportati nel Pannello B sono ottenuti convertendo prima i singoli indici in valuta locale in dollari e poi aggregandoli in base al peso della capitalizzazione di mercato. La sezione ombreggiata in entrambi i pannelli indica marzo 2020. La linea verticale in entrambi i pannelli indica il 24 febbraio 2022. "EME – Europa" include Bulgaria, Romania e Turchia. "EME – Asia" include Cina, Indonesia, India, Malesia, Filippine, Thailandia e Vietnam. "EME – America Latina" include Brasile, Cile, Colombia e Messico. L'aggregato "EME" include tutti i suddetti Paesi più Russia e Sudafrica. Entrambi i pannelli indicano medie mobili a 10 giorni.

Fonte: Refinitiv; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/hn9o4w>

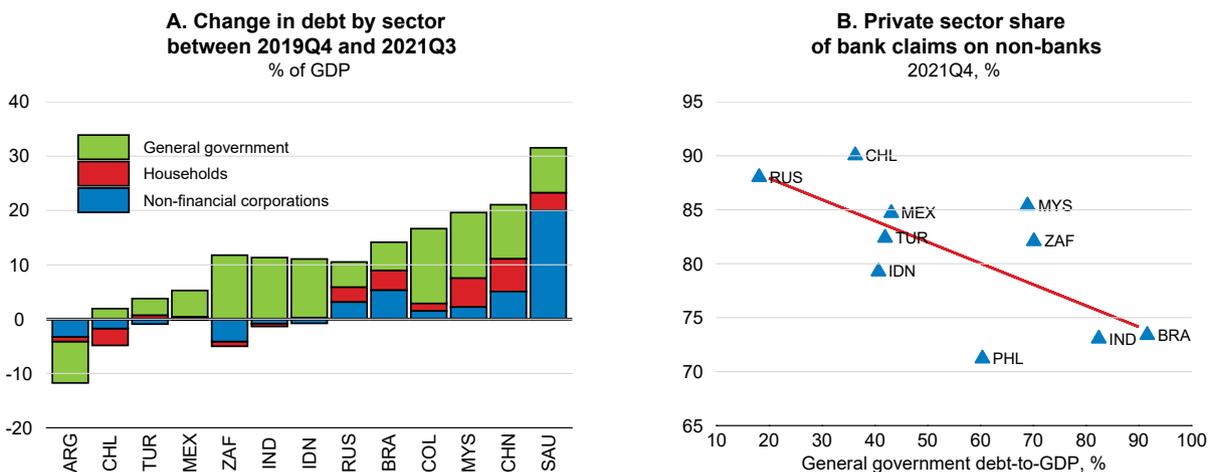
Gli elevati livelli di debito pubblico e privato e l'elevata quota di passività in valuta estera aggravano le vulnerabilità all'aumento dei tassi di interesse e alle inversioni dei flussi di capitale. Prima della guerra in Ucraina, il debito totale in rapporto al PIL stava gradualmente diminuendo nelle principali economie dei mercati emergenti, grazie ad un aumento dell'inflazione più consistente del previsto.²¹ Ciononostante, il rapporto tra debito totale e PIL – e, in particolare, tra debito pubblico e PIL – rimane spesso molto elevato rispetto al livello pre-pandemia (Figura 1.39, Pannello A). Le economie dei mercati emergenti e in via di sviluppo hanno emesso debito sovrano per circa 3,5 miliardi di dollari nel 2021, quasi il 40% in più rispetto alla media annua emessa nel 2017-19 (OECD, 2022b).²² La quota di debito in valuta estera nelle nuove emissioni è diminuita notevolmente in America Latina e nella regione del Medio Oriente-Nord Africa, suggerendo che i governi si sono concentrati sui mercati interni in presenza di un aumento dei costi di finanziamento esterni. Tuttavia, un debito pubblico elevato tipicamente associato a una quota maggiore del governo sul totale dei crediti del settore bancario potrebbe ostacolare l'accesso al credito da parte dei mutuatari del settore privato (Figura 1.39, Pannello B). La quota complessiva del debito delle amministrazioni centrali denominata in valuta estera rimane elevata anche in Argentina, Bulgaria, Romania e Turchia, con valori compresi tra il 50 e il 70 %. Se i deflussi di capitale dai mercati emergenti e dalle economie in via di sviluppo dovessero intensificarsi, comportando un ulteriore deprezzamento monetario,

²¹ Se le pressioni inflazionistiche dovessero persistere, l'effetto meccanico sul rapporto debito/PIL potrebbe rapidamente invertirsi a causa dell'aumento del costo di emissione di nuovo debito che incorpora tassi di inflazione più elevati del previsto.

²² L'Asia emergente e la Cina hanno continuato a rappresentare oltre la metà delle emissioni totali, mentre la quota delle emissioni dell'America Latina è aumentata, riflettendo il crescente fabbisogno di prestiti.

gli oneri del debito di questi Paesi potrebbero aumentare significativamente. I rischi di default del debito sovrano, che si sono già concretizzati in Libano e Sri Lanka, sono accentuati dalla quota consistente (un terzo) del debito a tasso variabile sul totale del debito estero dei Paesi più poveri (Estevão, 2022).

Figura 1.39. L'elevato debito pubblico nelle economie dei mercati emergenti limita i prestiti bancari al settore privato



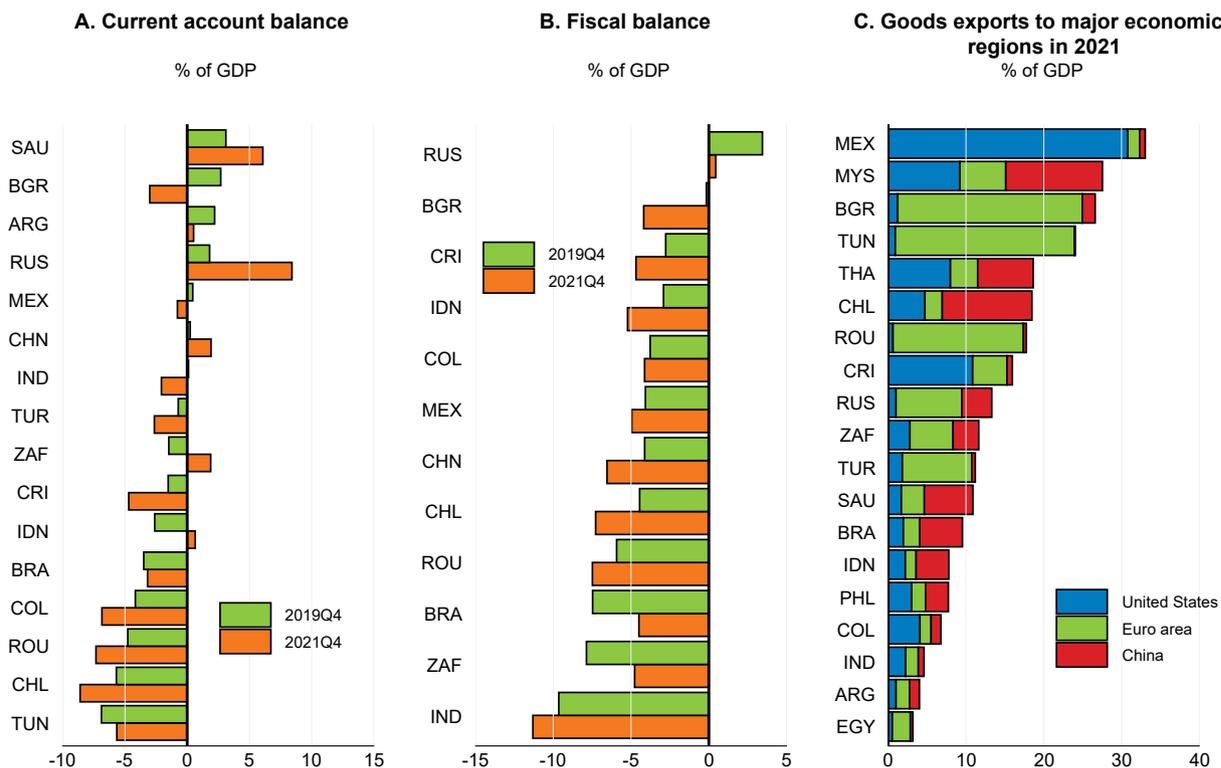
Nota: nel Pannello A, il debito comprende prestiti e titoli di debito e il PIL è la somma dei quattro trimestri che terminano nel trimestre a cui si riferisce il debito. Nel Pannello B, per la Russia si utilizzano i crediti in valuta locale, nel terzo trimestre 2021, di tutti i settori nel denominatore, a causa dei dati mancanti; per i restanti Paesi si utilizzano i crediti non-bancari denominati in tutte le valute. I crediti bancari nel settore privato, illustrati nel Pannello B, sono calcolati sottraendo i crediti bancari nelle amministrazioni pubbliche (dati raccolti dalla banca dati *Sovereign Debt Investor Base* del FMI) da tutti i crediti non bancari (dati raccolti dalle statistiche sul credito BRI, ad eccezione della Turchia). Il debito delle amministrazioni pubbliche nel Pannello B segue la definizione della banca dati *Sovereign Debt Investor Base* del FMI e non include il debito intergovernativo.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Statistiche sul credito – BRI; Banca dati *Sovereign Debt Investor Base* for Emerging Markets" – FMI; Agenzia per la regolamentazione e la vigilanza bancaria in Turchia; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/flwyxm>

L'aumento dei prezzi delle materie prime su larga scala e l'indebolimento della crescita nei principali mercati di esportazione aggravano le vulnerabilità macroeconomiche esistenti in numerose economie dei mercati emergenti (Figura 1.40). L'aumento dei prezzi dei beni alimentari e dell'energia genera un aumento dei disavanzi esterni in molti Paesi e le interruzioni delle esportazioni agricole dalla Russia e dall'Ucraina acquisiscono i rischi per la sicurezza alimentare in assenza di fornitori alternativi (Riquadro 1.1). L'indebolimento della crescita nella zona euro, uno dei principali mercati di esportazione, si somma all'aumento dei costi immediati dell'esposizione alla Russia in Paesi quali Bulgaria, Egitto, Romania e Turchia (Figura 1.40, Pannello C). Analogamente, il rallentamento graduale degli Stati Uniti ostacola la crescita del Messico e di altre economie dell'America Latina.

Figura 1.40. Gli shock dei prezzi delle materie prime potrebbero acuire gli squilibri in alcune economie dei mercati emergenti



Nota: il saldo fiscale si riferisce all'indebitamento netto dell'amministrazione centrale per il Cile e all'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche per gli altri Paesi.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Statistiche della Direzione del Commercio del FMI; Banca dati World Economic Outlook – FMI; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/xzyjp3>

Requisiti di policy

L'elevata incertezza e le implicazioni della guerra in Ucraina per la crescita, l'inflazione e i mercati delle materie prime si aggiungono alle sfide che i decisori politici devono già affrontare a causa dell'aumento delle pressioni inflazionistiche e dei livelli non uniformi della ripresa dalla pandemia. L'azione multilaterale rimane fondamentale per garantire la ripresa, fornire l'assistenza necessaria ai rifugiati e alle economie in via di sviluppo e migliorare in modo duraturo le prospettive di crescita sostenibile ed equa. La politica monetaria dovrebbe continuare a concentrarsi sulla garanzia di aspettative di inflazione ben ancorate, con una normalizzazione che procede a ritmi diversi nelle principali economie. Le misure fiscali temporanee sono utilizzate in modo appropriato per attutire l'impatto immediato dell'aumento dei costi dei prodotti alimentari e dell'energia per i consumatori e le imprese, ma occorrerà riprendere il percorso di consolidamento a medio termine pianificato prima della guerra, allo scopo di aiutare a finanziare la transizione energetica e le nuove priorità quali l'aumento della spesa per la difesa, in particolare laddove le pressioni sulla domanda contribuiscono all'inflazione.

Il mantenimento della cooperazione internazionale aiuterebbe a superare la pandemia e le sfide globali della guerra.

La pandemia da COVID-19 non è ancora terminata e permane il rischio che emergano altre varianti preoccupanti. Le campagne di vaccinazione proseguono in tutto il mondo, ma ancora a livelli limitati in numerosi Paesi. Solo l'11 % della popolazione nei Paesi a basso reddito è completamente vaccinata, rispetto a oltre il 70 % nei Paesi ad alto reddito (WHO-World Bank, 2022). Il livello di ripresa dalla pandemia rimarrà precario in tutti i Paesi fino a quando non si riuscirà ad aumentare i livelli di vaccinazione e a migliorare le capacità in termini di esami diagnostici e trattamento. Le carenze di approvvigionamento di vaccini a livello globale sono state ampiamente superate; tuttavia è necessario intraprendere azioni multilaterali efficaci per aiutare a superare gli ostacoli logistici nazionali alla diffusione dei vaccini, fornendo assistenza tecnica e finanziaria, riducendo le barriere normative su vaccini e altri dispositivi medici, e mantenendo le frontiere aperte.

L'impegno e le azioni transnazionali restano di fondamentale importanza anche per affrontare le sfide derivanti dalla guerra in Ucraina, tra cui il superamento delle interruzioni e dei vincoli di approvvigionamento nei mercati dell'energia e dei prodotti alimentari, e per assicurare la fornitura di assistenza umanitaria alle persone sfollate a causa della guerra. Le economie in via di sviluppo sono particolarmente esposte a simili sfide, che si aggiungono alle cicatrici persistenti della pandemia in molte di esse. Mercati aperti e accessibili, assistenza finanziaria ai Paesi e alle popolazioni più vulnerabili e misure multilaterali per mantenere la liquidità nei mercati finanziari globali e fornire un'efficace riduzione del debito ai Paesi a basso reddito sono essenziali per promuovere una ripresa sostenibile in tutti i Paesi. Inoltre, il mantenimento e il rafforzamento della cooperazione internazionale aiuterebbe i Paesi a progredire più rapidamente verso gli obiettivi nazionali fissati dalla COP26 per mitigare i cambiamenti climatici. Il Forum inclusivo sugli approcci di mitigazione del carbonio proposto dall'OCSE potrebbe mettere a disposizione un archivio globale di azioni di intervento e migliori pratiche in tutto il mondo e aiutare a comparare l'efficacia delle politiche in base alle diverse circostanze dei Paesi.

La guerra in Ucraina si aggiunge, inoltre, in modo significativo ai problemi di sicurezza alimentare preesistenti. Prima della guerra, si stima che oltre 800 milioni di persone in tutto il mondo soffrissero la fame (FAO, 2021), con numeri in aumento a causa dell'impatto di altri conflitti, del cambiamento climatico e della pandemia. Le continue interruzioni delle esportazioni di prodotti agricoli dalla Russia e dall'Ucraina potrebbero generare gravi carestie in numerose economie in via di sviluppo, soprattutto in Africa, Medio Oriente e Asia centrale, e acuire gli aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari che già gravano sui gruppi sociali vulnerabili. Lo shock alimentare potrebbe essere ulteriormente aggravato dalla carenza di fertilizzanti (Riquadro 1.1). Per monitorare e mitigare tali rischi, sono necessarie urgenti azioni coordinate volte ad assicurare forniture alimentari di emergenza e l'assistenza necessaria per facilitare la semina delle

colture, anche in Ucraina. Occorre altresì superare le barriere logistiche che limitano la fornitura di prodotti alimentari alle economie importatrici e astenersi dal limitare le esportazioni di beni alimentari e altri prodotti agricoli.

Il ritmo della normalizzazione della politica monetaria dovrebbe variare a seconda della singola economia

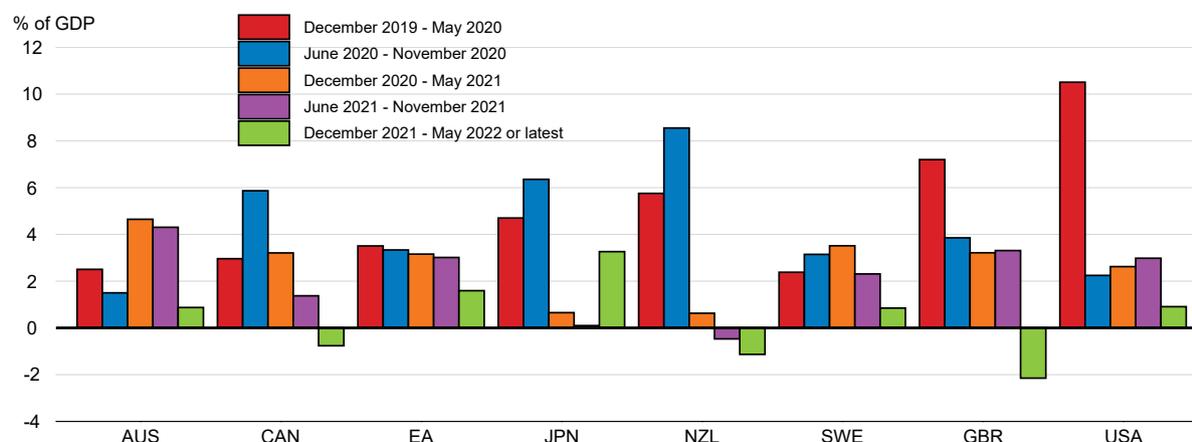
L'impatto della guerra in Ucraina si è aggiunto alle difficili scelte che i responsabili della politica monetaria dovevano già affrontare. Prima dell'invasione, le pressioni inflazionistiche si erano già rivelate più forti e persistenti del previsto, anche se in misura e per motivi diversi nelle principali economie avanzate. Negli ultimi mesi molte banche centrali hanno quindi compiuto passi avanti verso la normalizzazione della politica monetaria. I tassi di interesse ufficiali vengono ora alzati in un numero crescente di grandi economie e gli acquisti di attività nette sono stati interrotti o ulteriormente ridotti in gran parte delle giurisdizioni (Figura 1.41). Diverse banche centrali hanno inoltre iniziato a discutere o ad attuare strategie di riduzione dei bilanci, sia in modo passivo (non reinvestendo i proventi delle obbligazioni in scadenza) sia in modo attivo (attraverso la vendita di attività). Nella maggior parte delle giurisdizioni, tali cambiamenti potrebbero procedere più rapidamente del previsto nel caso di ulteriori sorprese al rialzo dell'inflazione o di segnali più forti rispetto ad un aumento duraturo delle pressioni sottostanti sui costi e sui prezzi.

- Negli Stati Uniti, nel mese di marzo, la *Federal Reserve* ha iniziato ad aumentare l'obiettivo del tasso per i fondi federali. Dal mese di giugno, la *Federal Reserve* inizierà altresì a ridurre i titoli di Stato, i titoli di debito di agenzie ed MBS che detiene, reinvestendo i principali pagamenti solo se superano un limite mensile.²³
- La BCE ha cessato gli acquisti di attività nette nell'ambito del Programma di acquisto di emergenza per le pandemie a marzo e ha segnalato che prevede che quelli nell'ambito del restante Programma di acquisto di attività dovrebbero concludersi a inizio del terzo trimestre del 2022.
- Negli ultimi mesi, la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada e la Banca nazionale dell'Australia hanno cessato di reinvestire i proventi delle obbligazioni in scadenza e hanno tutte innalzato i rispettivi tassi ufficiali.

²³ Per i titoli di Stato, i limiti mensili per la riduzione del bilancio sono fissati a 30 miliardi di USD per i primi tre mesi di inasprimento quantitativo, dopodiché a 60 miliardi di USD. Per i titoli di debito delle agenzie federali e i titoli MBS, i limiti corrispondenti sono fissati rispettivamente a 17,5 miliardi e 35 miliardi di USD.

Figura 1.41. L'inasprimento quantitativo è iniziato in alcuni Paesi

Acquisti netti di obbligazioni delle banche centrali nelle economie avanzate



Nota: per il Canada e la Nuova Zelanda, gli ultimi dati disponibili sono di aprile 2022. I dati riguardano sia le attività private che quelle pubbliche. Le attività private comprendono obbligazioni societarie, crediti commerciali, titoli garantiti da attività finanziarie e fondi negoziati in borsa. Le obbligazioni della pubblica amministrazione sono costituite dai buoni del Tesoro e dalle obbligazioni emesse da comuni, Stati e amministrazioni centrali.

Fonte: Reserve Bank of Australia; Bank of Canada; Bank of England; Banca Centrale Europea; Bank of Japan; Reserve Bank of New Zealand; Sveriges Riksbank; US Federal Reserve; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/8jcb0p>

Considerata l'incertezza circa la durata e l'entità dello shock negativo dell'offerta causato dalla guerra e dati i livelli di inflazione superiori all'obiettivo, la politica monetaria dovrebbe continuare a impegnarsi per garantire aspettative di inflazione ben ancorate e intervenire, ove necessario, per assicurare il regolare funzionamento dei mercati finanziari e la trasmissione della politica monetaria. Le banche centrali dovranno garantire un delicato equilibrio tra il mantenimento dell'inflazione sotto controllo e il mantenimento della ripresa economica post-pandemica, soprattutto laddove il processo di ripresa non sia stato ancora completato. Le argomentazioni in favore di un inasprimento costante delle politiche sono maggiori in quelle economie (Stati Uniti o alcuni Paesi dell'Europa centrale) in cui la ripresa dalla pandemia è sostanzialmente completata e i segnali di un eccesso di domanda e di pressioni inflazionistiche durature erano già evidenti prima della più recente impennata dei prezzi delle materie prime. Per contro, è opportuno rimuovere le misure accomodanti più gradualmente nei Paesi in cui i livelli di inflazione di base sono moderati, le pressioni salariali devono ancora riprendersi e le prospettive di crescita si sono notevolmente deteriorate a causa del conflitto in Ucraina. La trasparenza e la chiarezza della comunicazione della banca centrale saranno di fondamentale importanza. Gli aumenti nei tassi di interesse ufficiali dovrebbero continuare a dipendere dai dati di settore, affinché le banche centrali possano reagire agli sviluppi inattesi dei mercati dell'attività e del lavoro, delle condizioni finanziarie e delle prospettive più ampie dell'inflazione senza mettere a rischio la stabilità finanziaria. L'importanza della dipendenza dai dati di settore è maggiore nelle economie più colpite dalla guerra in Ucraina.

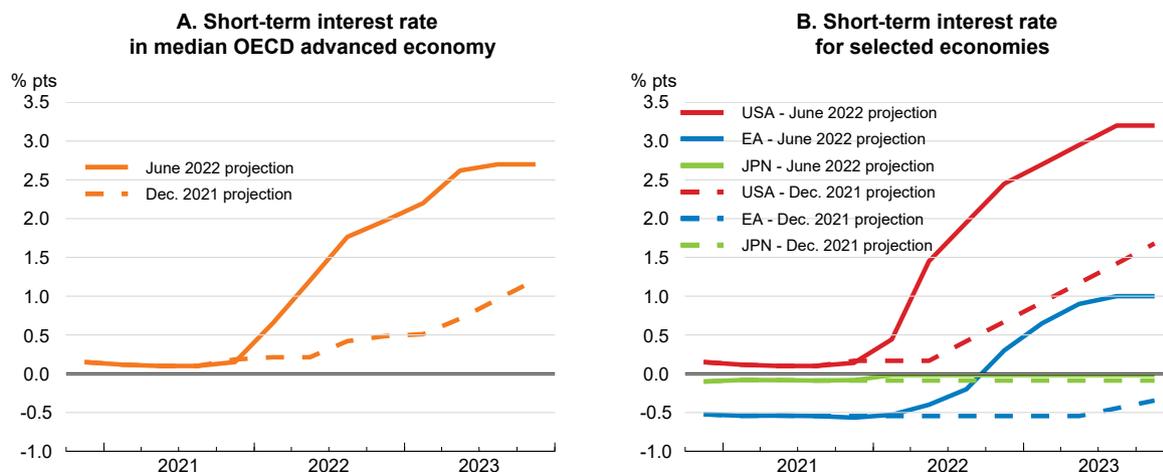
Le stime indicano che il processo di normalizzazione della politica monetaria proseguirà nei prossimi 18 mesi nella maggior parte delle giurisdizioni, a un ritmo più rapido di quanto previsto alla fine del 2021 (Figura 1.42). Tuttavia, si prevede che la velocità e l'intensità dei processi di normalizzazione varieranno considerevolmente tra le regioni, alla luce delle diverse prospettive di inflazione e crescita. Le economie avanzate differiscono sostanzialmente l'una dall'altra in termini di condizioni macroeconomiche interne sottostanti e di esposizione a shock esterni quali la guerra in Ucraina. Unitamente all'incertezza eccezionalmente grande che concerne le prospettive di crescita e di inflazione, tale eterogeneità si traduce in percorsi diversissimi tra loro in materia di normalizzazione della politica monetaria:

- Negli Stati Uniti, dove il processo di ripresa è ben avviato e l'inflazione di base è superiore al 5 %, si prevede un rapido aumento del tasso dei fondi federali al 2¼-2½ % entro la fine del 2022 e al 3-3¼ % entro la fine del 2023. Si prevede che la riduzione delle disponibilità di attività finanziarie proceda a ritmo costante lungo l'orizzonte di proiezione, reinvestendo solo in parte i pagamenti provenienti dai titoli in scadenza. Si prevede un irrigidimento dei tassi di interesse di lungo termine sui titoli di Stato, fino a raggiungere il 3,8 % entro la fine del 2023.
- Nella zona euro, gli acquisti netti di attività dovrebbero terminare a inizio del terzo trimestre 2022, con un aumento del tasso sui depositi da -0,5 % a 1 % entro il secondo trimestre del 2023 e del tasso di rifinanziamento principale da 0 % a 1,5 %. Si prevede che le obbligazioni in scadenza vengano interamente reinvestite nel corso del periodo di proiezione, mantenendo invariato il bilancio della BCE. La BCE dovrà utilizzare tutti i margini di flessibilità nel momento di reinvestire i proventi delle obbligazioni in scadenza, in particolare le attività acquisite nell'ambito del Programma di acquisto di emergenza per le pandemie, al fine di limitare la frammentazione finanziaria nella zona euro.
- Poiché il Giappone deve far fronte a pressioni inflazionistiche di fondo ancora lievi e si rileva solo una sua piccola esposizione diretta al conflitto ucraino, si prevede che la Banca del Giappone manterrà l'attuale orientamento accomodante incentrato sul controllo della curva dei rendimenti nell'orizzonte di proiezione, senza alcuna ipotesi di variazione nella sua politica dei tassi.
- Si stima che le altre principali banche centrali inaspriranno ulteriormente le rispettive politiche monetarie nell'orizzonte di proiezione, anche se a ritmi diversi e con punti d'arrivo differenti. Si prevede che la Banca d'Inghilterra aumenterà il tasso di riferimento al 2,5 % entro la metà del 2023 e ridurrà gradualmente le dimensioni del suo bilancio. Si stima che la Banca del Canada aumenterà costantemente la sua politica dei tassi fino al 2,5 % entro la fine del 2023, e che porterà avanti un'azione di contenimento quantitativo per l'intero periodo di proiezione.

La portata e l'impatto dei piani di contenimento quantitativo (QT) rimangono incerti. La maggior parte delle banche centrali ha completato gli acquisti di attività, o lo farà presto, e molte banche stanno smettendo di reinvestire i proventi delle obbligazioni in scadenza, sebbene poche abbiano precisato se le attività verranno attivamente vendute o comunicato la dimensione finale dei propri bilanci. Il principale impatto economico dell'allentamento quantitativo si è concretizzato attraverso le riduzioni nei rendimenti obbligazionari e gli aumenti nei prezzi delle attività. L'inasprimento quantitativo invertirà probabilmente questa tendenza, con una certa pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari e al ribasso sui prezzi delle attività, in particolare nel caso di vendite attive delle attività. La portata di tali correzioni dipenderà dell'eventualità in cui le cessioni di attività saranno gradualmente e prevedibili, come programmato dalle principali banche centrali, e dalla scala complessiva della riduzione di bilancio.

Ciononostante, l'impatto delle riduzioni nel bilancio potrebbe essere più contenuto rispetto al passato impatto degli acquisti di attività (Pill, 2022). Le riduzioni discrezionali di attività implicano il buon funzionamento dei mercati finanziari (altrimenti non potrebbero avere luogo), mentre i vantaggi del QE si sono manifestati in parte dai miglioramenti nella liquidità di mercato, in momenti in cui i mercati finanziari non funzionavano in modo regolare. Le politiche di QE hanno altresì prodotto effetti significativi segnalando l'attuazione di un atteggiamento più accomodante verso la politica monetaria, in un momento in cui i tassi di interesse ufficiali avevano toccato il loro minimo effettivo, o erano prossimi a raggiungerlo. Questo canale di segnalazione è probabilmente meno importante in fase di QT, quando gli aumenti nei tassi di interesse ufficiali e il loro futuro corso previsto sono utilizzati come segnale puntuale e chiaro di un cambiamento di rotta della politica monetaria. Le strategie di normalizzazione potranno, tuttavia, ancora variare tra le economie. A differenza degli Stati Uniti, i timori di una frammentazione all'interno della zona euro potrebbero ritardare ogni riduzione significativa di bilancio, giacché, in alcune economie, gli annunci di un QT potrebbero irrigidire le posizioni di politica monetaria in misura sproporzionata.²⁴

Figura 1.42. La normalizzazione della politica monetaria inizia a diffondersi



Nota: nel Pannello A, la linea continua indica il tasso per l'economia avanzata (AE) mediana. Le AE comprendono Australia, Canada, la Repubblica Ceca, Danimarca, la zona euro, Ungheria, Islanda, Israele, Giappone, Corea, Nuova Zelanda, Norvegia, Polonia, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. I tassi di interesse di breve termine si riferiscono al tasso del mercato monetario a 3 mesi o al tasso dei buoni del tesoro a 3 mesi, a seconda del Paese.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111; Banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 110; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/rckfj1>

²⁴ Gli acquisti di attività hanno altresì dimostrato di avere ripercussioni sul rischio di credito percepito nella zona euro (Motto and Ozen, 2022). In questo contesto, i partecipanti al mercato potrebbero interpretare gli annunci di un QT come un segnale che la garanzia contro il rischio di frammentazione è venuta meno, col risultato di differenziali più ampi tra i Paesi nella zona euro.

Il sostegno alla politica fiscale dovrebbe essere subordinato alle condizioni economiche del Paese

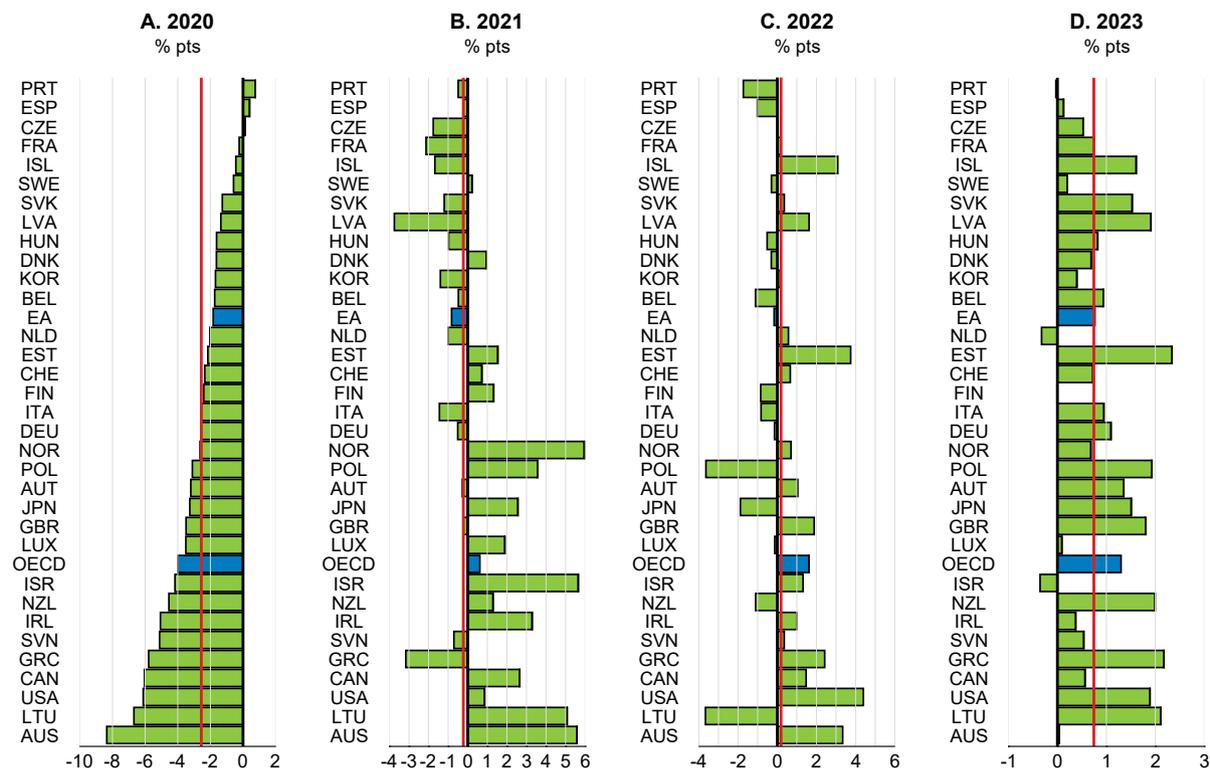
In molti Paesi i piani di consolidamento fiscale per l'anno in corso sono stati riconsiderati alla luce della guerra in Ucraina e dell'impennata dei prezzi dell'energia. I Paesi hanno proseguito nel ritirare le misure di supporto legate alla pandemia, ma stanno altresì affrontando nuove e immediate priorità di bilancio. Tali priorità tendono ad essere più urgenti in Europa, per esempio i costi per mettere al riparo famiglie e imprese dai prezzi in picchiata dell'energia e dei beni alimentari (come illustrato nel prosieguo) e per mantenere i rifugiati ucraini. Queste ultime cifre sono altamente imprevedibili, anche se le stime a disposizione indicano importi pari a circa lo 0,2 % del PIL dell'UE per il 2022 (Riquadro 1.2), in larga parte finanziato con fondi UE. Salvo alcune eccezioni, come la Polonia e alcuni Paesi baltici, i Programmi nazionali di stabilità o convergenza evidenziano costi stimati analoghi o addirittura più contenuti.

Le proiezioni fiscali per il periodo 2022-23 sono subordinate alle misure annunciate dal governo e alle valutazioni dell'OCSE sui piani attuali (Allegato 1.A). L'andamento dell'economia dell'OCSE in riferimento ai dati della mediana presuppone che l'assetto fiscale sia sostanzialmente neutro nel 2022, con un aumento del saldo primario sottostante pari allo 0,2 % del PIL potenziale nel 2022, per poi crescere dello 0,7 % nel 2023 (Figura 1.43). Rispetto alle aspettative di fine 2021, ciò implica un notevole rallentamento del ritmo di consolidamento nell'anno in corso:

- Negli Stati Uniti, le ipotesi di politica fiscale si basano unicamente su misure legislative e implicano un sostanziale inasprimento fiscale, con il saldo primario sottostante che dovrebbe migliorare del 6 % circa del PIL potenziale nel periodo 2022-23. La revoca delle misure di sostegno legate alla pandemia, molte delle quali sono scadute nel corso del 2021, dovrebbe compensare gli investimenti pubblici aggiuntivi nel periodo 2022-23 nell'ambito dell'*Infrastructure Investment and Jobs Act*.
- Nella zona euro, si prevede che l'assetto fiscale rimanga sostanzialmente neutro nel 2022. La revoca delle misure introdotte durante la pandemia dovrebbe essere compensata dal sostegno ai consumatori di energia e ai rifugiati e dallo stimolo derivante dall'attuazione dei piani finanziati da *Next Generation EU*. L'assorbimento complessivo previsto delle sovvenzioni NGEU fino alla fine del 2023 resta in linea con le previsioni di fine 2021, superando lo 0,5 % del PIL della zona euro nel periodo 2022-23. Nel 2023, è previsto un consolidamento fiscale pari allo 0,8 % del PIL potenziale, principalmente trainato dalla revoca delle misure di sostegno ai consumatori di energia e dalla completa cessazione delle misure legate al COVID-19 (che talvolta erano ancora in vigore a inizio 2022).
- In Giappone, le proiezioni fiscali riflettono il pacchetto economico annunciato alla fine del 2021 e legiferato nel bilancio integrativo dell'anno fiscale 2021 e nel bilancio iniziale dell'anno fiscale 2022, integrato da misure temporanee più recenti a sostegno delle famiglie e delle imprese vulnerabili. Il conseguente stimolo fiscale discrezionale (che si stima sarà vicino al 2 % del PIL potenziale nel 2022), dovrebbe essere in larga misura invertito nel 2023, con la scadenza delle misure di stimolo.

Figura 1.43. Le nuove priorità di bilancio hanno spesso moderato gli sforzi di consolidamento

Variazione del saldo primario sottostante, in percentuale del PIL potenziale



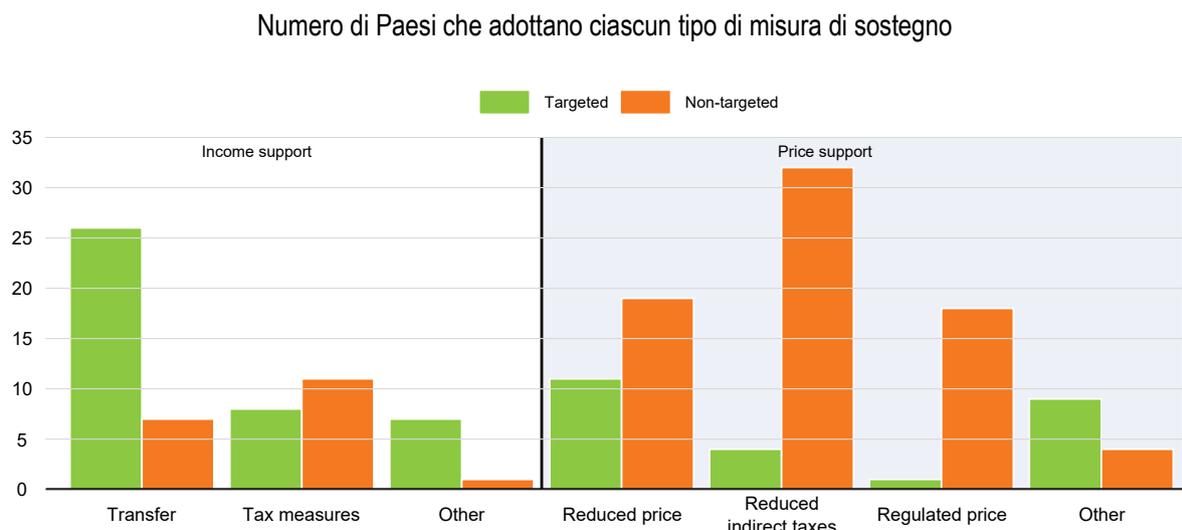
Nota: le linee verticali indicano le mediane.

Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, Markit e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/yq2gjj>

Nel breve termine, la politica fiscale dovrebbe affrontare gli impatti distributivi negativi dell'aumento dei prezzi dell'energia, evitando al contempo effetti negativi sulla sostenibilità delle finanze pubbliche o sulla transizione verso la neutralità del carbonio. Data l'accelerazione dei prezzi dell'energia quest'anno, i Paesi, in particolare in Europa, hanno messo in campo un'ampia serie di misure a sostegno dei consumatori di energia (Figura 1.44), con uno sfioramento dei costi previsti in bilancio, per il 2022, pari all'1% del PIL in Francia, Germania e Italia. Per contribuire al finanziamento di tali costi, alcuni Paesi europei hanno introdotto imposte sui profitti imprevisti delle società energetiche. L'azione politica per contribuire ad attenuare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia dovrebbe essere ben mirata, non superare il periodo di pressioni straordinarie sui prezzi ed evitare di indebolire i segnali dei prezzi. Gli ulteriori trasferimenti alle famiglie, sulla base dei loro mezzi, finché i prezzi elevati perdureranno, rispondono generalmente a tali criteri, anche se occorrerebbe attuare meccanismi di profilazione più accurati che superino il reddito (OECD, 2022c). Al contrario, minori imposte sull'energia o controlli sui prezzi, che rappresentano le forme di sostegno più ampiamente utilizzate, tendono ad essere generalizzati. Queste misure sono spesso più semplici dal punto di vista amministrativo, nonché di più rapida attuazione, e contribuiscono a conservare il reddito disponibile aggregato delle famiglie, un obiettivo di intervento adeguato nelle economie dove la domanda è ancora in fase di ripresa dalla pandemia. Un sostegno non mirato ai prezzi non dovrebbe, tuttavia, rimanere in atto per più di qualche mese, in ragione degli elevati costi fiscali che comporta e della necessità di evitare di danneggiare gli incentivi per ridurre il consumo energetico e di effettuare investimenti per migliorare l'efficienza energetica e sviluppare fonti alternative di energia.

Figura 1.44. Misure di sostegno ai consumatori di energia ampiamente diffuse e diversificate



Nota: la figura si basa sui dati raccolti per 35 Paesi membri dell'OCSE più Bulgaria, Cina, India e Romania, fino al 30 maggio 2022. Le misure di sostegno rientrano in due categorie: sostegno al reddito (inclusi i trasferimenti forfettari ai consumatori) e misure di sostegno ai prezzi, che riducono i prezzi dell'energia pagati dai consumatori. Per il sostegno al reddito, la voce "Altro" comprende le garanzie sui prestiti per le aziende energetiche. Per il sostegno ai prezzi, la voce "Altro" include le modifiche normative del mercato dell'energia. Le misure mirate comportano la necessità di verificare i mezzi finanziari dei consumatori o apportano vantaggi solo ad alcune categorie di consumatori in base ai loro consumi energetici e ad altri criteri. Le misure non mirate si applicano a tutti i consumatori senza condizioni di ammissibilità.

Fonte: calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/bainuw>

La politica fiscale dovrebbe inoltre tenere conto delle potenziali interazioni con la politica monetaria e contribuire, ove opportuno, a moderare le pressioni inflazionistiche. Le misure di sostegno ai prezzi per i consumatori di energia riducono l'inflazione nel breve periodo e potrebbero quindi contribuire ad ancorare le aspettative di inflazione, ma la loro necessaria revoca, dopo un arco temporale limitato, potrebbe riaccendere le pressioni sui prezzi. Nei Paesi in cui l'inflazione è particolarmente elevata e dove vi sono segnali di domanda eccessiva, come i Paesi baltici o le economie dell'Europa centrale e orientale, un assetto fiscale più restrittivo dovrebbe contribuire a contrastare le pressioni sulla domanda, specialmente in assenza di una politica monetaria autonoma. Dato che tali Paesi accolgono spesso numeri notevoli di rifugiati ucraini e, in alcuni casi, hanno in programma di aumentare presto la spesa per la difesa, una politica fiscale più rigida auspica un controllo della spesa in altre voci oppure imposte più elevate.

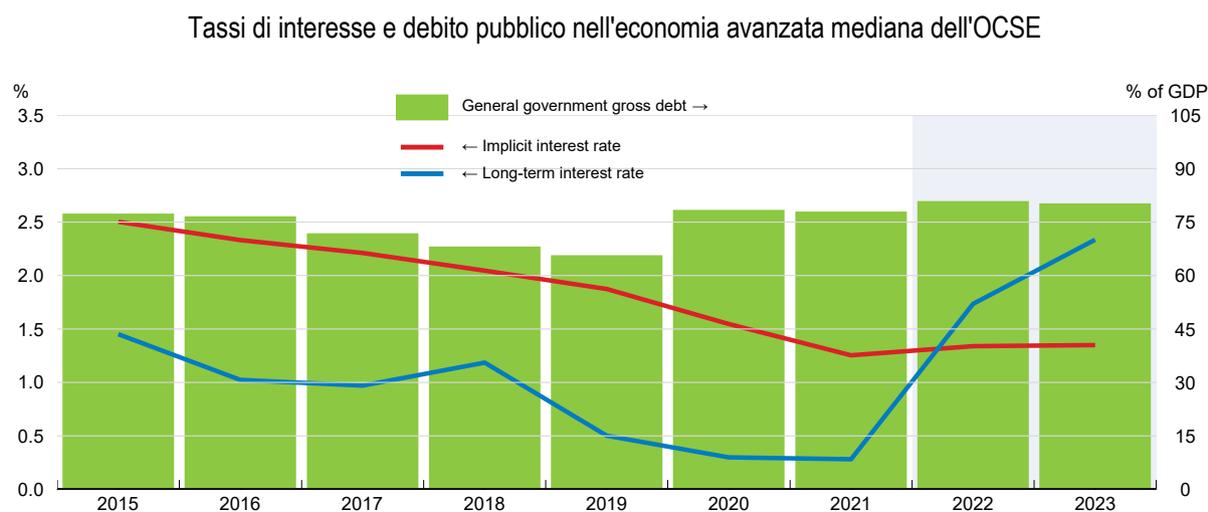
Nel medio e lungo periodo, il conflitto in Ucraina genera nuove priorità fiscali, rafforzando la necessità di modificare la composizione delle finanze pubbliche. In Europa, molti Paesi hanno in programma un aumento della spesa per la difesa. Sono stati spesso fissati obiettivi di spesa più elevati che vanno ben oltre la fine dell'orizzonte di proiezione, ma in alcuni Paesi, come Germania e Polonia, un aumento importante (compreso in un intervallo di 0,5-1 % del PIL annuo) è già stato annunciato per il 2022-23. Inoltre, l'obiettivo di ridurre la dipendenza dalle forniture di combustibili fossili dalla Russia ha conferito nuova urgenza agli investimenti in energia pulita ed efficienza energetica, che richiedono sforzi di bilancio che superano chiaramente l'entità delle sovvenzioni finanziate da *Next Generation UE* (OECD, 2021a).²⁵

²⁵ È incoraggiante rilevare che il livello di spesa sostenuta per misure positive dal punto di vista ambientale è salito a circa il 33 % della spesa totale per la ripresa COVID-19 entro la fine del 2021 (dal 21 % di metà luglio) nei Paesi membri dell'OCSE, nell'Unione Europea e in una selezione di grandi economie, sebbene sia aumentata anche la quota di spesa sostenuta per azioni aventi impatti ambientali misti o negativi (OECD, 2022d).

In alternativa all'aumento della pressione fiscale, i Paesi dovranno rivedere gli stanziamenti della spesa pubblica tra le diverse voci di bilancio e le relative linee operative, cercando di ridurre le spese che tendono a essere nocive per la crescita (quali i sussidi) garantendo al contempo misure di compensazione volte ad evitare impatti negativi sulle ineguaglianze. Anche il raggiungimento dell'efficienza della spesa dovrebbe rappresentare una priorità e, sia per il settore della difesa che per quello dell'energia pulita, potrebbe richiedere un coordinamento tra i Paesi, sia nell'ambito delle alleanze militari sia in termini di infrastrutture di rete e di ricarica.

Oltre il 2023, gli oneri derivanti dall'incremento del servizio del debito rischiano di aggravare le sfide che già incombono sulle finanze pubbliche. Dopo aver registrato un declino per diversi anni, i tassi di interesse impliciti sul debito pubblico si stanno ora appianando sull'orizzonte di proiezione, poiché la normalizzazione della politica monetaria in corso e in prospettiva produce un aumento dei tassi di interesse a lungo termine (Figura 1.45). L'eventuale pressione al rialzo sugli oneri del servizio del debito nel medio termine sarà, in ultima analisi, accentuata dagli elevati livelli di debito pubblico (Rawdanowicz *et al.*, 2021). Quadri fiscali attendibili con forte credibilità nazionale possono contribuire a fornire una guida chiara ai cittadini e ai mercati circa la traiettoria a medio termine delle finanze pubbliche e contribuire all'attuazione di riforme della spesa pubblica.

Figura 1.45. Il tasso di interesse implicito sul debito pubblico sta toccando i minimi



Nota: il tasso di interesse implicito è definito come i pagamenti di interessi delle amministrazioni pubbliche divisi per le passività finanziarie lordi delle amministrazioni pubbliche alla fine dell'anno precedente.

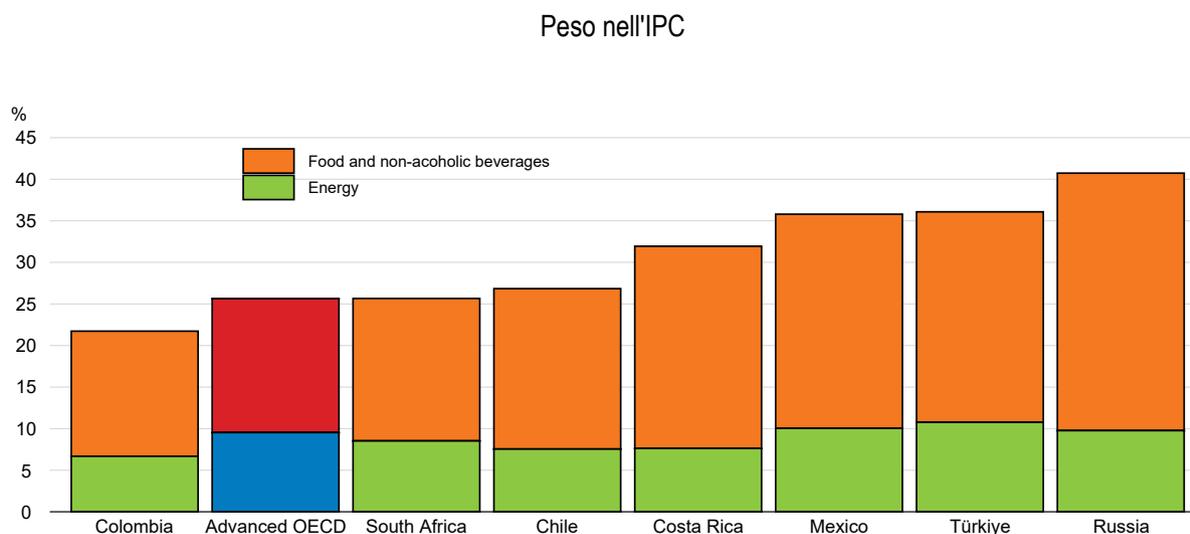
Fonte: banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 111, Markit e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/kecy21>

Le economie dei mercati emergenti hanno margine limitato per un ulteriore sostegno politico

Le persistenti pressioni inflazionistiche registrate in numerose economie di mercato emergenti, dove i prodotti alimentari ricoprono un peso elevato nella spesa e nei prezzi al consumo (Figura 1.46) e la normalizzazione delle politiche in corso nelle economie avanzate hanno prodotto molteplici aumenti dei tassi di policy nel corso degli ultimi mesi, nonostante il persistere di un certo rallentamento economico. Tali fattori innescheranno probabilmente un ulteriore inasprimento della politica monetaria nei restanti mesi del 2022. Nel 2023 sono previsti aumenti dei tassi in alcune economie dei mercati emergenti, mentre in molte altre i tassi ufficiali rimarranno a livelli elevati. Le aspettative di inflazione in molte economie dei mercati emergenti sono spesso più sensibili alle turbolenze inflazionistiche e, pertanto, meno ancorate rispetto alle economie avanzate (Ha *et al.*, 2022). Dato il considerevole impatto potenziale degli aumenti dei prezzi alimentari e dell'energia sulle domande salariali e sulle aspettative di inflazione, le banche centrali nelle economie dei mercati emergenti hanno inasprito la politica in risposta ai picchi di inflazione complessiva, anche laddove gli sviluppi dell'inflazione di base sono risultati più modesti. Un ulteriore inasprimento della politica monetaria dovrebbe essere accompagnato da attività di comunicazione chiare e da un'attenta regolazione del ritmo di inasprimento al fine di ancorare nuovamente le aspettative di inflazione. I Paesi con rapporti modesti tra debito pubblico e PIL dovranno assicurare che il ritmo dell'inasprimento della politica sia sufficientemente sostenuto e anticipato da contenere le aspettative di inflazione, con una probabilità minore che i tassi di interesse in aumento mettano a rischio la sostenibilità del debito pubblico.

Figura 1.46. Le quote dei prodotti alimentari e dell'energia sono ampie nelle economie dei mercati emergenti



Nota: i pesi nell'IPC seguono la classificazione COICOP 2018 per il Costa Rica e la classificazione COICOP 1999 per i restanti Paesi. Dati al 2017 per la Russia e al 2021 per gli altri Paesi. Per "OCSE avanzata" si intende una media non ponderata dei Paesi membri dell'OCSE, esclusi Cile, Colombia, Costa Rica, Messico e Turchia.

Fonte: banca dati OCSE sugli indici dei prezzi al consumo.

StatLink  <https://stat.link/qro0gc>

Si prevede che il ritmo e l'entità degli aumenti dei tassi di policy continueranno a variare ampiamente tra le principali economie dei mercati emergenti. In America Latina, l'inasprimento delle politiche è stato anticipato, a causa degli effetti inflazionistici delle interruzioni nella catena di approvvigionamento in Messico, della necessità di rafforzare il quadro di politica macroeconomica e di compensare l'inflazione molto alta in Argentina e delle pressioni inflazionistiche in Brasile derivanti da un'accelerazione dei prezzi

dell'energia e dei prodotti alimentari. Dopo un aumento iniziale a maggio 2022, i tassi ufficiali in India dovrebbero aumentare ulteriormente, in presenza di persistenti pressioni inflazionistiche. Per contro, l'inasprimento della politica monetaria in Indonesia dovrebbe essere solo limitato, aiutato da pressioni inflazionistiche più lievi. Riduzioni dei coefficienti di riserva obbligatoria e dei tassi di interesse di riferimento sono recentemente attuate in Cina per far fronte al rallentamento della crescita, ma non sono previsti ulteriori tagli dei tassi. In Turchia si prevede che i tassi ufficiali rimarranno invariati, considerato l'impegno delle autorità a mantenere un orientamento accomodante della politica monetaria, sebbene i tassi ufficiali reali potrebbero incrementare il livello di volatilità della valuta e accrescere le pressioni inflazionistiche.

Il margine di manovra per assicurare un ulteriore sostegno fiscale che protegga i consumatori vulnerabili dal rincaro dei prodotti alimentari e dell'energia è limitato in numerose economie dei mercati emergenti, sovente caratterizzate da disavanzi fiscali che sono tuttora notevolmente superiori ai livelli pre-pandemici (Figura 1.40, Pannello B). L'aumento dei costi legati all'erogazione di sostegni finanziari riduce altresì il margine di manovra fiscale nei Paesi importatori di materie prime. Ad esempio, i cospicui contributi erogati ai cittadini e le riduzioni dell'IVA introdotti per compensare gli effetti dell'aumento dei prezzi delle materie prime possono mettere a rischio la sostenibilità fiscale in Turchia.²⁶

I Paesi esportatori di materie prime, i cui bilanci spesso beneficiano dell'aumento dei prezzi di tali beni, devono trovare il giusto equilibrio tra il ripristino di sane finanze pubbliche e l'impiego di gettiti imprevisti, al fine di completare il processo di ripresa dalla pandemia e sostenere le fasce di popolazione più vulnerabili. In Sudafrica, ad esempio, le spese sostenute per prorogare – avvalendosi delle risorse derivanti dal maggiore gettito fiscale – la durata dei programmi di sostegno ai cittadini introdotti durante la pandemia dovrebbero sostenere i redditi delle famiglie, salvaguardando la sostenibilità del debito. Al contrario, in Brasile si prevede l'attuazione di una politica fiscale espansiva, con pressioni sulla spesa derivanti dalle prossime elezioni presidenziali che supereranno le entrate impreviste.

Potenziali implicazioni della guerra nel medio termine

La guerra potrebbe altresì comportare ripercussioni di più lungo termine, tra cui pressioni per incrementare la spesa per la difesa, in Europa e altrove, modifiche alla struttura dei mercati dell'energia, la potenziale frammentazione dei sistemi di pagamento, la riformulazione delle catene di approvvigionamento e cambiamenti nella composizione delle riserve valutarie. Una nuova divisione del mondo in blocchi implicherebbe la perdita di alcuni dei vantaggi derivanti dalla specializzazione, dalle economie di scala e dalla diffusione dell'informazione e del *know-how*. Simili cambiamenti ridurrebbero i vantaggi in termini di efficienza derivanti da un sistema commerciale e finanziario globale fondato su un'unica valuta di riserva dominante.

²⁶ Anche il sistema di garanzia del tasso di cambio, creato nel dicembre 2021 per proteggere i depositi in valuta locale da un eventuale deprezzamento della moneta, potrebbe dare origine a ingenti passività fiscali.

Potenziare la sicurezza energetica attraverso nuove fonti di approvvigionamento e un maggiore impulso per le fonti a basse emissioni di carbonio

La crisi attuale ha messo in evidenza la questione della sicurezza energetica a lungo termine, con molti Paesi dell'OCSE ancora fortemente dipendenti dall'energia da combustibili fossili e dalle forniture dalla Russia, nonché la necessità di accelerare la transizione verso emissioni nette zero entro il 2050 (IEA, 2021a). La sicurezza energetica concerne molteplici ambiti: le interruzioni del sistema energetico (condizioni meteorologiche estreme o incidenti), il bilanciamento a breve termine della domanda e dell'offerta nei mercati dell'elettricità, le carenze normative e l'affidabilità della fornitura da parte dei produttori di risorse di combustibili fossili. I sistemi energetici in tutto il mondo hanno altresì raggiunto una maggiore interconnessione. Questo genera nuove opportunità e, al contempo, nuove sfide.

Un legame inestricabile stringe la sicurezza energetica e il cambiamento climatico, poiché l'energia rappresenta tra la metà e i due terzi delle emissioni totali di gas serra. Gli sforzi necessari per portare a termine l'impegno di azzerare le emissioni entro il 2050 sono importanti (IEA, 2021b), in particolare per affrontare le future emissioni delle infrastrutture energetiche esistenti, quali centrali elettriche e industriali, edifici e veicoli. Nel più lungo termine, i Paesi dell'OCSE dovrebbero ridurre la loro dipendenza complessiva dalle importazioni di combustibili fossili fornendo incentivi adeguati per ridurre l'uso e investendo considerevolmente nell'energia pulita e nell'efficienza energetica. In Europa, il miglioramento dell'interconnessione tra le diverse reti elettriche nazionali può favorire una riduzione dei costi dell'energia e accrescere il livello di sicurezza dell'approvvigionamento. Sarà necessario migliorare la capacità di stoccaggio e la diversificazione delle fonti energetiche per limitare la volatilità, nonché i mercati del petrolio e del gas durante la transizione energetica.²⁷

Non esiste un'unica combinazione di politiche per pervenire con successo all'obiettivo di decarbonizzazione, considerate le differenze tra i vari Paesi in termini di struttura industriale, preferenze e vincoli fiscali. Per ridurre le emissioni a un costo minimo e facilitare la riallocazione delle risorse a beneficio di attività a basse emissioni di carbonio, sarà necessario attuare un mix di azioni politiche che comprenda un'efficace determinazione del prezzo del carbonio, modifiche agli standard e alla regolamentazione e riforme strutturali (D'Arcangelo et al., 2022). Più in generale, una transizione strategica verso l'energia pulita dovrebbe mirare a ridurre le vulnerabilità lungo il percorso ed essere accompagnata da investimenti nel settore dell'innovazione per sviluppare le tecnologie necessarie al raggiungimento dell'obiettivo di azzeramento netto delle emissioni di carbonio. L'accettazione pubblica di tali politiche sarà altresì fondamentale quando molte famiglie più indigenti affronteranno scelte di consumo difficili di fronte a prezzi in crescita. Misure per migliorare il finanziamento delle infrastrutture verdi e delle politiche per la riduzione del carbonio contribuirebbero a migliorare l'accettazione pubblica, unitamente a politiche di redistribuzione di assistenza alle famiglie più colpite.

Ristrutturare le catene globali del valore potrebbe comportare costi

La crisi generata dall'epidemia di COVID-19 ha messo sotto forte pressione le catene globali del valore (CGV), a cui la guerra in Ucraina sta aggiungendo ulteriori tensioni, mettendo alla prova la resilienza di un modello produttivo basato sulla frammentazione internazionale e sulla logistica cosiddetta *just-in-time*. Emergono domande circa una possibile riconfigurazione delle catene di approvvigionamento e l'utilizzo di fornitori situati in zone meno distanti per trovare un equilibrio tra la sicurezza della fornitura e considerazioni in termini di efficienza. Le catene globali del valore possono essere un mezzo efficace per ampliare rapidamente la fornitura quando necessario, come si è osservato durante la pandemia, con riferimento alla produzione di vaccini e dispositivi di protezione personale. Al tempo stesso, la produzione globale si affida talvolta a materie prime o componenti fondamentali di cui sono fornitori solo pochi Paesi: questo

²⁷ In Europa potrebbe anche essere necessario, nel breve periodo, utilizzare le fonti energetiche nucleari e ad alta intensità di carbonio più di quanto previsto per compensare la dipendenza dalle forniture dalla Russia.

sistema può ben presto tradursi in una vulnerabilità nel caso in cui aumentino le tensioni geopolitiche e i fornitori essenziali siano situati in Paesi le cui priorità in tal senso sono molto diverse.

Migliorare la sicurezza correggendo la configurazione delle GVC potrebbe invertire alcuni dei vantaggi di efficienza derivanti dalla globalizzazione. La specializzazione e le economie di scala hanno generato incrementi di produttività e, al contempo, prezzi di produzione più bassi (Andrews *et al.*, 2018; Pain *et al.*, 2008). Tali vantaggi potrebbero affievolirsi se si trasferisce la produzione in luoghi più sicuri ma più cari. Le simulazioni di modello (Arriola *et al.*, 2020; IMF, 2022b) mostrano come catene di approvvigionamento meno diversificate e una maggiore frammentazione economica danneggerebbero l'efficienza e la stabilità economica ove le turbolenze fossero principalmente interne anziché globali.

I governi devono continuare a garantire che gli scambi commerciali avvengano nel modo più efficiente possibile all'interno delle catene di approvvigionamento, ovunque esse si trovino. Le politiche di investimento per modernizzare le infrastrutture digitali e fisiche migliorerebbero la logistica degli scambi commerciali e ridurrebbero le strozzature lungo le catene produttive. Una maggiore flessibilità normativa può favorire l'innovazione e la diversificazione dell'offerta e sostenere la resilienza. In senso più lato, ridurre la non necessaria difformità degli standard tecnici alla base delle normative e delle misure non tariffarie può facilitare ulteriormente la sostituzione tra fornitori alternativi e contribuire a resistere alle turbolenze (Arriola *et al.*, 2020).

Le sanzioni finanziarie potrebbero portare allo sviluppo di sistemi di pagamento alternativi

Il dollaro USA rimane la valuta dominante utilizzata nel commercio internazionale, nei mercati finanziari e nelle riserve ufficiali di valuta estera (OECD, 2018; Bertaut *et al.*, 2021). Nondimeno, le sanzioni finanziarie ora imposte alla Russia dalle principali economie avanzate, che si aggiungono alle precedenti sanzioni imposte all'Iran e alla Russia nel 2014, acuiscono il rischio di una maggiore frammentazione dei pagamenti transfrontalieri e dei sistemi di pagamento. Nel breve termine, l'esclusione di numerose banche russe dal sistema di messaggistica di pagamento SWIFT renderà le transazioni finanziarie più lente e costose per le istituzioni russe e, in ultima analisi, per i loro clienti (imprese e famiglie). Sebbene le banche colpite dalle sanzioni possano ancora chiedere ad altre banche di effettuare pagamenti in dollari per loro conto, tale procedura ridurrebbe significativamente l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri (Berner *et al.*, 2022). Le banche potrebbero anche essere riluttanti a intraprendere tali transazioni in presenza di rischi di sanzioni secondarie degli Stati Uniti sulle banche di Paesi terzi che effettuano transazioni in dollari.

In tale contesto, si può facilmente prevedere un'accelerazione degli attuali sforzi separati di Russia e Cina per sviluppare sistemi di pagamento alternativi, soprattutto per le transazioni denominate in *yuan*.²⁸ Ad oggi, questi sistemi non hanno la stessa diffusione globale dello SWIFT. Ciononostante, il loro sviluppo potrebbe ridurre la maggiore efficienza che deriva dall'avere a disposizione un unico sistema globale e potenzialmente indebolire il ruolo dominante del dollaro USA nei mercati finanziari e nei pagamenti transfrontalieri (Arslanalp *et al.*, 2022). Tuttavia, permangono alcuni importanti vincoli di natura tecnica e politica. Sebbene il sistema cinese di pagamento interbancario transfrontaliero sia in grado di regolare e compensare i pagamenti transfrontalieri, a differenza di SWIFT, lo fa solo per le transazioni denominate in *renminbi*.²⁹ Attualmente il *renminbi* rappresenta solo una piccola parte delle transazioni globali e meno del

²⁸ La commissione finanziaria della Camera bassa russa aveva già annunciato nel marzo 2022 che le banche centrali delle due nazioni, Russia e Cina, stavano "istituendo una cooperazione" tra i rispettivi sistemi di messaggistica finanziaria, il sistema russo per il trasferimento di messaggi finanziari (SPFS) e il sistema cinese di pagamento interbancario transfrontaliero (CIPS).

²⁹ L'uso del *renminbi* nei sistemi di pagamento globali è attualmente limitato. A gennaio 2022, il *renminbi* rappresentava solo il 3,2 % dei pagamenti globali segnalati in SWIFT e meno del 2 % nella finanza commerciale globale (S&P Global, 2022).

4 % delle disponibilità ufficiali in valuta estera, sebbene il suo utilizzo stia aumentando in virtù delle maggiori dimensioni della Cina e della sua crescente importanza nel commercio globale. Tuttavia, l'attuale portata e dimensione del sistema cinese di pagamento interbancario transfrontaliero non è sufficiente a sostituire l'accesso perso dalla Russia al sistema finanziario internazionale, e gli incentivi a detenere il *renminbi* nelle riserve ufficiali sono limitati dalla mancanza di piena convertibilità.

Riferimenti bibliografici

- Acemoglu, D., U. Akcigit and W. Kerr (2015), "Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 30
- Amiti, M., and D. Weinstein (2011), "Exports and Financial Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, issue 4, 1841-1877
- Andrews, D., P. Gal and W. Witheridge (2018), "A Genie in the Bottle? Globalisation, Competition and Inflation", *OECD Economics Department, Working Paper* No. 1462, OECD Publishing, Parigi.
- Arriola, C., S. Guilloux-Nefussi, S. Koh, P. Kowalski, E. Rusticelli and F. Van Tongeren (2020), "Efficiency and Risks in Global Value chains in the context of COVID-19", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1637, OECD Publishing, Parigi.
- Arslanalp, S., B.J. Eichengreen, and C. Simpson-Bell (2022), "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies", *IMF Working Paper*, 22/58.
- Bachmann, R., D. Baqaee, C. Bayer, M. Kuhn, A. Löschel, B. Moll, A. Peichl, K. Pittel and M. Schularick (2022), "What If? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia", *EconPol Policy Reports 36*, ifo Institute - Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich.
- Baqaee, D., C. Landais, P. Martin and B. Moll (2022), "The Economic Consequences of a Stop of Energy Imports from Russia", French Council of Economic Advisors.
- Berner, R., S. Cecchetti, and K. Schoenholtz (2022), "Russian sanctions: Some Questions and Answers", VoxEU.org, 21 marzo.
- Bertaut, C., B. von Beschwitz and S. Curcuru (2021), "The International Role of the US Dollar", FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve, Washington.
- Blinder, A. and J. Rudd (2008), "The Supply-Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited", *NBER Working Paper*, No. 14563.
- Boone, L. (2022), "The EA and the US in the COVID-19 Crisis: Implications for the 2022-23 Policy Stance", OECD Ecoscope blog, gennaio.
- Bouwmeester, M.C. and J. Oosterhaven (2017), "Economic Impacts of Natural Gas Flow Disruptions between Russia and the EU", *Energy Policy*, vol. 106.
- Brainard, L. (2022), "Variation in the Inflation Experiences of Households", speech at Spring 2022 Research Conference, Opportunity and Inclusive Growth Institute, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Carvalho, V., M. Nirei, Y. Saito and A. Tahbaz-Salehi (2021), "Supply Chain Disruptions: Evidence from the Great East Japan Earthquake", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 136.
- Causa, O., M. Abendschein, N. Luu, E. Soldani and C. Sorio (2022), "The Post-COVID-19 Labour Shortages Across OECD Countries: A Short Overview", *OECD Economics Department Working Paper*, di prossima pubblicazione.
- Crozet, M. and J. Hinz (2016), "Collateral Damage: The Impact of the Russia Sanctions on Sanctioning Countries' Exports", *CEPII Working Paper* 2016-16.
- D'Acunto, F., U. Malmendier, J. Ospina, and M. Weber (2021), "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations," *Journal of Political Economy*, volume 129.

- D’Arcangelo, F., I. Levin, A. Pagani, M. Pisa and A. Johansson (2022), "A Framework to Decarbonise The Economy", *OECD Economic Policy Paper* No. 31, OECD Publishing, Parigi.
- Deutsche Bundesbank (2022), " Potential Macroeconomic Consequences of the War in Ukraine – Simulations Based on a Severe Risk Scenario ", *Deutsche Bundesbank Monthly report*, aprile 2022.
- Domash, A. and L. Summers (2022), "A Labour Market View on the Risk of a US Hard Landing", NBER Working Paper, No. 29910.
- ECB (2022a), "Main Findings from the ECB’s Recent Contacts with Non-Financial Companies", ECB Bulletin, No. 2022/3.
- ESRB (2022), *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*, European Systemic Risk Board, febbraio.
- Estevão, M. (2022), "Are We Ready for the Coming Spate of Debt Crises?", *World Bank Blogs*, 28 marzo 2022.
- Eurofound (2022), "Minimum Wages in 2022: Bigger Hikes This Time Around", Eurofound report.
- FAO (2021), *State of Food Security and Nutrition in the World*, UN Food and Agricultural Organisation.
- G7 (2022), *G7 Climate, Energy and Environment Ministers’ Communique*, Berlin, 27 maggio 2022.
- Georganas, S., P. Healy and L. Nan (2014), "Frequency Bias in Consumers’ Perceptions of Inflation: An Experimental Study", *European Economic Review*, volume 67.
- Gross, M., T. Tressel, X. Ding and E. Tereanu (2022), "What Drives Mortgage Default Probabilities In Europe and the United States?", *IMF Working Paper* No. 2022/065.
- Grzegorzczak, M., J. Scott Marcu, N. Poitiers, and P. Weil (2022), "The Decoupling of Russia: European Vulnerabilities in the High-Tech Sector", Breugel blog, 12 aprile.
- Ha, J., M. Ayhan Kose, H. Matsuoka, U. Panizza and D. Vorisek (2022), "Anchoring Inflation Expectations in Emerging and Developing Economies", VoxEU.org, 8 febbraio.
- Hermansen, M. and O. Röhn (2016), "Economic Resilience: The Usefulness of Early Warning Indicators in OECD Countries", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2016/1, OECD Publishing, Parigi.
- Holtemöller, O., A. Lindner and C. Schult (2022), "Regionale Effekte einer durch einen Lieferstopp für russisches Gas ausgelösten Rezession in Deutschland", *IWH Policy Notes*, No. 1.
- IEA (2021a), *Security of Clean Energy Transitions*, OECD Publishing, Parigi.
- IEA (2021b), *Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector*, OECD Publishing, Parigi.
- Igan, D., E. Kohlscheen, G. Nodari and D. Rees (2022), "Commodity Market Disruptions, Growth and Inflation", *BIS Bulletin* No. 54, Bank of International Settlements.
- IMF (2022a), *Global Financial Stability Report*, aprile 2022.
- IMF (2022b), "Global Trade and Value Chains during the Pandemic", *World Economic Outlook*, aprile 2022.
- Jordá, O., C. Liu, F. Nachio and F. Rivera-Reyes (2022), "Why Is US Inflation Higher Than in Other Countries?", *Economic Letter* 2022-07, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Karjalainen, H. and P. Lovell (2022), "Inflation Hits 9% with Poorest Households Facing Even Higher Rates", Institute for fiscal Studies, maggio 2022.
- Klick, J. and A. Stockburger (2021), "Experimental CPI for Lower and Higher Income households", *Bureau of Labor Statistics Working Paper*, No. 537.
- Kozicki, S. (2022), "A World of Difference: Households, the Pandemic and Monetary policy", speech at Federal Reserve Bank of San Francisco Macroeconomics and Monetary Policy Conference, marzo 2022
- Labandeira, X., J. Labeage and X. López-Otero (2017), "A Meta-Analysis on the Price Elasticity of Energy Demand", *Energy Policy*, Vol. 102.

- McWilliams, B., G. Sgaravatti, G. Zachmann (2021), *European natural gas imports*, Bruegel Datasets, first published 29 October, 2021, available at <https://www.bruegel.org/publications/datasets/european-natural-gas-imports/>
- Meltzer, A. (2005), "Origins of the Great Inflation", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, marzo-aprile 2005.
- Motto, R and Ozen, K (2022), "Market Stabilization QE". ECB Working Paper N 2640
- OECD (2013): OECD Economic Surveys, Japan 2013, OECD Publishing, Parigi.
- OECD (2018), "Policy Challenges from Closer International Trade and Financial Integration: Dealing with Economic Shocks and Spillovers", in *OECD Economic Outlook maggio 2018*, OECD Publishing, Parigi.
- OECD (2021a), *OECD Economic Outlook December 2021*, OECD Publishing, Parigi.
- OECD (2021b), *Brick by Brick: Building Better Housing Policies*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2022a), La guerra in Ucraina: conseguenze economiche e sociali e implicazioni per le politiche pubbliche, OECD Publishing, Parigi.
- OECD (2022b), *OECD Sovereign Borrowing Outlook*, OECD Publishing, Parigi.
- OECD (2022c), "As Energy Price Hikes Persist, Better Targeting of Support Becomes Imperative", OECD Publishing, Parigi, di prossima pubblicazione.
- OECD (2022d), Assessing Environmental Impact of Measures in the OECD Green Recovery Database, 21 aprile 2022.
- Ollivaud, P. (2022), "The Pass-through from Producer to Consumer Prices", *OECD Economics Department Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- Pain, N., I. Koske and M. Sollie (2008), "Globalisation and OECD Consumer Price Inflation", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2008/1, OECD, Publishing, Parigi.
- Pill, H. (2022), "The Economic Situation and Monetary Policy", speech at ACCA Cymru Wales, maggio 2022.
- Powell, J. (2018), "Monetary Policy in a Changing Economy", speech at Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Rawdanowicz, L., S. Turban, J. Haas, D. Crowe and V. Millot (2021), Constraints and Demands on Public Finances: Considerations of Resilient Fiscal Policy, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1694, OECD Publishing, Parigi.
- Reserve Bank of Australia (2022), *Financial Stability Review*, aprile.
- Rühl, C. and T. Erker (2021), *Oil Intensity: The Curiously Steady Decline of Oil in GDP*, Center on Global Energy Policy, Columbia University.
- S&P Global (2022a), *US Companies Further Trim Pandemic-era Cash Buffers*, nota, 1° aprile.
- S&P Global (2022b), *Default, Transition, and Recovery: The U.S. Speculative-Grade Corporate Default Rate Could Reach 3% By Year-End As Risks Continue To Increase*, February, 22nd.
- van Hoenselaar, F., B. Cournède, F. De Pace and V. Ziemann (2021), "Mortgage Finance Across OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1693, OECD Publishing, Parigi.
- WHO-World Bank (2022), *Accelerating Covid-19 Vaccine Deployment*, report to G20, aprile 2022.

Allegato 1.A. Ipotesi politiche e di altro genere alla base delle proiezioni

Le politiche fiscali per il periodo 2022-23 si basano, nella massima misura possibile, sulle disposizioni legislative in materia fiscale e di spesa e sono coerenti con le proiezioni su crescita, inflazione e salari. Nei casi in cui i piani del governo siano stati annunciati ma non legiferati, essi sono stati comunque presi in considerazione, laddove si ritenga evidente che saranno attuati con modalità simili a quelle annunciate.

Le proiezioni per i Paesi dell'UE tengono conto della spesa finanziata dalle sovvenzioni a fondo perduto e dai prestiti a valere su *Next Generation EU* (NGEU), in virtù delle opinioni di esperti circa la distribuzione negli anni e le diverse categorie di spesa e sulla base dei piani annunciati ufficialmente, ove disponibili. Si ipotizza che le sovvenzioni previste da NGEU siano neutre dal punto di vista del bilancio, ossia che esse aumentino sia le entrate da imposte e i trasferimenti in conto capitale sia la spesa pubblica. Sono incluse altresì le misure una tantum nette positive per riflettere lo stimolo discrezionale associato a tali sovvenzioni, misurato dalle variazioni nei saldi primari sottostanti.

Per quanto riguarda la politica monetaria, il percorso ipotizzato per i tassi d'interesse e le misure non convenzionali rappresenta il risultato più probabile, soggetto alle proiezioni dell'OCSE su attività e inflazione. Ciò può differire dal percorso dichiarato dalle autorità monetarie.

Le proiezioni presuppongono che gli impatti della guerra in Ucraina persistano per un anno, ma non si diffondano o si aggravino, e che tutte le sanzioni legate alla guerra rimangano in vigore per l'intero periodo di proiezione. Le proiezioni tengono altresì conto degli impatti dell'embargo dell'UE sulle importazioni di carbone dalla Russia, a partire da fine 2022, e dell'embargo dell'UE sulle importazioni di petrolio per via marittima dalla Russia, che si ipotizza avranno effetto a inizio 2023.

Le proiezioni ipotizzano tassi di cambio invariati rispetto a quelli in vigore il 10 maggio 2022: un dollaro USA equivale a 130,3 JPY, 0,95 EUR (o, parimenti, un euro equivale a 1,05 USD) e 6,74 renminbi.

Il prezzo di un barile di Brent è stimato in media a 107 dollari nel 2022 e a 122 dollari nel 2023, con un picco di 131 dollari nel primo trimestre del 2023. I prezzi dei metalli sono mantenuti al livello stimato ad aprile 2022, fino alla fine dell'anno. Si ipotizza che nel 2023 i prezzi diminuiscano dell'1 % al mese. Si ipotizza, inoltre, che nel periodo di proiezione, i prezzi dei prodotti alimentari, delle bevande tropicali e delle derrate agricoli siano fissi ai livelli medi da aprile 2022.

La data di riferimento per le informazioni utilizzate nelle proiezioni è il 1° giugno 2022.

Le proiezioni trimestrali dell'OCSE sono destagionalizzate e tengono conto dei giorni lavorativi per alcune variabili chiave selezionate. Ciò implica che possano verificarsi differenze tra i dati annuali corretti e quelli non corretti, sebbene in genere si tratti di differenze alquanto ridotte. In alcuni Paesi, le previsioni ufficiali dei dati annui non tengono conto dei giorni lavorativi. Anche laddove le previsioni ufficiali siano elaborate tenendo conto dei giorni lavorativi, l'entità dell'aggiustamento può differire da quello elaborato dall'OCSE.

2

Sviluppi nelle economie dei Paesi membri dell'OCSE e di alcuni Paesi non membri selezionati

Brasile

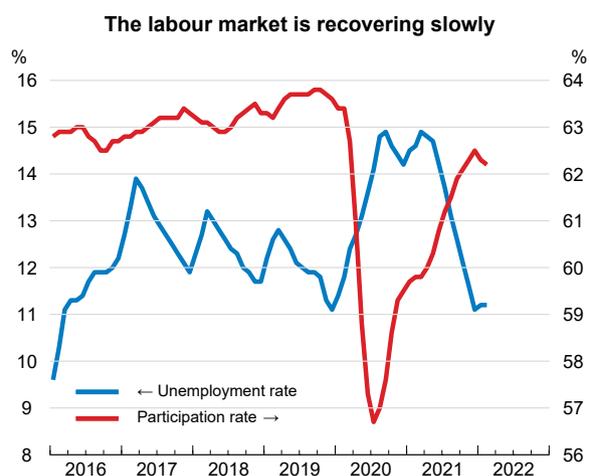
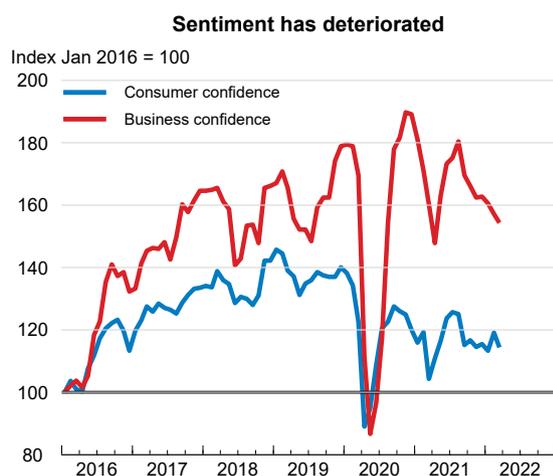
Dopo un forte recupero del 5 % nel 2021, la crescita del PIL dovrebbe rallentare sensibilmente nel 2022 fino a scendere allo 0,6 %, prima di risalire all'1,2 % nel 2023. L'aumento dell'inflazione, la guerra in Ucraina e l'inasprimento delle condizioni finanziarie hanno indebolito il *sentiment* economico e il potere d'acquisto, il che dovrebbe incidere fortemente sulla domanda interna nella prima metà del 2022. Le elezioni presidenziali del 2022 aumentano l'incertezza, contribuendo a frenare gli investimenti fino al 2023. La ripresa del mercato del lavoro è stata lenta; il tasso di partecipazione e i redditi reali da lavoro rimangono al di sotto dei livelli pre-pandemia.

Poiché la guerra in Ucraina ha causato un'ulteriore impennata dei prezzi dei generi alimentari e dell'energia, è fondamentale incrementare le misure di sostegno attraverso programmi di protezione sociale ben mirati per proteggere i più vulnerabili. Sono necessari ulteriori sforzi per migliorare l'efficienza e la destinazione della spesa pubblica, al fine di garantire una rigorosa gestione fiscale. Le politiche attive del mercato del lavoro devono essere rafforzate per facilitare il reinserimento dei disoccupati di lunga durata. Qualora persistano fattori pro-inflazionistici, la banca centrale dovrebbe continuare a inasprire la politica monetaria. Le fonti di energia eolica e solare dovrebbero essere sfruttate per integrare l'energia idroelettrica.

Il *sentiment* economico è peggiorato

Dopo il successo della campagna di vaccinazione, l'attività economica ha registrato una forte ripresa nella seconda metà del 2021, sostenuta soprattutto dai servizi. Tuttavia, l'aumento dell'inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la diffusione della variante Omicron hanno contribuito a indebolire la fiducia dei consumatori e il *sentiment* economico all'inizio del 2022. Ad aprile, l'inflazione annua ha raggiunto quasi il 12 %, il valore più alto degli ultimi diciotto anni. L'aumento dei prezzi dei generi alimentari, del carburante e dell'energia ha eroso significativamente il potere d'acquisto delle famiglie. Le recenti condizioni meteorologiche, particolarmente sfavorevoli, hanno penalizzato l'agricoltura e la produzione di energia idroelettrica, mentre la carenza di materie prime e l'aumento dei costi di produzione hanno gravato sulla produzione industriale. L'indice PMI manifatturiero è sceso ulteriormente nell'aprile 2022. Nonostante la piena ripresa dell'occupazione e il calo della disoccupazione, la partecipazione alla forza lavoro, la percentuale di lavoratori formali e i salari reali rimangono ancora al di sotto dei livelli pre-pandemia. All'inizio del 2022, i salari nominali non sono cresciuti abbastanza velocemente da compensare l'aumento dell'inflazione e i salari reali sono diminuiti. A febbraio, il reddito reale medio dei lavoratori neoassunti è diminuito dell'1,1 % su base annua.

Brasile 1



Fonte: CEIC, Istituto brasiliano di geografia e statistica (IBGE) e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/75lhfz>

Brasile: domanda, rendimento e prezzi

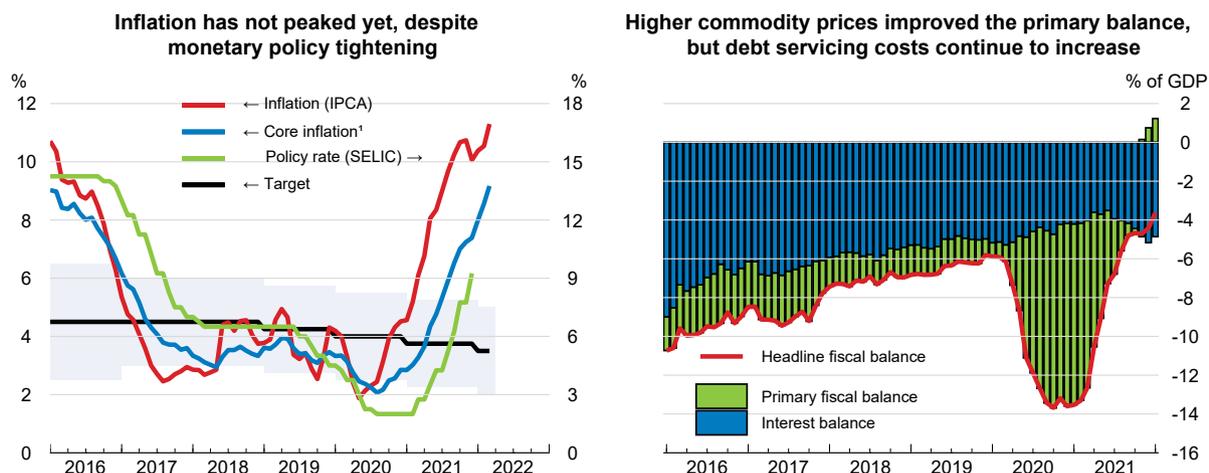
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Brasile						
PIL ai prezzi di mercato	7 004.1	1.2	-4.2	5.0	0.6	1.2
Consumi privati	4 525.8	2.6	-5.7	3.9	0.8	0.8
Consumo pubblico	1 393.5	-0.5	-4.5	2.0	2.2	1.5
Investimenti fissi lordi	1 057.4	4.0	-0.5	17.3	-0.8	1.4
Domanda interna finale	6 976.7	2.2	-4.7	5.7	0.8	1.1
Formazione delle scorte ¹	- 0.1	-0.5	-0.6	0.5	0.0	0.0
Domanda interna totale	6 976.6	1.6	-5.4	6.1	0.7	1.1
Esportazioni di beni e servizi	1 025.1	-2.5	-2.2	6.3	-1.9	2.6
Importazioni di beni e servizi	997.5	1.4	-10.2	12.9	-1.6	1.7
Saldo netto delle esportazioni ¹	27.6	-0.6	1.2	-1.0	-0.1	0.2
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	–	4.2	5.5	10.7	7.2	5.0
Indice dei prezzi al consumo	–	3.7	3.2	8.3	9.7	5.3
Deflatore dei consumi privati	–	3.7	3.5	8.4	9.4	5.3
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	–	-5.8	-13.6	-4.0	-6.4	-5.9
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	–	-3.5	-1.6	-1.8	-1.0	-0.9

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/7jrge3>

Brasile 2



1. L'inflazione di fondo esclude l'energia e i prodotti alimentari. L'area tratteggiata corrisponde alla zona di tolleranza dell'inflazione.
Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE, banca centrale del Brasile e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/9d5oql>

La guerra in Ucraina ha fatto aumentare i prezzi internazionali delle materie prime, incrementando ulteriormente l'inflazione. Per limitare l'impatto dell'aumento dei prezzi internazionali dell'energia su famiglie e imprese, la tariffa straordinaria sull'elettricità, introdotta nel settembre 2021 durante la crisi idrica, è stata ritirata prima del previsto. In particolare, il Brasile dipende dai fertilizzanti importati dalla Russia. Le interruzioni degli scambi commerciali e le sanzioni economiche stanno facendo aumentare i prezzi dei fattori produttivi e della produzione agricola, favorendo l'inflazione alimentare. La risposta del governo è stata l'eliminazione della tassa all'importazione di alcuni prodotti alimentari e delle sostanze chimiche utilizzate nella produzione di fertilizzanti.

La politica monetaria continua a inasprirsi, mentre la politica fiscale si espande

All'inizio di maggio, la banca centrale del Brasile ha aumentato il tasso di riferimento di altri 100 punti base, rendendo la politica monetaria più restrittiva. Il tasso Selic ha raggiunto il 12,75 % e si prevede un ulteriore aumento al 13,25 % nella prossima riunione della banca centrale, dato che le aspettative di inflazione del mercato continuano a crescere. Si prevede che il tasso Selic rimarrà al 13,25 % fino all'inizio del 2023, per poi calare gradualmente quando gli effetti ritardati dei recenti aumenti inizieranno a farsi sentire.

Gli elevati prezzi delle materie prime sostengono i risultati fiscali nel breve termine. Grazie alle entrate petrolifere, provenienti da *royalties* e dividendi, il governo centrale e i governi regionali hanno beneficiato di solidi risultati di bilancio nel 2021 e all'inizio del 2022. Inoltre, l'inflazione sta incrementando il gettito fiscale federale e regionale. Tuttavia, si prevede che la spesa pubblica aumenti nel 2022, a causa dei maggiori trasferimenti sociali del nuovo programma *Auxílio Brasil*, degli adeguamenti salariali dei dipendenti pubblici e delle maggiori spese discrezionali, determinando una politica fiscale espansiva nel 2022. Gli aumenti costanti della spesa pubblica rappresentano una minaccia per le prospettive di bilancio a lungo termine, soprattutto se si considera la debolezza della regola del tetto alla spesa. Inoltre, il costo del servizio del debito continua ad aumentare a causa dell'inasprimento della politica monetaria.

La crescita sta rallentando in un contesto di notevoli rischi al ribasso

Nel 2022 e 2023 le prospettive di crescita sono limitate, a causa del deterioramento del *sentiment* economico e del difficile contesto nazionale e mondiale. La crescita del PIL dovrebbe rallentare notevolmente quest'anno, fino allo 0,6 %, prima di risalire all'1,2 % nel 2023. L'inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'incertezza limitano la domanda interna ed esterna. Inoltre, i redditi da lavoro non stanno recuperando abbastanza velocemente da compensare la revoca del sostegno di emergenza legato alla pandemia e l'aumento dell'inflazione. L'inflazione dovrebbe iniziare a diminuire nel secondo trimestre del 2022, a seguito di una politica monetaria più restrittiva e della riduzione dell'incertezza dopo le elezioni presidenziali, ma dovrebbe aumentare di nuovo all'inizio del 2023 con l'entrata in vigore dell'embargo dell'Unione europea sul petrolio russo. L'inflazione rimarrà elevata nel 2023 e non si prevede che raggiunga il suo obiettivo nell'orizzonte temporale previsto.

Le elezioni presidenziali del 2022 aggiungono una notevole incertezza, che potrebbe frenare ulteriormente i consumi privati e gli investimenti. Il prolungarsi del conflitto in Europa potrebbe continuare ad aumentare il costo dei fattori di produzione agricoli, come i fertilizzanti, limitando fortemente la produzione agricola e le esportazioni. Un brusco inasprimento della politica monetaria nelle economie avanzate potrebbe portare a deflussi di capitale e al deprezzamento del tasso di cambio, facendo aumentare l'inflazione importata. Nei prossimi anni, le crescenti tensioni sulla regola del tetto alla spesa rappresentano una minaccia per la stabilità fiscale e finanziaria. Per contro, se i prezzi delle materie prime dovessero rimanere elevati più a lungo del previsto, le pressioni fiscali si allenterebbero nel breve termine e le ragioni di scambio migliorerebbero.

Per stimolare la crescita e preservare le finanze pubbliche servono riforme ambiziose

Per garantire la sostenibilità fiscale e impedire la crescita dei tassi di povertà, il Brasile ha bisogno di proseguire con le riforme ambiziose già avviate per aumentare contemporaneamente la produttività e l'occupazione. Il miglioramento dell'efficienza della spesa pubblica e il consolidamento del quadro fiscale nel medio termine consentirebbero un margine di bilancio per investimenti pubblici fruttuosi e un sostegno sociale ben mirato, oltre a rafforzare la fiducia degli investitori. I trasferimenti di denaro condizionati, che si estinguono solo quando i lavoratori ritrovano un'occupazione, sarebbero un forte incentivo alla ricerca di un lavoro nel settore formale. Incrementare le opportunità di formazione professionale faciliterebbe il reinserimento nel mercato del lavoro dei disoccupati di lunga durata e dei lavoratori scoraggiati. Infine, le leggi che impediscono la deforestazione illegale devono essere applicate correttamente, per proteggere le risorse naturali come la foresta amazzonica, che può fornire mezzi di sostentamento sostenibili ai segmenti più vulnerabili della popolazione ed è caratterizzata da livelli più elevati di precipitazioni. La forte dipendenza dall'energia idroelettrica ha mostrato i suoi limiti e, poiché la domanda di elettricità continua ad aumentare, sarà necessario sfruttare fonti rinnovabili alternative. Le fonti eoliche e solari rappresentano un notevole potenziale non sfruttato in Brasile. L'aumento degli investimenti nei sistemi di trasporto pubblico urbano gioverebbe ai lavoratori a basso reddito, riducendo al contempo la dipendenza dall'automobile e l'inquinamento atmosferico.

Canada

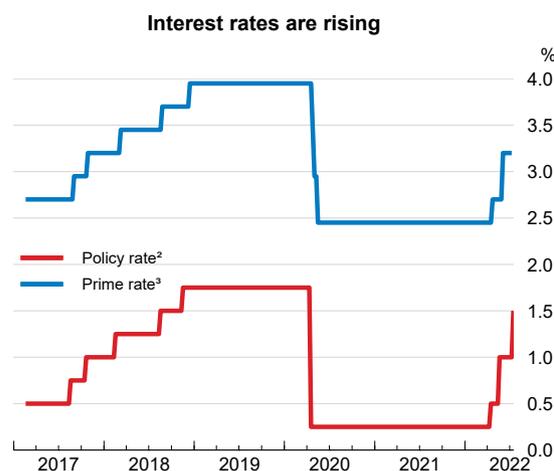
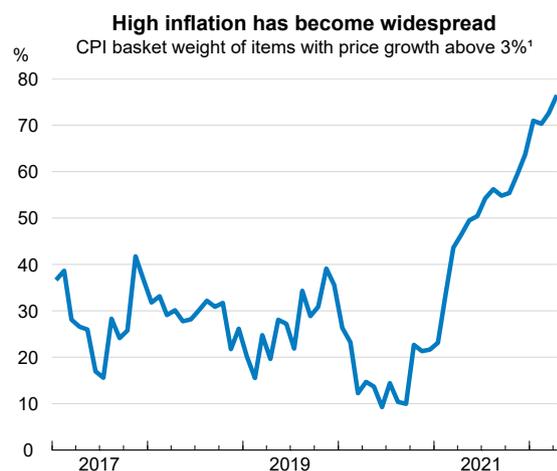
L'economia del Canada si è ampiamente ripresa dalla crisi generata dal COVID-19. La domanda interna è in fase di rilancio a seguito dell'allentamento delle misure di contenimento. Le esportazioni dovrebbero acquistare vigore, in quanto la domanda di materie prime sostiene il commercio in un contesto caratterizzato da shock per la crescita mondiale. I modesti legami commerciali con le economie duramente colpite dalla guerra in Ucraina, uniti agli introiti derivanti dai prezzi elevati delle risorse, mettono al riparo il Paese dagli impatti economici più diffusi. Secondo le previsioni, il PIL reale dovrebbe registrare una crescita del 3,8 % nel 2022 e del 2,6 % nel 2023. Il tasso di disoccupazione rimarrà basso, mentre la produzione raggiungerà livelli leggermente superiori al potenziale. Le tensioni nell'approvvigionamento globale manterranno elevata la crescita dei prezzi nel corso dell'anno, aggravando le pressioni inflazionistiche sottostanti.

La banca del Canada dovrà continuare ad aumentare il proprio tasso di riferimento e ridimensionare il proprio bilancio per riportare l'inflazione entro l'obiettivo prefissato e contenere gli squilibri finanziari. I segnali che mostrano un affaticamento della capacità produttiva interna dovuto alla ripresa della domanda potrebbero indicare la necessità di un più rapido inasprimento delle politiche. Per evitare di alimentare una domanda eccessiva, le amministrazioni federali e provinciali dovrebbero indirizzare i consistenti introiti derivanti dalle risorse alla riduzione del debito pubblico, destinando nel contempo un sostegno temporaneo al reddito alle famiglie vulnerabili all'aumento del costo della vita. Il maggiore sostegno alle tecnologie verdi, ivi inclusa l'elettricità pulita, porterebbe avanti gli obiettivi di politica climatica del Paese e produrrebbe un surplus di energia da destinare all'esportazione.

Le pressioni sui prezzi sono aumentate nel contesto di un'economia forte

L'ondata della variante Omicron ha rallentato solo brevemente la crescita delle attività economiche. Il PIL reale ha segnato una crescita pari a 0,8 % (non annualizzata) nel primo trimestre del 2022. L'allentamento delle misure di contenimento a partire dalla fine di gennaio ha decretato notevoli incrementi di produzione nei servizi caratterizzati da un maggiore contatto col pubblico. La crescita robusta negli ultimi mesi poggia altresì sui contributi provenienti dai settori delle risorse, dell'edilizia e da quello manifatturiero. I prezzi più elevati dell'energia aumentano i valori delle esportazioni di derrate, che traggono altresì vantaggio dall'accresciuta domanda di metalli e fertilizzanti. Il calo delle compravendite e l'incremento dei prezzi degli immobili indicano che l'attività del mercato immobiliare sta frenando sulla scia dell'aumento dei tassi di interesse. La spesa legata al settore abitativo continua, nondimeno, a sostenere le vendite al dettaglio. I dati recenti mostrano che le famiglie spendono di più del loro reddito disponibile e risparmiano meno rispetto al 2021.

Canada 1



1. Il grafico illustra la percentuale di prodotti la cui crescita dei prezzi su base annua si colloca al di sopra del limite massimo dell'intervallo di controllo dell'inflazione, pari a 1-3 %, stabilito dalla banca centrale. I pesi dei panieri sono aggregati in base ai dati sui gruppi di prodotti del livello quattro.

2. Il tasso di riferimento rappresenta il tasso medio *target* della banca del Canada per il finanziamento sul mercato monetario *overnight*.

3. Il tasso primario è il parametro tipico fissato dalle sei maggiori banche del Canada per calcolare i tassi di interesse per i mutui a tasso variabile e altri prodotti di prestito.

Fonte: Statistics Canada; banca del Canada; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/neo8p4>

Canada: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Canada						
	Prezzi correnti miliardi di CAD	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2012)				
PIL ai prezzi di mercato	2 235.7	1.9	-5.2	4.5	3.8	2.6
Consumi privati	1 294.2	1.4	-6.1	4.9	4.7	3.0
Consumo pubblico	462.4	1.7	0.0	5.8	1.8	1.3
Investimenti fissi lordi	507.0	0.0	-2.8	7.1	2.9	1.7
Domanda interna finale	2 263.5	1.2	-4.2	5.6	3.7	2.3
Formazione delle scorte ¹	15.8	0.1	-1.7	0.9	0.5	0.0
Domanda interna totale	2 279.3	1.2	-5.8	6.5	4.3	2.3
Esportazioni di beni e servizi	722.7	2.3	-9.7	1.4	2.5	4.1
Importazioni di beni e servizi	766.3	0.4	-10.8	7.7	4.0	3.3
Saldo netto delle esportazioni ¹	- 43.6	0.6	0.5	-2.0	-0.5	0.3
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	—	1.5	0.7	8.1	8.3	4.3
Indice dei prezzi al consumo	—	2.0	0.7	3.4	6.0	3.9
Indice primario dei prezzi al consumo ²	—	2.1	1.1	2.3	4.3	3.5
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	—	5.7	9.5	7.4	5.6	5.4
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	2.0	14.4	10.8	5.6	2.9
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	0.0	-11.4	-5.0	-2.4	-1.3
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	92.9	126.9	117.3	117.0	116.8
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-2.0	-1.8	0.0	1.7	2.9

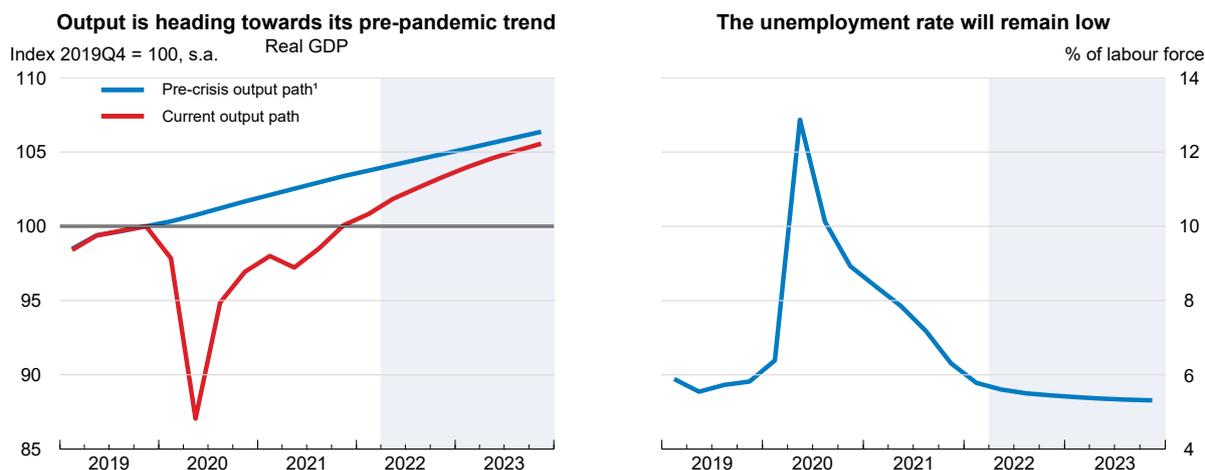
1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari ed energia.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/hsoq20>

Canada 2



1. Il percorso della produzione precedente la crisi si basa sulle proiezioni contenute nelle Prospettive economiche dell'OCSE del novembre 2019, con un'estrapolazione lineare per il 2022 e il 2023 basata sulla crescita del *trend* nel corso del 2021.

Fonte: Prospettive economiche dell'OCSE, banche dati 106 e 111.

StatLink  <https://stat.link/zqp1yf>

Questa tendenza permette a molti di mantenere stabile il consumo in presenza di prezzi in aumento. I piani di investimento delle aziende solidi, in linea con la crescita delle vendite e le pressioni sulla capacità. Le criticità dal lato dell'offerta sono state acuite dalle carenze di manodopera. L'accresciuta competizione per trovare lavoratori e la crescita nell'aumento dei salari sono sintomo di un'economia che opera quasi a piena occupazione. Le aziende che debbono far fronte a una forte domanda riversano i maggiori costi dei fattori produttivi sui clienti. I significativi aumenti dei prezzi sono ormai ampiamente diffusi, con il rischio di autoalimentarsi.

Gli aumenti dei prezzi alimentari e dell'energia, dovuti all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, stanno contribuendo ad accrescere l'inflazione. Nonostante le plusvalenze derivanti dalle ragioni di scambio, il valore del dollaro canadese ha registrato una lieve variazione a fronte del dollaro statunitense, mantenendo forti le pressioni sui prezzi delle importazioni. I maggiori ricavi derivanti dalle risorse stanno, tuttavia, fornendo impulso alle entrate, contribuendo a compensare le turbolenze nella domanda esterna. La produzione interna di frumento, energia e metalli protegge il Canada dalle gravi carenze di approvvigionamento.

Il sostegno alla politica macroeconomica è in fase di rientro

La banca del Canada ha intensificato l'inasprimento della politica monetaria. A giugno, l'aumento di 50 punti base ha portato il tasso di interesse di riferimento a 1,5 %. La banca ha altresì annunciato che cesserà di sostituire i titoli di stato in scadenza sul proprio bilancio. L'inasprimento quantitativo che ne deriva aumenterà ulteriormente i costi di indebitamento a lungo termine. Saranno necessari ulteriori aumenti dei tassi per domare le pressioni sui prezzi e portare la politica monetaria a una configurazione neutrale che né stimola l'economia, né pesa su di essa. Le proiezioni si basano sul presupposto che il tasso di riferimento aumenterà a 2,5 % entro gli inizi del 2023. Potrebbero essere necessari ulteriori aumenti qualora le attese di inflazione elevata dovessero consolidarsi, in un momento in cui la capacità residua risulta limitata.

Il governo federale ha saggiamente fissato per maggio la scadenza del sostegno a imprese e famiglie in risposta alla pandemia. La minore spesa per le integrazioni salariali e i contributi per gli affitti, unita al robusto gettito d'imposta, dovuto in parte ai prezzi elevati delle materie prime, contribuirà a disavanzi fiscali in discesa nel 2022 e nel 2023, anche tenuto conto di nuove voci di spesa. Per ridurre l'onere derivante dall'aumento dei prezzi al consumo di quest'anno, le amministrazioni provinciali hanno messo in campo misure che spaziano dai tagli alle accise sul carburante ai trasferimenti una tantum alle famiglie a basso reddito. Il governo federale è impegnato ad alleggerire i costi abitativi, attraverso interventi dal lato dell'offerta e sostegno agli acquirenti della prima casa. Oltre agli obiettivi di migrazione altamente qualificata, è stato introdotto un canale di immigrazione che non prevede costi per le persone in fuga dall'Ucraina. A fine maggio erano state ricevute oltre 240 000 domande (pari allo 0,6 % della popolazione canadese). Il bilancio federale prevede ulteriori fondi per gli aiuti militari e finanziari all'Ucraina. Nonostante i nuovi fondi per queste e altre misure, come l'azione sul clima, è prevista una riduzione dell'onere sul debito pubblico, nel corso delle proiezioni, e una politica fiscale più rigida andrà ad integrare il ritiro dello stimolo monetario.

La crescita sostenuta proseguirà in un contesto di turbolenze esterne

Secondo le previsioni, il PIL reale dovrebbe registrare una crescita del 3,8 % nel 2022. In quanto esportatore di materie prime con modesti legami commerciali con le economie duramente colpite, il Canada è ben posizionato per sopportare le turbolenze economiche causate dalla guerra in Ucraina. L'impatto più rilevante arriverà dalla crescita dei prezzi. Gli aumenti nei prezzi alimentari e dell'energia produrranno una contrazione del potere di acquisto delle famiglie e l'inflazione dei prezzi al consumo, su base trimestrale, sfiorerà un tasso del 7,2 % annualizzato a metà 2022. Questo dato peserà sulla spesa privata, anche se i tassi di risparmio rientreranno a livelli più normali. Una domanda esterna più debole, in parte a causa del ritiro dello stimolo negli Stati Uniti, smorzerà la ripresa nelle esportazioni di beni non derivanti da risorse. La domanda nelle compravendite immobiliari si ammorbidirà in presenza di costi di indebitamento più elevati, calmierando l'aumento dei prezzi e l'edilizia. Questi freni alla crescita saranno compensati, nel 2022, da forti investimenti nei settori pubblico e privato e da maggiori esportazioni nelle materie prime. Nel corso dell'anno, si prevede un aumento della produzione di petrolio e gas, nonché un ampliamento della capacità, in risposta ai prezzi elevati. Il saldo attivo della bilancia commerciale registrerà un'espansione nel breve periodo e una contrazione dalla metà del prossimo anno, in presenza di un'attenuazione nel prezzo delle esportazioni e di una ripresa costante nei servizi legati ai viaggi, di cui il Canada è normalmente importatore netto. Secondo le previsioni, il PIL reale dovrebbe registrare una crescita del 2,6 % nel 2023. La produzione aumenterà al di sopra del potenziale, il che manterrà il tasso di disoccupazione a livelli storicamente bassi. Si prevede un balzo nella crescita dei salari dovuto all'inasprimento delle condizioni del mercato del lavoro, un dato che manterrà l'inflazione di fondo al di sopra dell'obiettivo, nel corso del prossimo anno, anche quando i ritocchi al prezzo dell'energia ridurranno l'inflazione complessiva.

Il prolungarsi del conflitto in Ucraina indebolirebbe la domanda esterna e produrrebbe aumenti più marcati nei prezzi, ma anche entrate più consistenti derivanti dalle materie prime. L'incertezza elevata potrebbe offuscare i piani di investimento delle imprese e incoraggiare un risparmio più prudente tra le famiglie. Correzioni importanti nel mercato edilizio potrebbero pesare sui mercati del credito e sulle finanze dei consumatori, in particolare in presenza di un eventuale deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Ciò comporterebbe un'ulteriore contrazione dei consumi. L'attività economica si è dimostrata resiliente alle recenti ondate di COVID-19, tuttavia le nuove varianti e i focolai del virus continuano a rappresentare un rischio. Per contro, una maggiore immigrazione potrebbe alleviare le carenze di manodopera e le tensioni salariali nei settori dove tali difficoltà sono più pronunciate.

Le sfide correnti non debbono allontanare le priorità di lungo termine

Il contributo al costo della vita dovrà essere temporaneo e destinato alle famiglie a basso reddito. I tagli alle accise sul carburante, introdotti in alcune province, sono invece di aiuto per le famiglie sia benestanti che bisognose. Tali misure generano altresì una distorsione nei segnali sulla fissazione del prezzo del carbonio. Il sostegno a un'elettricità pulita contribuirà a ridurre le emissioni di gas serra, producendo un surplus di energia da destinare all'esportazione. I crescenti tassi di interesse dovrebbero moderare la crescita dei prezzi delle case sul breve termine. Sono necessarie altre misure per migliorare in modo durevole l'accessibilità alla casa, ivi incluso l'allentamento delle norme locali sullo sviluppo territoriale, al fine di ampliare l'offerta abitativa. Prosegue il progresso in ambito di politiche sociali. L'accesso a un'assistenza all'infanzia a costi contenuti sosterrà la partecipazione alla forza lavoro. Tali impegni dovranno proseguire di pari passo all'azione per incentivare la produttività. Abbassare le barriere agli scambi tra le province eliminerebbe un importante ostacolo alla crescita.

Cina

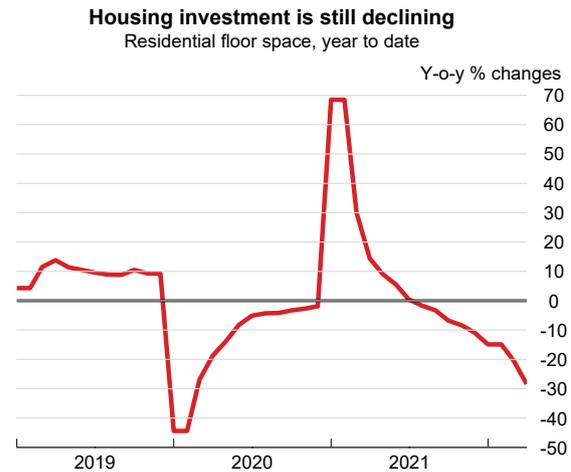
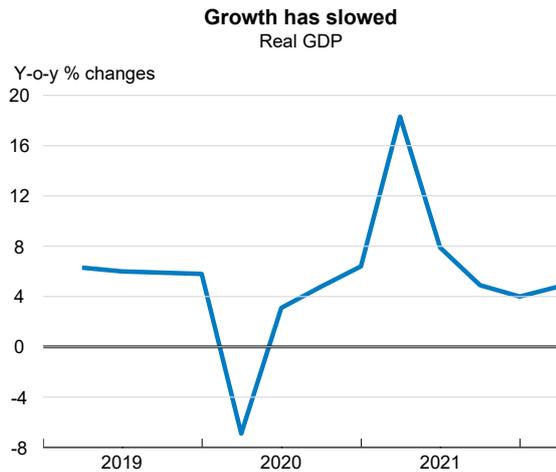
La crescita economica dovrebbe registrare una contrazione del 4,4 % nel 2022 e un aumento del 4,9 % nel 2023. Pur in presenza di venti contrari in aumento, la crescita sarà sostenuta dagli investimenti nella transizione climatica e dall'anticipazione dei progetti infrastrutturali. Gli investimenti immobiliari rimarranno deboli a causa delle continue insolvenze dei costruttori e delle aspettative di calo dei prezzi. Le esportazioni resteranno relativamente forti, in quanto le imprese continueranno ad aumentare le loro quote di mercato. Gli effetti negativi sulla fiducia, legati ai ripetuti lockdown e all'inadeguata protezione sociale, peseranno sui consumi. Le grandi riserve di petrolio e cereali della Cina limiteranno l'impatto dell'aumento dei prezzi mondiali dell'energia e dei generi alimentari.

La politica monetaria è diventata più accomodante con una serie di tagli ai tassi d'interesse e al tasso di riserva obbligatoria, ma non ricorrerà a un allentamento significativo. La politica fiscale diventerà più favorevole man mano che la composizione della spesa si orienterà verso le infrastrutture, anche se il ricorso alle riserve fiscali comporterà una riduzione del disavanzo nominale. Per raggiungere gli obiettivi di mitigazione dei cambiamenti climatici le misure fiscali dovrebbero concentrarsi maggiormente sugli investimenti nelle energie rinnovabili e sulla transizione energetica. Le recenti misure per la creazione di un mercato unico nazionale sono da accogliere favorevolmente, mentre la graduale abolizione dei monopoli amministrativi dovrebbe essere accelerata.

Continua la politica "zero COVID"

Nel primo trimestre del 2022, la crescita del PIL è rallentata all'1,3 % su base trimestrale, passando dall'1,6 % registrato nel quarto trimestre del 2021. Ciò è dovuto in parte alle severe misure tuttora in vigore per impedire la diffusione del COVID-19, che hanno portato a rigorosi lockdown in centri economici nevralgici come Shanghai e Pechino. Queste misure sono state mantenute anche nel secondo trimestre del 2022, perturbando l'attività economica. Quasi il 90 % della popolazione è vaccinato con vaccini prodotti a livello nazionale, considerati meno efficaci rispetto a quelli utilizzati nei Paesi membri dell'OCSE. Inoltre, le persone anziane rappresentano una quota elevata sul totale dei non vaccinati. Tutti coloro che contagiano il virus continuano a essere obbligati a isolarsi collettivamente e quindi milioni di persone vengono messe in isolamento. Queste politiche creano una domanda di nuove strutture di isolamento, di nuovi posti di lavoro nei centri di quartiere e nelle aziende di consegna; ma tali investimenti sono meno produttivi di quelli, ad esempio, destinati alle infrastrutture necessarie.

Cina 1



Fonte: CEIC.

StatLink <https://stat.link/r4oej0>

Cina: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cina						
PIL ai prezzi di mercato	91.9	6.0	2.2	8.1	4.4	4.9
Domanda interna totale	91.3	5.9	1.6	6.3	2.9	4.9
Esportazioni di beni e servizi	17.5	1.3	3.0	16.2	7.3	5.5
Importazioni di beni e servizi	17.0	0.4	-0.3	7.7	-0.3	5.3
Saldo netto delle esportazioni ¹	0.6	0.2	0.6	2.0	1.6	0.4
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	—	1.3	0.5	4.4	3.1	1.4
Indice dei prezzi al consumo	—	2.9	2.5	0.8	2.0	3.0
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL) ²	—	-3.7	-6.9	-6.6	-6.5	-6.6
Saldo finanziario nominale dell'amministrazione pubblica ³ (% del PIL)	—	-2.8	-3.7	-3.1	-2.8	-3.0
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	0.7	1.7	1.8	3.0	3.1

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

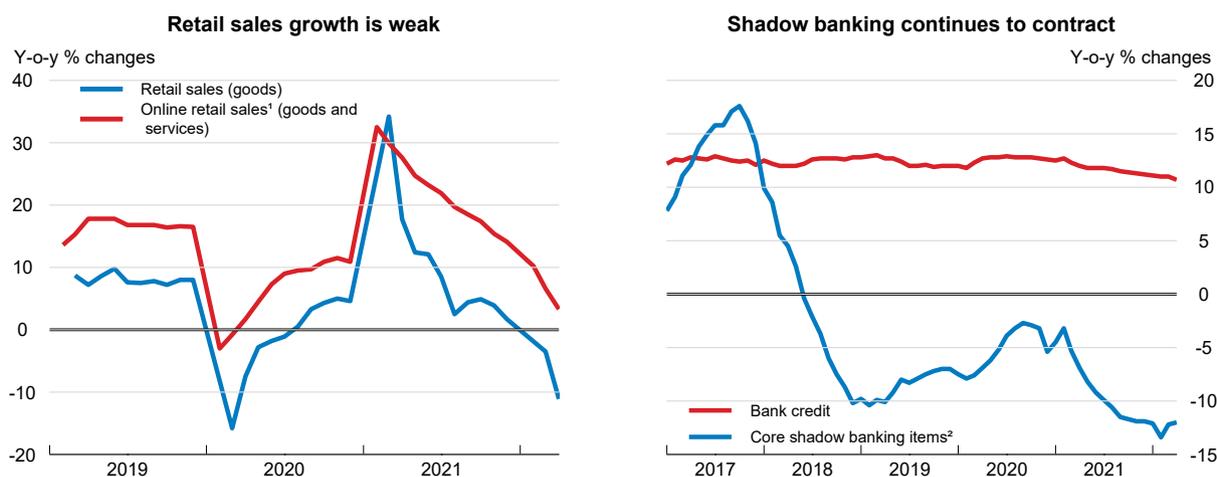
2. Comprende i saldi di tutti e quattro i conti di bilancio (conto generale, fondi gestiti dal governo, fondi di sicurezza sociale e conto di gestione del capitale statale).

3. Il saldo di bilancio nominale è il saldo ufficiale definito come la differenza tra entrate e spese. Le entrate comprendono: le entrate del bilancio generale, le entrate provenienti dal Fondo centrale di stabilizzazione e dall'adeguamento del bilancio subnazionale. Le spese includono: spese generali di bilancio, ricostituzione del Fondo centrale di stabilizzazione e rimborso del capitale sul debito subnazionale.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/codpmb>

Cina 2



1. Dati da inizio anno.

2. Le voci principali del sistema bancario ombra comprendono i prestiti affidati, i prestiti fiduciari e le accettazioni bancarie non attualizzate.

Fonte: CEIC.

StatLink  <https://stat.link/dbzlie>

Il settore dei servizi e i consumi sono stati particolarmente colpiti. Le catene di approvvigionamento del settore automobilistico hanno subito interruzioni, contribuendo a frenare la crescita delle esportazioni. La crescita degli investimenti sta rallentando poiché alcune componenti, come gli investimenti immobiliari, hanno subito una flessione. I prezzi e le severe normative volte a contenere gli investimenti immobiliari (le cosiddette tre linee rosse relative ai coefficienti finanziari nonché i massimali sui prestiti immobiliari per tipo di banca) hanno irrigidito le condizioni di liquidità delle società immobiliari e hanno persino spinto alcune grandi società al fallimento.

Le conseguenze della guerra in Ucraina sono state avvertite soprattutto attraverso il loro impatto sui mercati mondiali, dato che l'Ucraina e la Russia non sono partner economici importanti per la Cina (ma non viceversa). I prezzi dell'energia e delle materie prime importate hanno subito un'impennata, ma la ripercussione sull'inflazione dei prezzi al consumo è contenuta grazie alla struttura dei consumi, caratterizzata da un'ampia quota di prodotti alimentari con una componente limitata di importazioni. La disponibilità di scorte di oli commestibili ha contribuito a tenere sotto controllo l'inflazione alimentare, nonostante l'aumento dei prezzi sui mercati internazionali a causa della guerra in Ucraina. Le ampie riserve di cereali della Cina e le restrizioni imposte alle esportazioni sotto forma di quote attenueranno l'incidenza dell'aumento dei prezzi mondiali dei cereali sull'inflazione interna e ridurranno il rischio di penuria. Tuttavia, le limitazioni dell'offerta di alimenti freschi indotte dal *lockdown* hanno iniziato a far lievitare l'inflazione dei prezzi al consumo, con l'inflazione complessiva che ad aprile ha raggiunto il 2,1% su base annua (sebbene l'inflazione di fondo sia rimasta bassa, allo 0,9%). Anche la parziale sostituzione delle importazioni di greggio con il petrolio a prezzi scontati degli Urali contribuisce a contenere la pressione inflazionistica.

La politica monetaria sarà più favorevole e la politica fiscale più espansiva

Si ipotizza che la politica monetaria diventerà più accomodante. Il coefficiente di riserva obbligatoria e il tasso d'interesse di riferimento sono stati tagliati due volte dal novembre 2021 e si prevedono ulteriori tagli moderati, anche se il margine di manovra è piuttosto limitato. I rischi finanziari sono diminuiti, sebbene permangano delle criticità. Gli eventi creditizi del mercato immobiliare hanno inasprito le condizioni di prestito per le imprese del settore e per altri mutuatari ad alto rischio, mentre il sistema bancario ombra è stato ulteriormente limitato. Ciò ha portato a un leggero aumento dei tassi di interesse informali, che rispecchia il rischio di credito delle imprese private più piccole. Poiché la quota di immobili invenduti ha raggiunto il livello più alto degli ultimi tredici anni, molte città hanno adottato misure di stimolo come sussidi forfettari o al metro quadro sui mutui per la prima casa, sgravi fiscali o l'ampliamento della definizione di idoneità per gli acquirenti di case. A maggio è stata ridotta a livello nazionale la soglia minima dei tassi ipotecari per chi acquista per la prima volta. Recenti linee guida lasciano presagire un certo allentamento delle restrizioni al finanziamento per i promotori immobiliari e i veicoli di investimento delle amministrazioni locali. I *default* obbligazionari ordinati contribuiranno a inasprire il prezzo del rischio e a rimuovere gradualmente le garanzie implicite. Poiché il debito delle imprese si è stabilizzato a un livello molto alto, intorno al 155 % del PIL, la riduzione della leva finanziaria dovrebbe continuare.

La politica fiscale sarà di supporto con tagli alle tasse e agli oneri e con l'utilizzo dei fondi di riserva. Vi è anche un notevole effetto di trascinamento derivante dai proventi non spesi delle emissioni di obbligazioni locali specializzate nel 2021. Inoltre, il versamento ad hoc di dividendi da parte del settore finanziario statale al governo, in quanto proprietario, pari allo 0,8 % del PIL, sarà in parte speso per investimenti in infrastrutture. Il recente obbligo per i veicoli di investimento delle amministrazioni locali di garantire il bilancio prima di realizzare progetti infrastrutturali contribuisce a contenere le potenziali passività, pur limitandone l'attività. Per favorire il loro coinvolgimento nel rilancio delle infrastrutture, avranno un accesso agevolato ai finanziamenti.

La crescita sta ritornando al suo ritmo pre-pandemia

La crescita del PIL si ridurrà significativamente nel 2022, rispecchiando un calo rispetto al forte rimbalzo del 2021 e l'impatto delle chiusure dovute alla pandemia, prima di ritornare nel 2023 al suo ritmo pre-pandemia, in graduale rallentamento. Gli investimenti in infrastrutture ripartiranno, finanziati dalle obbligazioni emesse lo scorso anno e dall'anticipazione dei progetti da parte delle autorità, compensando in parte la debolezza degli investimenti immobiliari. L'atteso ulteriore aumento dei *default* corporate migliorerà il prezzo del rischio, ma potrebbe avere ripercussioni negative su banche, società fiduciarie e altri investitori privati e istituzionali. Sono probabili ulteriori focolai del virus che limiteranno i consumi, anche se in misura minore rispetto all'inizio del 2022, nell'ipotesi di una costante diminuzione del numero di casi. L'inflazione dei prezzi al consumo sarà leggermente più alta, pur rimanendo comunque moderata, a causa delle restrizioni dell'offerta legate al lockdown, che faranno aumentare i prezzi dei prodotti alimentari freschi, e di un certo effetto di trascinamento dell'incremento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari. Una fornitura stabile di energia e cereali svolgerà un ruolo fondamentale nel contenere gli aumenti dei prezzi.

La situazione sanitaria rimane un importante rischio al ribasso, poiché i focolai persistono e vengono affrontati con severe misure di isolamento. La mancanza di un mutuo riconoscimento dei certificati di vaccinazione impedisce la riapertura delle frontiere. Il perdurare di eventi creditizi e la riduzione disordinata della leva finanziaria nel sovradimensionato settore immobiliare potrebbero innescare fallimenti di banche minori e istituzioni non bancarie (sistema bancario ombra). Al contrario, l'allentamento delle misure prudenziali e l'incoraggiamento degli investimenti nel settore immobiliare potrebbero alimentare la bolla e, di conseguenza, causare maggiori disagi. Allentare le norme ambientali per far fronte alla carenza di elettricità stimolerebbe la produzione nel breve periodo, ma renderebbe più difficile il raggiungimento degli obiettivi ambientali a lungo termine.

Trasformare la crisi in un'opportunità per avviare le riforme chiave

L'attuazione di riforme fondamentali per promuovere la concorrenza sosterrrebbe la ripresa economica dopo la pandemia. Ciò include una riduzione delle restrizioni all'ingresso e alla condotta delle imprese private e straniere, nonché la graduale eliminazione dei privilegi delle imprese statali e degli enti pubblici, in particolare delle garanzie governative implicite. I monopoli amministrativi, spesso con diritti esclusivi di fornitura di determinati beni e servizi, dovrebbero essere smantellati. Le recenti misure volte a creare un mercato unico nazionale costituiscono un valido passo avanti. Anche una maggiore tutela dei consumatori potrebbe stimolare le dinamiche concorrenziali. La creazione di condizioni di parità e il rispetto della neutralità ai fini della concorrenza dovrebbero essere realizzati in modo coerente e sistematico al fine di evitare l'incertezza e gli effetti negativi sulla fiducia derivanti da un'attuazione ad hoc delle normative. Una migliore preparazione allo scoppio di nuovi focolai, che probabilmente si verificheranno, compresa la vaccinazione dei non vaccinati e l'aumento dell'efficacia dei richiami, aiuterebbe a ridurre le interruzioni dell'attività economica. L'attuale obiettivo di crescita di circa il 5,5 % è piuttosto ambizioso e i finanziamenti disponibili dovrebbero essere destinati alle nuove tecnologie per la decarbonizzazione dei processi industriali, contribuendo anche al raggiungimento degli obiettivi climatici. Inoltre, le occasionali carenze di energia elettrica dovrebbero spingere ad accelerare il passaggio alle fonti rinnovabili. Poiché la produzione di energie rinnovabili è diventata sostenibile e le sovvenzioni si stanno gradualmente esaurendo, si dovrebbero stanziare più fondi per sostenere la transizione verso l'azzeramento delle emissioni nette.

Francia

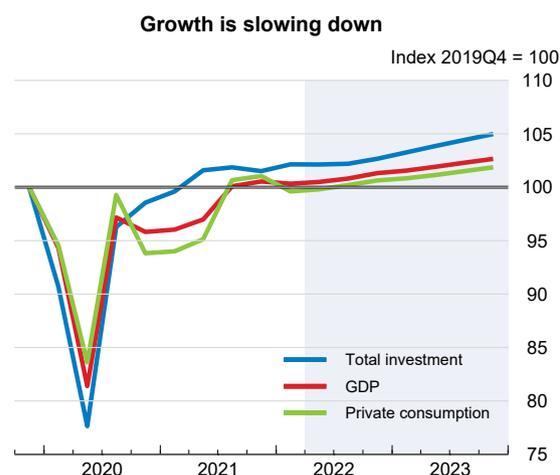
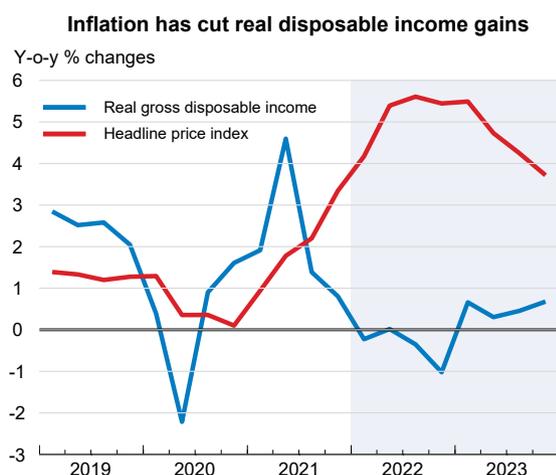
Dopo una forte ripresa nel 2021, si prevede una crescita del PIL reale pari al 2,4 % nel 2022 e all'1,4 % nel 2023. L'ondata di COVID-19 a inizio 2022, la guerra in Ucraina, le interruzioni nella catena di approvvigionamento e gli elevati prezzi dell'energia hanno eroso le prospettive economiche. L'inflazione complessiva dovrebbe raggiungere il 5,2 % nel 2022 e il 4,5 % nel 2023, diminuendo il potere d'acquisto delle famiglie e la crescita dei consumi. Il calo della fiducia di imprese e famiglie, le più deboli condizioni economiche globali e l'incertezza elevata ostacoleranno gli investimenti e le esportazioni. I salari registreranno un'accelerazione dovuta alle carenze notevoli nel mercato del lavoro e all'indicizzazione del salario minimo. In presenza di un rallentamento nei vantaggi derivanti dall'occupazione, il tasso di disoccupazione salirà progressivamente all'8 %.

La politica fiscale rappresenterà una fonte di sostegno progressivamente minore. Il congelamento temporaneo dei prezzi dell'energia regolamentati, i sussidi e i trasferimenti in denaro hanno appianato gli shock iniziali dei prezzi dell'energia, ma si prevede che i tagli incondizionati a questi ultimi cesseranno entro la fine del 2022 e che il sostegno fiscale diventerà più mirato. Un'attuazione rapida ed efficiente degli ambiziosi piani di ripresa e investimento favorirebbe una crescita più sostenibile e investimenti verdi e dovrebbe contribuire ad aumentare il tasso di occupazione, il cui livello è persistentemente basso. Attuare una strategia di consolidamento credibile nel medio termine, che attribuisca le priorità in maniera chiara, è fondamentale per garantire la sostenibilità fiscale e l'efficienza della spesa in un contesto di aumento dei pagamenti connessi al servizio del debito.

La ripresa ha perso slancio

L'elevata incidenza dei casi di COVID-19, i crescenti prezzi dell'energia e la guerra in Ucraina hanno interrotto il rapido rimbalzo del PIL a inizio 2022. Nonostante i tassi di occupazione storicamente elevati, i consistenti risparmi accumulati e l'abolizione delle restrizioni sanitarie legate al COVID-19, il picco dei prezzi dell'energia e il declino dei salari reali e della fiducia dei consumatori hanno eroso il consumo delle famiglie e gli investimenti. Nel corso dell'anno e fino a maggio, i prezzi al consumo sono aumentati del 5,8 %, la crescita dei prezzi dell'energia ha raggiunto il 29 % e le pressioni sui prezzi stanno sconfinando ai prodotti alimentari, ai manufatti e ai settori dei servizi. Ciononostante, l'effetto propagatore dell'inflazione ai salari rimane sinora contenuto.

Francia 1



Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/am1byf>

Francia: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Francia						
PIL ai prezzi di mercato	2 364.5	1.9	-7.9	6.8	2.4	1.4
Consumi privati	1 273.9	1.8	-6.8	5.3	2.4	1.3
Consumo pubblico	550.1	1.0	-4.0	6.4	2.2	0.3
Investimenti fissi lordi	541.4	4.1	-8.4	11.4	1.1	1.8
Domanda interna finale	2 365.5	2.2	-6.6	6.9	2.0	1.2
Formazione delle scorte ¹	23.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.1	0.0
Domanda interna totale	2 388.6	2.1	-6.7	6.6	1.9	1.1
Esportazioni di beni e servizi	750.7	1.6	-17.0	8.6	7.7	5.7
Importazioni di beni e servizi	774.8	2.4	-13.0	7.8	5.9	4.4
Saldo netto delle esportazioni ¹	- 24.1	-0.3	-1.1	0.1	0.4	0.3
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	—	1.3	2.8	1.3	2.2	3.2
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	—	1.3	0.5	2.1	5.2	4.5
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	—	0.6	0.6	1.3	3.4	3.5
Tasso di disoccupazione ³ (% della forza lavoro)	—	8.5	8.1	7.9	7.5	7.8
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	14.7	20.6	18.2	15.9	15.2
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-3.1	-8.9	-6.4	-5.4	-4.7
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	123.4	145.8	137.9	139.5	140.3
Debito pubblico lordo, definizione Maastricht* (% del PIL)	—	97.3	114.7	112.6	114.1	114.9
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-0.3	-1.9	-0.6	-2.1	-2.8

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

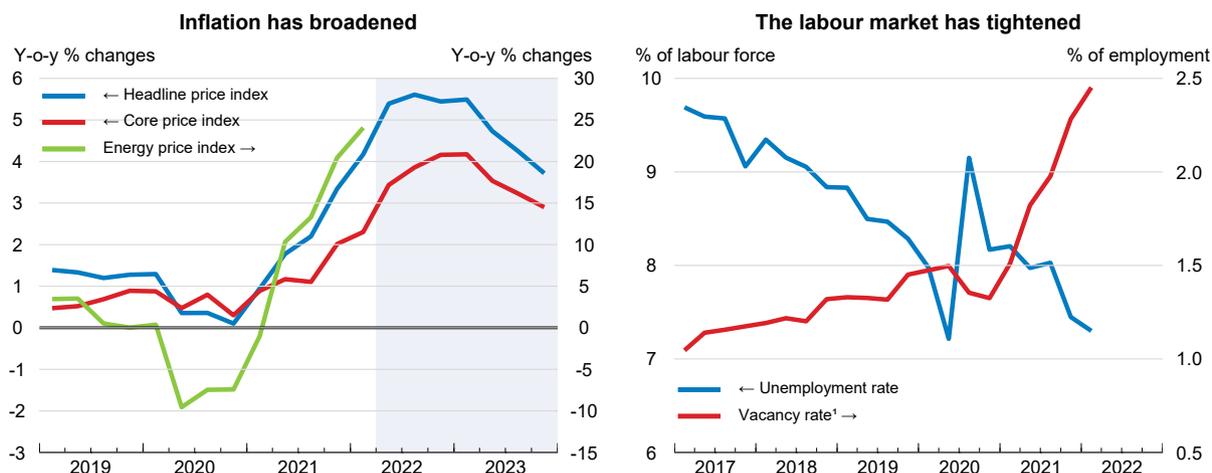
3. Tasso nazionale di disoccupazione, comprende i dipartimenti d'oltremare.

4. La definizione di debito pubblico di Maastricht comprende solo prestiti, titoli di debito, valute e depositi, con debito al valore nominale anziché al valore di mercato.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/itgxq0>

Francia 2



1. Dati mancanti per il T12020.

Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE; Insee e ministero del Lavoro (Dares).

StatLink  <https://stat.link/iwmt06>

La guerra in Ucraina ha esacerbato gli aumenti dei prezzi delle materie prime e dei generi alimentari e rinnovato le interruzioni nell'approvvigionamento manifatturiero. Sebbene l'esposizione diretta del Paese alle carenze di approvvigionamento energetico dalla Russia sia limitata, i prezzi all'ingrosso dell'energia hanno evidenziato un ulteriore aumento dall'inizio della guerra. Le analisi sulle imprese rilevano ostacoli all'approvvigionamento storicamente apprezzabili nei settori industriale ed edilizio, ulteriori aumenti nei prezzi della produzione ed elevata incertezza. Verso la fine di aprile, 70 000 rifugiati provenienti dall'Ucraina ricevevano un assegno di sussistenza in Francia e le autorità prevedono l'arrivo di altri 30 000 rifugiati.

I piani di ripresa e resilienza sostengono la crescita

Si prevede che la politica di bilancio continui a rimanere espansionistica nel corso del 2022, per poi consolidarsi nel 2023. Il disavanzo di bilancio è sceso al 6,4 % del PIL nel 2021, grazie alla robusta crescita delle entrate e all'abbandono graduale della maggior parte della spesa legata al COVID-19. Per rispondere agli attuali picchi nei prezzi di materie prime ed energia, è stato applicato un tetto massimo temporaneo ai costi di gas ed elettricità, sono aumentati i buoni per il consumo energetico delle famiglie meno abbienti ed è stato introdotto un ulteriore trasferimento, una tantum e basato sui mezzi, che ha raggiunto 38 milioni di persone. Attraverso il suo piano di resilienza, il governo ha altresì tagliato temporaneamente le accise sul carburante per il trasporto su strada, aumentato le sovvenzioni mirate e condizionali alle imprese ed esteso i prestiti garantiti dallo stato. Le misure di sostegno diretto ammontano a 27 miliardi di EUR (1,1 % del PIL) e il graduale abbandono delle stesse è previsto per inizio 2023. La somma già programmata di 10,5 miliardi di EUR di tagli fiscali alle imprese e i contributi alle assunzioni stanno inoltre fornendo un sostegno per le aziende e i posti di lavoro. I tagli fiscali al settore abitativo e al reddito delle imprese, nonché i maggiori fondi per il settore sanitario e dell'istruzione, sono altresì di sostegno al reddito delle famiglie e ai margini di utile delle imprese.

Le condizioni monetarie e finanziarie rimangono favorevoli e sostengono la domanda interna, nonostante si presuma che la politica monetaria adotterà un orientamento meno accomodante tra il 2022 e il 2023. L'attuazione del piano *Next Generation EU* sostiene la crescita nel Paese (la Francia riceverà 40 miliardi di EUR in finanziamenti europei) e nei suoi principali partner commerciali. Il piano di resilienza per il 2022 ha fornito impulso al finanziamento per i lavori di ristrutturazione e isolamento delle abitazioni. I prestiti garantiti dal governo e le sovvenzioni per le aziende più colpite limiteranno l'impatto della guerra in Ucraina e della crisi energetica sulla liquidità delle imprese. I contributi alle famiglie per gli investimenti nelle automobili e nell'energia mirano a favorire la scelta di alternative verdi e aumenteranno il consumo dei beni durevoli e gli investimenti per la casa. Il maggiore investimento pubblico nelle infrastrutture e nella digitalizzazione, uniti agli ulteriori finanziamenti per i programmi di formazione, dovrebbero migliorare la produttività e una crescita più duratura.

La crescita della domanda interna rallenterà

Secondo le previsioni, la crescita dovrebbe registrare un rallentamento al 2,4 % nel 2022 e al 1,4 % nel 2023. L'inflazione peserà sul potere di acquisto delle famiglie e la domanda repressa subirà una decelerazione, nonostante l'abolizione delle restrizioni sanitarie legate al COVID-19, un mercato del lavoro in contrazione e il congelamento temporaneo dei prezzi dell'energia regolamentati. Il propagarsi degli effetti dei prezzi dell'energia elevati, unitamente alle nuove pressioni dovute all'impatto dell'embargo dell'UE sul petrolio russo nel 2023, le significative carenze di manodopera e l'indicizzazione del salario minimo spingeranno al rialzo l'inflazione di fondo e i salari. Alla luce dell'attenuarsi della domanda tra i partner commerciali e del persistere delle strozzature nell'approvvigionamento, le esportazioni aumenteranno solo lievemente rispetto ai loro modesti livelli attuali. Si prevede comunque che gli investimenti delle imprese continueranno a mostrare resilienza, grazie a condizioni di finanziamento accomodanti e al sostegno dei piani di ripresa e resilienza che compenseranno in parte i ridotti margini di utile, l'elevata incertezza e la più debole domanda globale. Le proiezioni sul disavanzo di bilancio e sul debito pubblico in relazione al PIL rimangono elevate, con un debito (secondo la definizione contenuta nel trattato di Maastricht) che rimarrà prossimo al 115 % del PIL nel 2023.

Il peggioramento delle tensioni geopolitiche, le strozzature nell'approvvigionamento e le carenze di manodopera potrebbero generare un'inflazione più elevata del previsto e una minore domanda interna e crescita in Francia e nei suoi principali partner commerciali. Particolarmente colpita risulterebbe l'attività in alcuni settori, come le attrezzature per il trasporto e i servizi per i viaggi e il turismo. Da una prospettiva rialzista, un ulteriore sostegno fiscale potrebbe aumentare la domanda interna e le autorità potrebbero contemplare aumenti alle pensioni e agli stipendi pubblici, un nuovo piano di sussidi alimentari e misure prolungate legate all'energia, per gli anni 2022-23. Una domanda interna repressa più robusta del previsto e la spesa di consistenti risparmi accumulati, un rapido utilizzo dei fondi europei per la ripresa, nonché una ripresa più veloce del previsto nel settore del turismo internazionale potrebbero altresì aumentare la crescita.

Favorire una crescita più sostenibile e di lungo termine

Come programmato, le misure incondizionate di sostegno per i prezzi dell'energia, in particolare i tagli fiscali, dovrebbero essere gradualmente abbandonate entro fine 2022, poiché producono costi fiscali elevati e distorsioni economiche. Al fine di smorzare gli effetti delle persistenti ed elevate tensioni geopolitiche e delle pressioni dovute ai prezzi dell'energia, sarebbe opportuno contemplare piuttosto un sostegno aggiuntivo alle famiglie e alle imprese più vulnerabili, purché sia accuratamente mirato e temporaneo. Col dissiparsi delle tensioni geopolitiche e nei prezzi e con un maggiore radicamento della crescita, dovrebbe essere stabilmente attuata una strategia fiscale di medio termine per abbassare gradualmente la spesa pubblica e aumentarne l'efficienza, così da stimolare la crescita e migliorare la sostenibilità fiscale nel medio periodo. Un'azione di questo tipo dovrebbe poggiare le proprie basi su di un rafforzato quadro normativo fiscale, garantendo una ripartizione della spesa pubblica più efficiente e trasparente, attraverso revisioni della spesa. Occorrerà altresì portare avanti misure di intervento per ampliare il progresso verso le alternative verdi e i risparmi energetici e assicurare una transizione equa. Velocizzare le ristrutturazioni edilizie e i risparmi energetici contribuirebbe alla transizione energetica di lungo periodo e dovrebbe fare affidamento su valutazioni regolari dei relativi programmi di sostegno. Come previsto dalla riforma programmata sulle pensioni, è necessario garantire un accesso ampio all'apprendimento permanente per le persone poco qualificate e i disoccupati di lungo periodo, nonché un'efficiente attuazione di standard di qualità per questi programmi, al fine di sostenere la crescita e contribuire a una vita lavorativa più lunga. Per assicurare una maggiore equità, sarà in particolare fondamentale continuare a rafforzare l'istruzione iniziale, sin dalla prima infanzia.

Germania

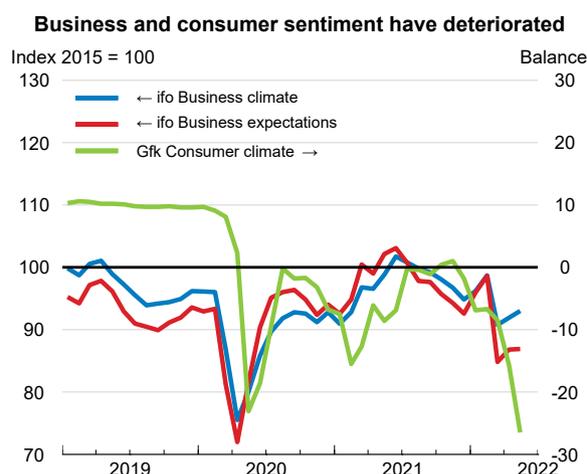
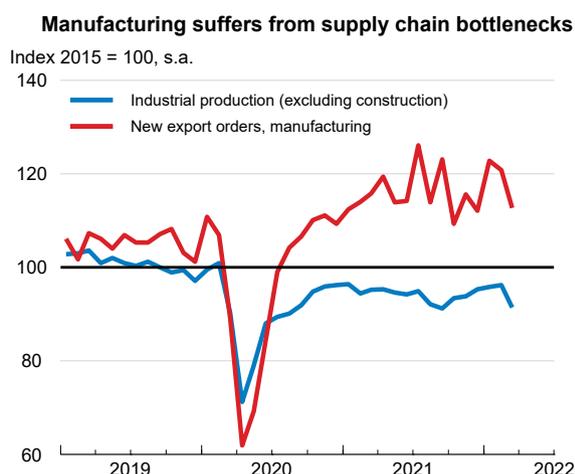
È prevista una crescita dell'economia pari all'1,9 % nel 2022 e all'1,7 % nel 2023, con una ripresa interrotta dalla guerra in Ucraina e dall'embargo sul petrolio russo. L'inflazione in crescita riduce il potere d'acquisto delle famiglie, smorzando il rimbalzo del consumo privato. La fiducia di investitori e consumatori è crollata e le strozzature nella catena di approvvigionamento sono peggiorate, posticipando la ripresa della produzione industriale e delle esportazioni verso la fine del 2022, nonostante un notevole accumulo degli ordini. La ripresa potrebbe incontrare ulteriori ostacoli dovuti alla brusca interruzione delle importazioni di gas dalla Russia o da più persistenti *lockdown* in Cina.

I programmi di sostegno fiscale volti ad attenuare gli effetti dei crescenti prezzi energetici e alimentari dovranno essere accuratamente mirati verso le famiglie vulnerabili e le imprese. Stimolare gli investimenti nelle infrastrutture e migliorare le procedure e la capacità di pianificazione e approvazione, in particolare a livello municipale, velocizzerebbe la digitalizzazione e la transizione energetica, fondamentali per una minore dipendenza dalle importazioni di energia. Per agevolare la transizione verso posti di lavoro fortemente ricercati, occorrerà affrontare le carenze di manodopera qualificata innalzando l'offerta di manodopera femminile, di lavoratori con maggiore anzianità e poco qualificati, migliorando la formazione e l'apprendimento degli adulti e abbassando i requisiti di licenza per l'esercizio di una professione. Tali misure dovrebbero essere integrate da provvedimenti volti a facilitare il riconoscimento delle qualifiche di migranti e rifugiati.

L'incertezza, le strozzature nella catena di approvvigionamento e l'inflazione elevata pesano sull'economia

Nel primo trimestre del 2022, il PIL reale è cresciuto dello 0,2 % (tasso trimestrale destagionalizzato). A gennaio e febbraio, la distensione delle strozzature nella catena di approvvigionamento e le condizioni meteorologiche più miti hanno portato a un rimbalzo nei settori manifatturiero ed edilizio, negli investimenti privati e nelle esportazioni. La spesa al dettaglio e nel settore ricettivo ha imboccato la strada della ripresa in virtù dell'elevato surplus di risparmi e dell'eliminazione delle misure di contenimento, a partire da marzo. La guerra ha, tuttavia, modificato questa prospettiva positiva. L'inflazione elevata e il crollo della fiducia dei consumatori hanno colpito il consumo privato. L'accresciuta incertezza, l'aumento dei prezzi dell'energia e le nuove carenze di materiali hanno danneggiato il settore manifatturiero ed edilizio, l'investimento privato e le esportazioni. A marzo, l'indice *Ifo business climate* ha segnato una brusca caduta, di oltre il 13 %, stabilizzandosi nei mesi di aprile e maggio. Sempre a marzo, la produzione industriale e le esportazioni di beni sono diminuite rispettivamente del 3,9 % e del 3,3 % (base mensile).

Germania 1



Fonte: Refinitiv.

StatLink  <https://stat.link/pctlx1>

Germania: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Germania						
	Prezzi correnti miliardi di EUR	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2015)				
PIL ai prezzi di mercato	3 372.3	1.1	-4.9	2.9	1.9	1.7
Consumi privati	1 753.2	1.6	-6.1	0.3	3.4	1.9
Consumo pubblico	670.4	3.0	3.5	2.9	-0.1	-0.7
Investimenti fissi lordi	711.6	1.9	-3.0	1.0	3.4	4.5
Domanda interna finale	3 135.2	2.0	-3.3	1.1	2.6	1.9
Formazione delle scorte ¹	27.6	-0.1	-0.9	1.1	1.2	0.0
Domanda interna totale	3 162.8	1.8	-4.2	2.3	3.9	1.9
Esportazioni di beni e servizi	1 598.9	1.1	-10.1	9.5	1.4	4.9
Importazioni di beni e servizi	1 389.3	2.9	-9.2	9.0	5.4	4.7
Saldo netto delle esportazioni ¹	209.6	-0.7	-1.0	0.7	-1.6	0.2
<i>Conti d'ordine</i>						
PIL al netto delle correzioni per giorni lavorativi	3367.9	1.1	-4.6	2.9	1.8	1.6
Deflatore del PIL	–	2.1	1.6	3.0	6.1	4.4
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	–	1.4	0.4	3.2	7.2	4.7
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	–	1.3	0.7	2.2	4.0	4.4
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	–	3.2	3.9	3.6	3.1	3.4
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	–	11.1	16.3	15.9	12.2	10.5
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	–	1.5	-4.3	-3.8	-3.4	-1.8
Debito pubblico lordo (% del PIL)	–	67.5	79.1	78.0	79.0	78.1
Debito pubblico lordo, definizione Maastricht ³ (% del PIL)	–	58.8	68.9	69.5	70.5	69.6
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	–	7.7	6.9	7.6	6.2	6.2

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

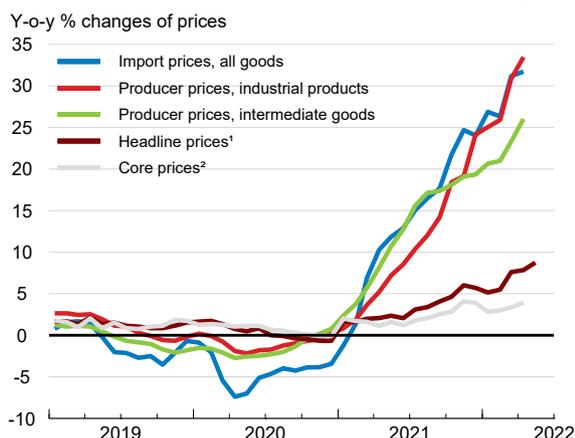
3. La definizione di debito pubblico di Maastricht comprende solo prestiti, titoli di debito, valute e depositi, con debito al valore nominale anziché al valore di mercato.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

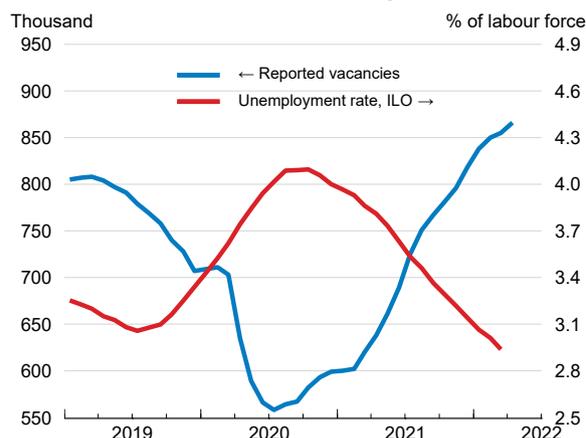
StatLink  <https://stat.link/nqs3v7>

Germania 2

Inflation has accelerated and become more widespread



The labour market has tightened



1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei prodotti alimentari, dell'energia, dell'alcol e del tabacco

Fonte: Refinitiv; Destatis.

StatLink  <https://stat.link/sijext>

Il tasso annuale di inflazione complessiva è inoltre aumentato all'8,7 % a maggio (dell'1,1 % rispetto ad aprile) e oltre il 40 % dell'aumento dei prezzi è risultato dalle componenti diverse dall'energia, a seguito dell'effetto propagatore degli elevati prezzi della produzione, che nel corso dell'anno e fino ad aprile sono aumentati del 33,5 %. I prezzi all'ingrosso sono aumentati del 23,8 % nel corso dell'anno e fino ad aprile e del 2,1 % rispetto a marzo 2022. Alla luce di una crescita dell'occupazione pari allo 0,2 %, il mercato del lavoro è rimasto solido a marzo, in un contesto di crescenti carenze di manodopera. Dopo una moderata crescita dei salari durante la pandemia, il salario negoziato è aumentato stabilmente al 4 % (su base annua) nel primo trimestre del 2022.

Prima dell'inizio della guerra in Ucraina, la Germania era fortemente dipendente dal gas, dal petrolio e dal carbone russi e circa un terzo della fornitura primaria di energia proveniva dalla Russia. Una rapida diversificazione delle forniture energetiche ha portato a una significativa riduzione nella quota delle importazioni di energia dalla Russia, che a fine aprile erano diminuite dal 35 % al 12 % per il petrolio e dal 50 % all'8 % per il carbone. Le importazioni di gas dalla Russia sono diminuite solo dal 55 % al 35 % del totale della fornitura di gas e rendono l'economia tedesca altamente vulnerabile a un eventuale stop delle importazioni di gas. In vista di tale scenario, il governo ha intrapreso numerose misure, tra cui riempire i serbatoi di gas, accelerare la costruzione di terminali di GNL e negoziare accordi commerciali con gli esportatori del medesimo. Le misure volte a incrementare il risparmio energetico potrebbero essere ulteriormente migliorate. Nel 2021, la percentuale complessiva occupata dalla Russia negli scambi esteri della Germania ammontava solo al 2,3 %. Se le importazioni dalla Russia sono diminuite solo del 2,4 % a marzo, le esportazioni verso il Paese sono crollate bruscamente del 62 %. La Germania ha finora accolto 610 000 rifugiati dall'Ucraina (lo 0,7 % della popolazione), il maggiore flusso in entrata tra i Paesi non confinanti.

La politica fiscale si trova ad affrontare nuove sfide

Il disavanzo di bilancio sottostante rimarrà più elevato rispetto al periodo precedente la pandemia. A fine giugno è previsto l'abbandono graduale dei programmi di sostegno legati alla pandemia, ivi incluso il lavoro a breve termine e le sovvenzioni alle imprese, ma il bilancio supplementare per il 2022 contempla nuove misure volte ad attenuare l'aumento dei prezzi dell'energia (una spesa ulteriore di EUR 39 miliardi o l'1,1 % del PIL). Tra tali misure vi sono l'abolizione permanente del supplemento sull'energia rinnovabile a partire da luglio, una riduzione di tre mesi delle accise sul carburante, un aumento nei sussidi alla comunità, sovvenzioni per i trasporti, nonché numerosi trasferimenti in denaro a tantum e sgravi all'imposta sul reddito per le famiglie. Se è vero che alcune di queste misure sono accuratamente mirate alle famiglie vulnerabili, altre misure prevedono esborsi considerevoli di risorse pubbliche scarse da destinare a tutte le famiglie, riducendo gli incentivi per il risparmio di energia e l'abbassamento delle emissioni di carbonio. Il governo sta altresì iniettando liquidità alle imprese gravemente colpite dalla guerra in Ucraina attraverso garanzie sui prestiti, linee di credito, sovvenzioni per i costi energetici e partecipazioni azionarie. È fondamentale che tali programmi siano accuratamente mirati e mantengano forti incentivi alla redistribuzione del capitale e della forza lavoro verso i settori in netta espansione, dove le carenze di manodopera aumentano. È prevista un'ulteriore spesa sociale pari a 4 miliardi di EUR (0,1 % del PIL) per gestire il flusso in entrata di rifugiati dall'Ucraina.

Per raggiungere i propri ambiziosi obiettivi climatici, il governo ha in programma di investire 200 miliardi di EUR fino al 2026, con incentivi fiscali rivolti agli investimenti privati che ricoprono un ruolo di primo piano. Il governo prevede altresì un aumento significativo nella spesa militare, pari a 100 miliardi di EUR nel corso dei prossimi anni, per potenziare la dotazione in questo ambito. Per questi investimenti finanziati dal debito saranno creati bilanci ombra, la cui spesa viene esclusa dal freno al debito, che sarà reintrodotta a partire dal 2023. Allo stato attuale, mancano i piani di spesa esatti per i bilanci ombra, ma gli ostacoli alla capacità nel settore edilizio e le lunghe e complesse procedure di pianificazione e approvazione causeranno probabilmente un lento esborso di fondi nell'anno in corso.

La guerra in Ucraina ostacola una ripresa forte

L'accentuata incertezza, un aumento nei prezzi energetici e ulteriori carenze di materiali causate dalle misure di *lockdown* in Cina danneggeranno il settore manifatturiero e fungeranno da freno all'investimento privato e alle esportazioni, nonostante un significativo accumulo degli ordini, posticipando lo slancio della ripresa alla seconda metà di quest'anno. La distensione delle misure di contenimento e il surplus nei risparmi accumulati contribuiranno a una ripresa più solida nelle attività dei servizi. Tuttavia, il calo nella fiducia dei consumatori a causa della guerra e i crescenti tassi di inflazione offuscheranno la ripresa del consumo privato. La politica fiscale continuerà a essere di sostegno. L'inflazione rimarrà alta a causa delle strozzature nella catena di approvvigionamento e degli elevati prezzi di produzione, che nei prossimi mesi si riverseranno sui consumatori. I prezzi dell'energia aumenteranno ulteriormente nel 2023 a causa dell'embargo sul petrolio russo. La svalutazione dell'euro e l'intensificarsi delle carenze di manodopera contribuiranno alle pressioni inflazionistiche. I salari cresceranno in modo significativo in ragione dell'aumento del salario minimo, dal 48 % al 60 % della media dei salari a ottobre, e delle pressioni sindacali, volte a conservare il potere di acquisto dei lavoratori.

Un grave rischio di ribasso per le proiezioni emerge dal potenziale fermo delle importazioni di gas dalla Russia, che colpirebbe l'economia attraverso maggiori prezzi delle importazioni, accresciuta incertezza e razionamento diretto del gas. Un peggioramento della pandemia in Cina potrebbe esacerbare le strozzature nella catena di approvvigionamento. In un'ottica rialzista, una più rapida fine della guerra o una più veloce sostituzione delle importazioni di energia dalla Russia ripristinerebbero la fiducia di investitori e consumatori. Un più robusto aumento del gettito d'imposta dovuto all'inflazione elevata e ai rimborsi degli aiuti alle imprese, legati alla pandemia, potrebbe creare ulteriore margine di manovra fiscale per gli investimenti pubblici.

Ampliare le rinnovabili per aumentare la sicurezza energetica

Per ampliare la fornitura di energia rinnovabile, è fondamentale continuare ad accelerare le complesse procedure di pianificazione e approvazione a livello municipale e di *Länder*. Per velocizzare la digitalizzazione dell'economia occorrono più investimenti nell'infrastruttura digitale, una modernizzazione più rapida dello Stato e migliori politiche di coordinamento e procedure amministrative tra i vari livelli di amministrazione. Aumentare l'efficienza della spesa pubblica attraverso l'utilizzo efficace delle revisioni della spesa, ridurre le sovvenzioni e le esenzioni fiscali di natura regressiva e dannosa per l'ambiente e migliorare l'imposizione fiscale sono tutte azioni che potrebbero sbloccare risorse ulteriori per l'investimento pubblico necessario. Per affrontare le crescenti carenze di manodopera, che rischiano altresì di sviare l'investimento privato e pubblico nell'energia rinnovabile, occorre aumentare la partecipazione alla forza lavoro di donne, lavoratori poco qualificati e con maggiore anzianità, fissando i giusti incentivi fiscali e migliorando le politiche di formazione e apprendimento degli adulti. È altresì fondamentale incoraggiare la migrazione qualificata e facilitare la partecipazione dei rifugiati ucraini al mercato del lavoro, per esempio attraverso una migliore erogazione di servizi di assistenza all'infanzia.

Giappone

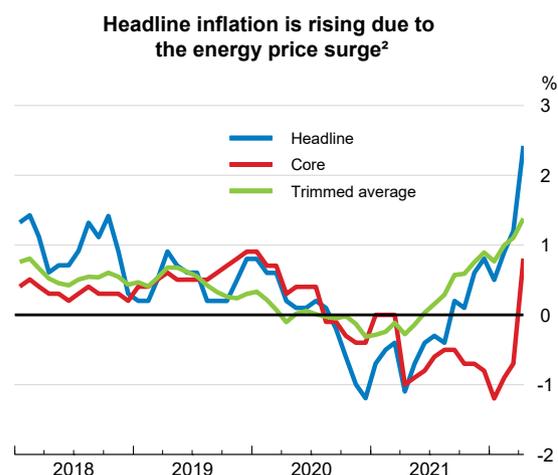
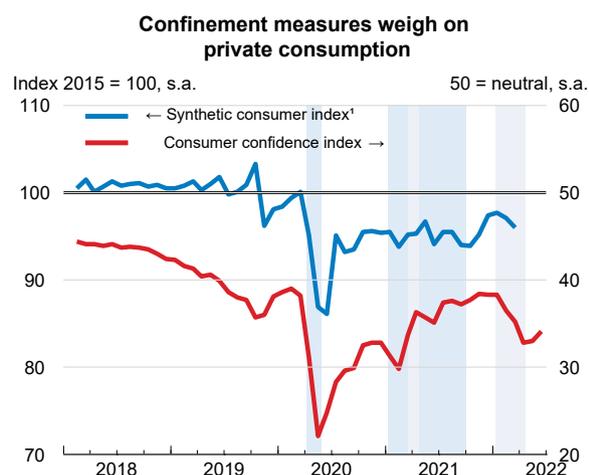
Le misure di confinamento, la debolezza della domanda esterna e il forte incremento dei prezzi dell'energia, dei materiali e delle materie prime nel contesto del COVID-19 e della guerra tra Russia e Ucraina hanno pesato sulla domanda interna nei primi mesi dell'anno. In tali circostanze la domanda repressa ha registrato un rialzo, spinta ulteriormente da ampie misure di sostegno. L'economia, di conseguenza, si riprenderà da un inizio d'anno a rilento con la crescita del PIL che dovrebbe raggiungere l'1,7 % nel 2022 e il 1,8 % nel 2023.

A fronte dell'ondata scatenata dalla variante Omicron e dell'impennata dei prezzi dell'energia, il governo giapponese ha fornito sostegno alle famiglie vulnerabili e alle imprese colpite. Il governo si è altresì adoperato per risolvere le strozzature dell'approvvigionamento, anche mediante investimenti nella capacità dei semiconduttori. Sono necessarie riforme strutturali per garantire una crescita sostenibile e resiliente. La politica monetaria si manterrà accomodante fino a quando il tasso di inflazione raggiungerà stabilmente il suo obiettivo.

Lo shock della variante Omicron e le limitazioni dell'offerta frenano la ripresa in Giappone

Sino a fine 2021, il Giappone aveva registrato tassi di contagio relativamente molto bassi, ma l'arrivo della variante Omicron ha fatto esplodere il numero di casi. Nel primo trimestre del 2022 il governo giapponese ha adottato misure simili a quelle dello stato di emergenza (cosiddette "misure preventive prioritarie") nella maggior parte delle prefetture, limitando le attività di ristoranti e bar e imponendo restrizioni per gli eventi. Sebbene le misure di confinamento siano state revocate, il conflitto in Ucraina e i *lockdown* in Cina hanno inciso sugli scambi e sui prezzi. L'inflazione complessiva ha subito un aumento per effetto degli elevati prezzi dell'energia. Inoltre, sono stati annunciati incrementi delle spese per utenze, tra cui la fornitura di elettricità e acqua, e dei prezzi di alcuni prodotti alimentari.

Giappone 1



1. L'indice sintetico dei consumi è calcolato dall'Ufficio del Gabinetto per illustrare le tendenze mensili dei consumi privati a livello macroeconomico, utilizzando le statistiche dal lato sia della domanda che dell'offerta. L'indice di fiducia dei consumatori corrisponde alla media di quattro sottoindicatori relativi al sostentamento generale, alla crescita del reddito, all'occupazione e alla disponibilità ad acquistare beni durevoli, su una scala da 1 a 100. Le aree ombreggiate mostrano i periodi in cui sono state applicate misure di confinamento (blu per gli stati di emergenza, grigio per le misure preventive prioritarie).

2. L'indice dei prezzi principali esclude le voci relative all'energia e ai prodotti alimentari freschi dall'IPC complessivo. La media troncata è calcolata escludendo i decili superiore e inferiore delle variazioni di prezzo (misurate in base al peso delle voci nell'IPC).

Fonte: Ufficio del Gabinetto; ministero degli Affari Interni e delle Comunicazioni; Banca del Giappone.

StatLink  <https://stat.link/owgl7c>

Giappone: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Giappone						
	Prezzi correnti migliaia di miliardi di YEN	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2015)				
PIL ai prezzi di mercato	556.3	-0.2	-4.5	1.7	1.7	1.8
Consumi privati	304.9	-0.5	-5.2	1.3	2.6	2.2
Consumo pubblico	108.9	1.9	2.3	2.1	1.7	-1.6
Investimenti fissi lordi	140.3	1.0	-4.6	-1.6	-0.2	3.6
Domanda interna finale	554.1	0.3	-3.6	0.7	1.7	1.7
Formazione delle scorte ¹	2.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.0
Domanda interna totale	556.2	0.2	-3.7	0.6	1.9	1.7
Esportazioni di beni e servizi	101.9	-1.5	-11.7	11.8	1.9	3.2
Importazioni di beni e servizi	101.8	1.0	-6.9	5.1	3.0	2.6
Saldo netto delle esportazioni ¹	0.1	-0.4	-0.8	1.0	-0.2	0.1
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	–	0.6	0.9	-0.9	0.4	1.7
Indice dei prezzi al consumo ²	–	0.5	0.0	-0.2	1.9	1.9
Indice primario dei prezzi al consumo ³	–	0.4	0.1	-0.7	-0.1	1.4
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	–	2.4	2.8	2.8	2.6	2.5
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	–	3.2	12.1	8.5	6.5	3.2
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	–	-3.0	-9.0	-5.7	-6.9	-4.6
Debito pubblico lordo (% del PIL)	–	223.5	240.9	240.5	244.7	244.7
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	–	3.4	2.9	2.8	1.5	1.2

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

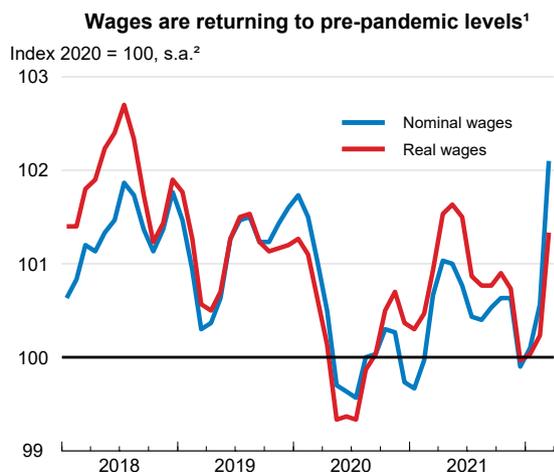
2. Calcolato come la somma degli indici trimestrali destagionalizzati per ogni anno.

3. Indice dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari ed energia.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/wfbcxp>

Giappone 2



1. I salari nominali corrispondono al totale dei redditi in contanti per dipendente. I salari reali sono i salari nominali deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo, escluse le locazioni imputate.

2. Media mobile a tre mesi.

Fonte: ministero della Salute, del Lavoro e del Welfare; Banca del Giappone.

StatLink  <https://stat.link/magf7x>

Il recente deprezzamento dello yen intensifica le pressioni inflazionistiche. L'inflazione di fondo è rimasta alquanto debole fino a qualche tempo fa in ragione dei cali delle tariffe della telefonia mobile dal marzo 2021 (cumulativamente 1,5 punti percentuali). Tuttavia, con l'esaurirsi dell'impatto di questi cali dei prezzi, l'inflazione di fondo si sta rafforzando.

L'effetto diretto della guerra in Ucraina sull'economia giapponese è limitato nel breve termine, ma i danni in termini economici potrebbero essere più ingenti nel lungo periodo. La quota di importazioni di beni dalla Russia è pari ad appena l'1,8 %, e quella delle esportazioni verso la Russia all'1 %. La dipendenza dalla Russia per i combustibili fossili è moderata (pari, rispettivamente, all'11 % per il carbone, al 9 % per il gas naturale e al 4 % per il gas naturale nel 2021). Il governo ridurrà gradualmente detta dipendenza e mira a interrompere le importazioni di carbone dalla Russia. Il Giappone, inoltre, importa alcuni metalli non ferrosi dalla Russia, tra cui il palladio, che è usato per la fabbricazione dei convertitori catalitici delle automobili. Nonostante le interruzioni agli scambi di detti metalli possano essere coperte sul breve termine attraverso l'uso delle scorte esistenti o il ricorso al riciclaggio, sul lungo termine il Giappone dovrà trovare altri fornitori o risorse sostitutive per l'energia e i materiali.

Le politiche fiscali e monetarie continuano a fornire sostegno

Il governo giapponese ha reagito allo shock sanitario e a quello energetico. Il 25 marzo le autorità hanno deciso di assegnare lo 0,3 % del PIL del 2021 per garantire vaccini contro il COVID-19, farmaci e strumenti per i test e versare una prestazione speciale in denaro alle famiglie con basso reddito. Per far fronte agli elevati prezzi dell'energia, il governo ha introdotto a partire da gennaio un nuovo sussidio per i grossisti di carburante allo scopo di moderare il rialzo dei prezzi alla pompa. Oltre all'estensione di questo sussidio a marzo, il 26 aprile le autorità hanno annunciato un nuovo pacchetto di misure per contrastare l'incremento dei prezzi, la cui portata totale (incluse le spese del settore privato) era di circa il 2,4 % del PIL. Conseguentemente, il rapporto debito/PIL continua a salire raggiungendo livelli record.

La politica monetaria è rimasta favorevole, con un controllo della curva dei rendimenti che mantiene i rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni intorno allo zero, con un margine di più o meno 0,25 punti percentuali, senza limiti agli acquisti di obbligazioni. La banca del Giappone ha prolungato l'attuale programma di sostegno ai prestiti concessi dalle banche private, in particolare per le piccole e medie imprese. Si ipotizza che l'orientamento della politica monetaria rimarrà accomodante nel periodo considerato dalle previsioni, in linea con le dichiarazioni di lunga data della banca del Giappone, secondo cui la situazione resterà invariata fino a quando il tasso di inflazione raggiungerà stabilmente l'obiettivo del 2 %.

La ripresa economica sarà lenta e i rischi sono in aumento

Nel 2022 e all'inizio del 2023 i prezzi del petrolio aumenteranno a causa dell'embargo sul petrolio imposto dai Paesi dell'UE, ma i sussidi governativi per il carburante continueranno a smorzare gli aumenti dei prezzi per i consumatori, per cui si prevede un'inflazione intorno al 2 %. Si presume che detti sussidi vengano prorogati oltre l'attuale data di scadenza, alla fine di settembre. Una volta revocate le misure di confinamento, i consumi privati registreranno un rimbalzo ma saranno frenati dall'incremento dell'inflazione. Nel breve periodo il commercio risentirà della debolezza della domanda esterna, in particolare dei principali partner commerciali, e del livello elevato dei prezzi all'importazione; tuttavia, le esportazioni e le importazioni si espanderanno con lo stabilizzarsi dei prezzi dell'energia e il recupero della domanda interna ed esterna. Gli investimenti accompagneranno la ripresa delle esportazioni e della produzione, sostenuti dalle sovvenzioni statali, in particolare nei settori dell'economia verde e del digitale. Le condizioni del mercato del lavoro continueranno a migliorare, ma nel complesso la crescita dei salari rimarrà moderata, a fronte dell'assunzione di un numero più elevato di lavoratori a bassi salari e della compressione degli utili societari per effetto degli elevati prezzi dell'energia e di altre materie prime.

Il protrarsi della guerra in Ucraina e prezzi all'importazione superiori alle previsioni costituiscono dei rischi di un'evoluzione negativa. Le interruzioni della catena di approvvigionamento dovute a ulteriori shock legati al COVID-19 o all'instabilità geopolitica potrebbero deprimere il commercio, la produzione e gli investimenti. Un ulteriore inasprimento della politica monetaria in altri Paesi potrebbe accelerare il deprezzamento dello yen, causando un rialzo dei prezzi alle importazioni e un aumento dell'inflazione. Tuttavia, ciò potrebbe altresì rafforzare le esportazioni giapponesi di beni e servizi, tra cui il turismo in entrata, purché la situazione sanitaria lo consenta. Il trasferimento dei costi sui prezzi al consumo sta diventando più diffuso rispetto al passato e potrebbe contribuire a sostenere la crescita dei salari e dei prezzi, cambiando la mentalità deflazionistica profondamente radicata nel Paese.

È opportuno attuare nuove riforme per favorire una crescita sostenibile e resiliente

Benché il governo giapponese abbia reagito con forza ai recenti shock, le impostazioni attuali delle politiche non sono sufficienti per affrontare le sfide mondiali e strutturali. A tal riguardo, la normalizzazione e la riapertura delle attività economiche, compreso il turismo in entrata, sono nuovamente possibili grazie al miglioramento della prevenzione e delle cure dei contagi da COVID-19 e non dovrebbero subire ulteriori ritardi. La riduzione degli ostacoli agli investimenti esteri diretti potrebbe non soltanto sostenere gli investimenti ma accrescere anche la produttività. Per evitare gli effetti cicatrice e compensare gli impatti dell'invecchiamento della popolazione è essenziale continuare a riformare lo stile di lavoro e rafforzare l'istruzione e la formazione professionale. L'elaborazione e l'attuazione di programmi di sostegno per la formazione e lo sviluppo di competenze sarebbero di aiuto in questo senso. Inoltre, il sostegno alla digitalizzazione e alla transizione verso un'economia verde deve essere intensificato per migliorare la produttività, la resilienza e la sostenibilità. La garanzia dei posti di lavoro e la loro redistribuzione, le catene di approvvigionamento mondiali e le fonti di energia sono le priorità attuali. In caso di comparsa di rischi di rallentamento, saranno necessarie nuove misure fiscali, ma dovranno essere più mirate e tenere conto dell'inclusione e della sostenibilità. Quando la crescita economica riprenderà slancio, gli sforzi di risanamento fiscale dovranno riprendere sul fronte sia delle spese sia delle entrate, comprendendo riforme della previdenza sociale e del sistema tributario, allo scopo di garantire la sostenibilità a lungo termine a fronte di condizioni demografiche avverse.

India

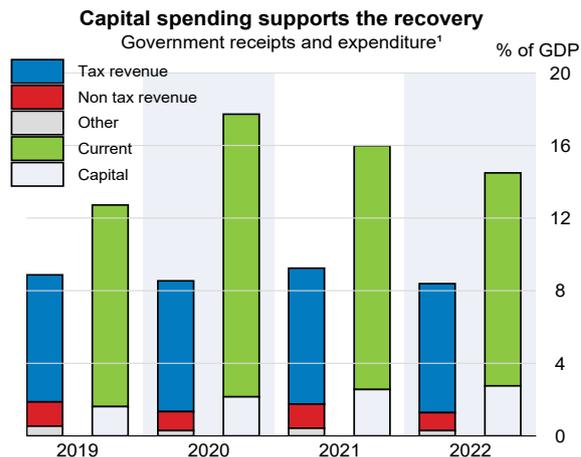
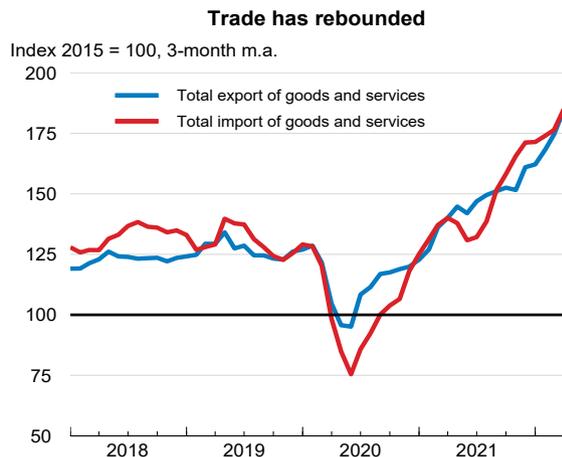
A seguito della forte ripresa del PIL registrata dai Paesi del G20 nel 2021, l'economia indiana ha progressivamente perso slancio, in quanto le aspettative di inflazione rimangono elevate a causa all'aumento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari a livello mondiale, è stato avviato il processo di normalizzazione della politica monetaria e le condizioni globali sono deteriorate. Per l'esercizio fiscale 2022-23 si stima una crescita del PIL reale del 6,9 % e per l'esercizio fiscale 2022-23 e del 6,2 %, per l'esercizio fiscale 2023-24, nonostante la ripresa degli investimenti delle imprese favorita dal regime di incentivi legato alla produzione. Se da un lato l'inflazione diminuirà gradualmente, dall'altro i disavanzi delle partite correnti aumenteranno a causa del rincaro delle importazioni di energia.

A maggio la banca centrale dell'India (RBI) ha iniziato a inasprire la politica monetaria con l'intento di ancorare le aspettative di inflazione e arginare gli effetti di secondo impatto. Dati i costi finanziari e sociali di un'inflazione elevata, la RBI dovrebbe adottare gradualmente una politica monetaria più neutrale. Il governo dovrebbe inoltre contrastare i segnali di un rapido peggioramento del tenore di vita avvalendosi di un sostegno al reddito per le famiglie vulnerabili. Tra i rischi figurano la comparsa di una nuova variante di COVID, il mancato controllo dell'inflazione, un'inversione dei flussi di capitale verso i mercati emergenti e un aumento significativo del disavanzo delle partite correnti.

Il miglioramento delle condizioni sanitarie ha sostenuto una forte ripresa, che ora sta rallentando

L'attenuazione della portata dello shock della pandemia da COVID-19, l'eliminazione delle misure di contenimento, la capacità degli esportatori di trarre vantaggio dalle condizioni esterne favorevoli e il sostegno del governo alle famiglie vulnerabili hanno contribuito congiuntamente nell'esercizio fiscale 2021-22 a determinare una crescita notevolmente elevata del PIL. Le esportazioni di merci hanno raggiunto un livello record, superando gli obiettivi ufficiali del governo e convalidando la strategia indiana di liberalizzazione controllata attraverso accordi commerciali preferenziali con i principali partner. Tuttavia, la crescita dei consumi è rallentata, come dimostrano il calo delle vendite di veicoli a due ruote, che hanno toccato il minimo da 10 anni a questa parte, la crescita modesta del credito al settore privato e la contrazione dell'occupazione, anche se le imprese segnalano di avere difficoltà ad assumere personale.

India 1



1. La prima barra di ciascun anno rappresenta il gettito fiscale e le entrate in conto capitale, esclusi i prestiti e le altre passività, mentre la seconda indica la spesa totale, esclusi gli interessi e i contributi finanziari per la creazione di immobilizzazioni. Il 2019 si riferisce alla media dei dati degli esercizi fiscali 2017-18, 2018-19 e 2019-20. Gli altri esercizi fiscali terminano il 31 marzo dell'anno civile successivo.

Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE, ministero delle Finanze, Union Budget, banca centrale dell'India e ministero del Commercio e dell'Industria.

StatLink  <https://stat.link/d4rofh>

India: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
India	Prezzi correnti migliaia di miliardi di INR		Variazioni percentuali, volume (prezzi 2011/2012)			
PIL ai prezzi di mercato	189.0	3.7	-6.6	8.7	6.9	6.2
Consumi privati	112.1	5.2	-6.0	8.7	0.0	4.2
Consumo pubblico	20.5	3.4	3.6	2.2	9.6	5.8
Investimenti fissi lordi	55.7	1.6	-10.4	15.5	7.8	9.6
Domanda interna finale	188.2	4.1	-6.5	9.5	3.2	6.0
Formazione delle scorte ^{1,2}	7.9	-1.1	-0.8	-1.7	0.0	0.0
Domanda interna totale	196.1	4.1	-7.7	11.5	8.2	6.3
Esportazioni di beni e servizi	37.7	-3.4	-9.2	23.0	4.2	1.8
Importazioni di beni e servizi	44.8	-0.8	-13.8	34.7	10.0	2.9
Saldo netto delle esportazioni ¹	-7.1	-0.5	1.4	-3.0	-1.7	-0.4
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	2.4	5.6	9.3	7.9	6.0
Indice dei prezzi al consumo	—	4.8	6.2	5.6	6.7	6.5
Indice dei prezzi all'ingrosso ³	—	1.7	1.3	13.7	12.2	8.9
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica ⁴ (% del PIL)	—	-7.2	-13.3	-9.4	-8.3	-7.6
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-0.8	1.0	-1.2	-2.2	-1.8

Nota: i dati si riferiscono agli anni fiscali che iniziano in aprile.

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. L'importo effettivo nella prima colonna comprende le discrepanze e i valori statistici.

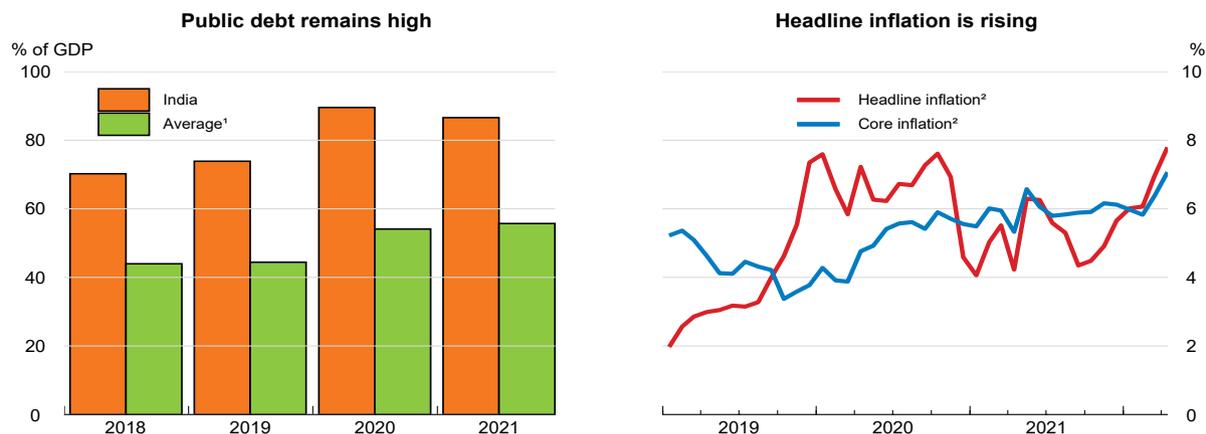
3. IPI, indice di tutte le materie prime.

4. Saldo fiscale lordo del governo centrale e degli stati federati.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/akxcvl>

India 2



1. Media non ponderata del rapporto debito pubblico/PIL per i Paesi con rating simili (Bulgaria, Costa Rica, Indonesia, Ungheria, Kazakhstan, Messico, Malesia, Perù, Filippine, Romania, Thailandia e Uruguay).

2. L'inflazione complessiva si riferisce alla variazione dei prezzi di tutti i beni del paniere. Dati destagionalizzati e basati sull'indice mensile dei prezzi al consumo e sull'IPC di base (indice 2012 = 100) forniti dall'Ufficio centrale di statistica.

Fonte: Prospettive economiche mondiali del FMI e CEIC.

StatLink  <https://stat.link/kn7ew2>

L'inflazione dei prezzi al consumo per i prodotti connessi all'energia e gli oli commestibili ha iniziato a crescere già prima dello scoppio della guerra in Ucraina e, successivamente, ha subito un'accelerazione. Anche l'inflazione è aumentata e si è ampliata: quasi il 75 % delle sotto-componenti dell'IPC supera l'obiettivo di inflazione del 4 %. Nonostante l'incertezza, che si riflette nell'aumento del rendimento dei buoni del Tesoro decennali, i mercati azionari sono stati sostenuti dall'offerta pubblica iniziale (IPO) più grande mai fatta in India da parte della società statale Life Insurance Corp. Al contempo, la copertura delle importazioni mediante le riserve valutarie, che nel marzo 2021 era superiore a 18 mesi, è scesa a 12 nel marzo 2022.

L'impatto diretto della guerra in Ucraina è relativamente limitato, poiché gli scambi commerciali tra l'India e la Russia e l'Ucraina sono modesti. Meno dell'1 % del consumo indiano di petrolio greggio nel periodo 2015-21 e l'1 % del consumo di carbone nel 2020 provenivano dalla Russia. Tuttavia, per alcuni settori, in particolare quello farmaceutico e delle armi, la Russia rappresenta, rispettivamente, un'importante Paese di destinazione e di origine. L'impatto indiretto, a causa degli spostamenti nel mercato mondiale delle materie prime e dell'energia, è molto più ampio. Nel periodo 2015-21 l'India ha importato l'88 % del suo consumo annuale di petrolio e nel 2020 il 29 % di quello del carbone. Essa è inoltre il più grande importatore di fertilizzanti azotati al mondo, delle cui importazioni l'Ucraina e la Russia detengono una quota del 9 %. Tali fattori, congiuntamente ai *lockdown* in Cina e all'embargo imposto dall'UE, contribuiscono all'inflazione elevata, sebbene nei prossimi mesi le pressioni potrebbero attenuarsi. Le misure di restrizione delle esportazioni introdotte a maggio ostacolano, almeno temporaneamente, la possibilità che gli esportatori indiani di cereali possano sostituirsi ai fornitori ucraini nei mercati terzi, in particolare per il frumento.

La politica monetaria diventa meno favorevole

Dinanzi alle crescenti pressioni inflazionistiche, a maggio la RBI ha annunciato la sua intenzione di passare da una posizione accomodante a una neutrale, con un aumento fuori ciclo del tasso dei pronti contro termine pari a 40 punti base. È stato aumentato anche il coefficiente di riserva per drenare liquidità dal mercato interbancario. Si prevede che entro la fine del 2022 il tasso di riferimento salga al 5,3 % e rimanga tale nel 2023. Poiché i prodotti alimentari e l'energia rappresentano il 53 % del paniere dell'IPC, sono state anche adottate misure per contenere l'inflazione riconducibile a fattori interni, come la riduzione delle accise centrali su benzina e diesel e dei dazi sulle importazioni di oli commestibili e carbone, nonché le limitazioni alle esportazioni di determinati prodotti agricoli. Tali interventi dovrebbero essere integrati da azioni strategiche volte a ridurre i margini in eccesso nei settori ad alta concentrazione e/o a bassa concorrenza.

Il disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche diminuirà malgrado l'aumento della spesa in conto capitale, confidando nell'afflusso di investimenti privati. L'enfasi strategica è posta sul miglioramento della logistica, nonostante le sfide legate alla capacità di esecuzione. Anche le ferrovie e le strade riceveranno un notevole impulso grazie ai prestiti a 50 anni senza interessi (regime di assistenza finanziaria agli Stati per gli investimenti di capitale). Il sostegno al reddito erogato ai gruppi vulnerabili è destinato a restare contenuto con una riduzione dei fondi assegnati al *National Rural Employment Guarantee scheme* (MGNREGA) e una spesa invariata per gli alloggi. Il crescente divario di genere in termini di partecipazione al lavoro e di occupazione, nonché di tempo dedicato alle faccende domestiche, è fonte di preoccupazione poiché incide sulla mobilità sociale e sulla riduzione della povertà. La spesa sociale dovrebbe diventare una priorità nel processo di assegnazione del bilancio e le risorse possono essere reperite riducendo i sussidi non mirati.

La crescita avrà un ritmo moderato nel 2022 e nel 2023

Negli esercizi fiscali 2022-23 e 2023-24 la normalizzazione della politica monetaria e il calo della domanda esterna incideranno sulla crescita del PIL, anche se l'ingente spesa pubblica continuerà a sostenere l'attività. Un'ambiziosa serie di misure volte a semplificare il contesto imprenditoriale, a istituire una "bad bank" (*National Asset Reconstruction Company*) incaricata di ripulire i bilanci e a migliorare la logistica dovrebbe attenuare l'impatto dell'aumento del costo del credito sugli investimenti privati. Le famiglie mantengono, tuttavia, un atteggiamento cauto sulle prospettive a breve e medio termine, in un contesto caratterizzato da segnali di indebolimento del mercato del lavoro, deterioramento del potere d'acquisto e appiattimento dei redditi reali.

Sulle previsioni economiche continuano a incidere notevoli rischi. La pandemia da COVID-19 potrebbe non attenuarsi con la rapidità e l'ampiezza previste e la campagna di richiamo del vaccino potrebbe interrompersi ben prima di raggiungere livelli di copertura universali. Una diminuzione significativa della propensione al rischio degli investitori per le attività delle economie emergenti potrebbe innescare un circolo vizioso tra il settore finanziario e l'economia reale, il che a sua volta indebolirebbe le posizioni patrimoniali delle banche. Le imprese private, comprese le grandi imprese e i gruppi di imprese che sono stati in gran parte immuni dalle conseguenze peggiori della crisi COVID-19, potrebbero rivedere i piani di investimento se i tassi di interesse continuassero a salire. L'aumento dell'inflazione dei prodotti alimentari rappresenta un rischio al rialzo per le prospettive generali di inflazione, in quanto potrebbe portare a un maggiore protezionismo alimentare e a misure immediate di ritorsione. L'incapacità di contenere l'aumento del costo della vita può anche inasprire i rischi legati alla sicurezza alimentare, soprattutto tra i minori, e aggravare ulteriormente i costi sociali della chiusura delle scuole durante la pandemia.

Sono necessarie trasformazioni energetiche di una portata che nessun Paese ha mai raggiunto nella storia

Nei prossimi 20 anni l'India è destinata a registrare l'incremento maggiore della domanda di energia rispetto a qualsiasi altro Paese. La combinazione di un'economia in crescita e in via di industrializzazione e di una popolazione in espansione e sempre più urbana determinerà l'aumento del consumo di energia, sollevando la questione di come soddisfare al meglio l'incremento della domanda senza aggravare problemi quali le costose importazioni di energia, l'inquinamento atmosferico e le emissioni di gas a effetto serra. L'azione per il clima è stata individuata come uno dei pilastri del bilancio, compresi i piani per uno sviluppo a basse emissioni di CO₂ e resiliente ai cambiamenti climatici. In base alle attuali politiche dell'India, alla fine del 2030 quasi il 60 % delle sue emissioni di CO₂ proverrà da infrastrutture e macchine che oggi non esistono. Se da un lato ciò rappresenta un'enorme opportunità affinché le politiche conducano l'India verso un percorso energetico più sicuro e sostenibile, dall'altro richiede sforzi per elettrificare i processi, migliorare l'efficienza dei materiali e dell'energia, utilizzare tecnologie di cattura del carbonio e passare a combustibili a basso contenuto di carbonio. La continua dipendenza dalle importazioni di combustibili, che secondo l'Agenzia internazionale per l'energia dovrebbero superare entro il 2040 il 90 % rispetto all'attuale 75 %, crea vulnerabilità ai cicli e alla volatilità dei prezzi, nonché possibili interruzioni dell'approvvigionamento. Il rafforzamento della sicurezza energetica nel settore dell'energia elettrica richiede un aumento significativo della flessibilità del sistema, il miglioramento della solidità finanziaria di molte imprese di distribuzione e ulteriori sforzi per sviluppare le energie rinnovabili e le capacità di stoccaggio.

Indonesia

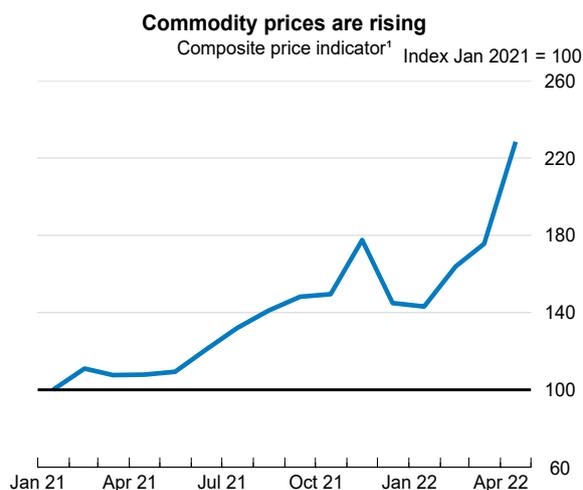
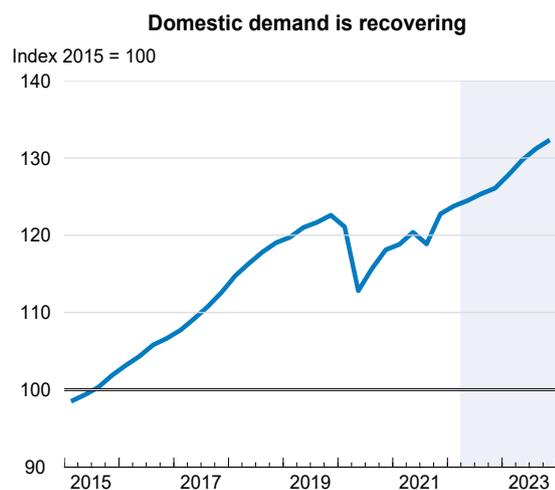
Per il 2022 e il 2023 si stima che la crescita del PIL si consoliderà al 4,7 % grazie al miglioramento della situazione sanitaria che sostiene la ripresa della domanda interna, all'aumento delle esportazioni di materie prime e alla lenta ripresa del turismo. L'aumento dell'inflazione, tuttavia, sta già frenando il potere di acquisto dei consumatori e la domanda di beni durevoli. Il divario di produzione rimarrà considerevole, ostacolando almeno inizialmente il trasferimento dell'aumento dei prezzi delle materie prime a livello mondiale sui prezzi al consumo. Tuttavia, il disavanzo delle partite correnti aumenterà.

Il governo prevede di ridurre progressivamente il disavanzo di bilancio per rispettare il limite costituzionale del 3 % del PIL entro il 2024. La normalizzazione della politica monetaria sarà graduale e orientata alla stabilità valutaria. A seguito all'adozione di importanti riforme sugli investimenti e dell'amministrazione fiscale, è importante completare il processo con misure di attuazione coerenti. Le tensioni geopolitiche evidenziano l'urgenza di migliorare la sicurezza energetica attraverso investimenti nelle energie rinnovabili e in una maggiore efficienza energetica.

Inizia la ripresa

Le restrizioni alla mobilità introdotte per contenere le successive ondate di contagi da COVID-19 sono state in gran parte eliminate, sebbene la carenza di vaccini, le sfide logistiche e la reticenza nei confronti di questi ultimi continuino a impedire il raggiungimento di una copertura quasi universale. Nel 2021 il PIL reale è cresciuto del 3,7 % e nel primo trimestre del 2022 è salito al 5 % (su base annua); tuttavia la produzione rimane ben al di sotto dell'andamento previsto prima della pandemia. I consumi delle famiglie, gli investimenti delle imprese e le esportazioni nette hanno rappresentato ciascuno un terzo della crescita del 2021. Dagli indicatori del *sentiment*, come il *Mandiri Spending Index* e il PMI del settore manifatturiero, emerge l'avvio della ripresa e l'entrata in borsa ad aprile della più grande start-up indonesiana ha contrastato il calo a livello mondiale dei titoli tecnologici. Il trasferimento dell'aumento dei prezzi globali sui prezzi al consumo è stato inizialmente limitato, anche se quest'anno l'inflazione complessiva ha segnato un'accelerazione e l'inflazione di fondo ha raggiunto un livello che non si registrava dalla fine del 2017. I servizi di trasporto e i prodotti alimentari e le bevande sono le voci dell'IPC che crescono più rapidamente. Nel 2021 il tasso di disoccupazione è diminuito, ma quasi la metà dei capifamiglia dichiara di guadagnare meno rispetto a prima della pandemia da COVID-19. Nel primo trimestre del 2022, le vendite di beni di consumo durevoli, come gli scooter, sono rallentate.

Indonesia 1



1. Gli indici di prezzo per le singole materie prime (olio di palma, carbone, minerale di ferro e oro) sono aggregati tramite la ponderazione della quota di ciascuna materia prima rispetto al totale delle esportazioni del 2020 della stessa.

Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE, ministero dell'Energia e delle Risorse minerarie e *Commodity Markets Outlook* della Banca mondiale.

StatLink  <https://stat.link/ioz8n1>

Indonesia: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Indonesia						
PIL ai prezzi di mercato	14 838.8	5.0	-2.1	3.7	4.7	4.7
Consumi privati	8 455.1	5.2	-2.7	2.0	5.3	4.4
Consumo pubblico	1 338.6	3.3	2.0	4.2	-6.3	1.4
Investimenti fissi lordi	4 791.2	4.5	-5.0	3.8	3.8	4.9
Domanda interna finale	14 585.0	4.8	-3.1	2.8	3.8	4.3
Formazione delle scorte ¹	412.4	-1.0	-0.5	0.1	0.2	0.0
Domanda interna totale	14 997.4	3.6	-3.6	2.8	3.9	4.3
Esportazioni di beni e servizi	3 116.5	-0.5	-8.1	24.0	13.1	9.5
Importazioni di beni e servizi	3 275.1	-7.1	-16.7	23.3	11.0	8.7
Saldo netto delle esportazioni ¹	- 158.6	1.4	1.4	1.0	1.0	0.6
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	1.6	-0.4	6.0	6.1	3.1
Indice dei prezzi al consumo	—	3.0	1.9	1.6	3.8	3.8
Deflatore dei consumi privati	—	3.2	1.9	1.7	4.2	4.5
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-1.7	-5.4	-5.8	-4.4	-3.4
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-2.7	-0.4	0.3	-0.6	-0.9

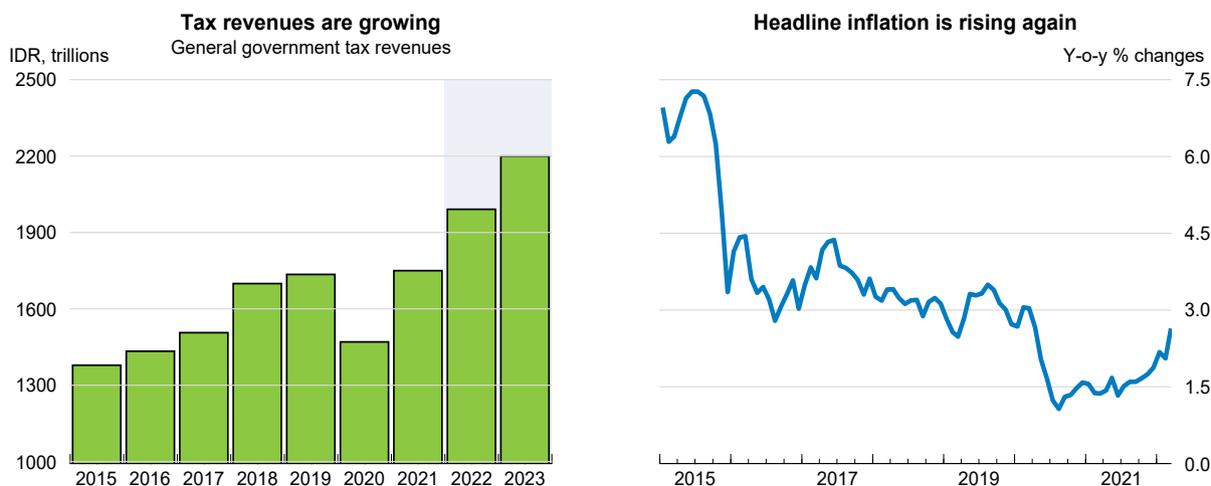
1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/fd3qln>

L'Indonesia importa una quota considerevole del suo fabbisogno energetico ed è inoltre lungi dall'essere autosufficiente per quanto riguarda alcuni prodotti alimentari di base come il frumento (un quarto del fabbisogno interno proviene dall'Ucraina). Ciò rende il Paese vulnerabile alle interruzioni dell'approvvigionamento dovute alla guerra e incide sul potere di acquisto delle famiglie. I visitatori russi rappresentano inoltre una percentuale considerevole dei turisti stranieri. D'altra parte, l'Indonesia è tra i maggiori fornitori mondiali di materie prime come l'olio di palma, il carbone termico, il nichel, l'oro e le ferroleghhe, che da metà febbraio hanno registrato notevoli impennate dei prezzi a livello mondiale.

Indonesia 2



Fonte: banca dati *Main Economic Indicators* dell'OCSE e prospettive economiche mondiali del FMI di aprile 2022.

StatLink  <https://stat.link/s8euc4>

La normalizzazione delle politiche rifletterà gli sviluppi a livello mondiale

Le politiche fiscali e monetarie hanno sostenuto l'attività durante la crisi COVID-19 e sono ora destinate a normalizzarsi gradualmente di pari passo con la ripresa. Si prevede che entro la metà del 2022 la banca di Indonesia porterà il tasso di riferimento al 4½ per cento, passando così da una posizione accomodante a una neutrale, prima che le aspettative di accelerazione dell'inflazione si consolidino. Il sistema finanziario si trova in condizioni migliori rispetto a quanto accaduto nei precedenti episodi di turbolenza e incertezza a livello mondiale: le esposizioni sovrane e societarie ai finanziamenti esterni sono ora relativamente ridotte, il disavanzo nelle partite correnti è basso e gestibile, la fluttuazione della rupia è stata relativamente lieve e le riserve internazionali sono ampie. L'Indonesia ha fatto ricorso a divieti di esportazione su materie prime di cui è uno dei maggiori produttori mondiali, in particolare l'olio di palma. Tale approccio dovrebbe essere molto limitato nel tempo e nella portata, in quanto è probabile che i potenziali benefici a breve termine (assicurare l'approvvigionamento sul mercato interno e limitare l'aumento dei prezzi) siano compensati dai comprovati costi a medio termine delle distorsioni. Tra questi figurano le minori entrate in valuta forte, il deprezzamento monetario e quindi i maggiori costi di importazione, i danni alla reputazione sui mercati globali e i disincentivi per gli agricoltori.

I risultati nel settore tributario del 2021 sono stati ottenuti grazie al miglioramento del gettito fiscale, sostenuto dai prezzi elevati delle materie prime e dalle riforme fiscali. In questo contesto, vi è margine per proteggere il potere d'acquisto dei gruppi più vulnerabili attraverso un sostegno diretto al reddito, senza compromettere i piani di risanamento del bilancio. Anche il rendimento della spesa è migliorato, concentrandosi principalmente sulla sanità e sui programmi sociali. La tassa sul carbonio, inizialmente prevista per aprile 2022 e rinviata a luglio, prevede un'aliquota minima di 30 000 IDR (1,9 EUR) per tonnellata che si applicherà inizialmente alle centrali a carbone. Ciò costituirebbe un passo importante per contenere le emissioni di gas a effetto serra che, tenuto conto dell'uso del suolo, sono attualmente le più elevate tra i Paesi del G20 in rapporto al PIL.

La crescita è destinata a riprendere la sua tendenza di medio termine

Per il 2022 e il 2023 si stima una crescita del PIL reale pari al 4,7 %. Tra i fattori che guidano il ritorno al modello di crescita che prevaleva prima della pandemia figurano la liberazione della domanda repressa di beni di consumo e servizi alla persona, un programma di trasferimento di denaro per l'olio alimentare, la creazione di posti di lavoro, i nuovi investimenti realizzati grazie alle riforme e gli accordi commerciali recenti, la ripresa del turismo straniero e la forte domanda mondiale di materie prime indonesiane, anche se in decelerazione. Nel 2022 e nel 2023 l'inflazione complessiva annua si avvicinerà al tetto del 4 %. Si prevede che le partite correnti registreranno un disavanzo modesto.

Le previsioni sono soggette sia a rischi idiosincratici che gravano sulla fiducia degli investitori, come la continua incertezza sulla data delle prossime elezioni presidenziali, sia a un ampio deterioramento delle condizioni finanziarie nei mercati emergenti. Il perdurare degli aumenti dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari a livello mondiale comporterebbe ulteriori rischi, anche per le finanze pubbliche a causa dell'entità considerevole dei sussidi, nonché per la sicurezza alimentare e i mezzi di sussistenza. L'aspetto positivo è che i benefici delle riforme del mercato del lavoro e dell'amministrazione fiscale previste per il 2020-21 saranno avvertiti attraverso un clima migliore per le imprese e gli investimenti, un aumento dell'occupazione e un miglioramento del capitale fisico e umano privato.

Le riforme strutturali possono condurre l'Indonesia verso la sicurezza energetica

Il governo, attraverso il programma "Vision 2045" ha fissato l'obiettivo di rendere il Paese una delle cinque maggiori economie del mondo entro il 100° anniversario dell'indipendenza. Il conseguimento di tale obiettivo deve essere coerente con quello volto a ridurre entro il 2030 le emissioni del 29 % con i propri sforzi e del 41 % con il sostegno internazionale. Il piano energetico nazionale del 2014 prevedeva il raggiungimento di un mix energetico entro il 2025, in cui il petrolio e il carbone rappresentassero il 55 % (rispetto al 72 % del 2019), il gas il 22 % (19 %) e le nuove energie rinnovabili il 23 % (9 %). Il governo si sta adoperando per tagliare i sussidi che incoraggiano l'uso del carbone. L'Indonesia è ricca di risorse energetiche rinnovabili, ma la complessità degli appalti e dell'attuazione dei progetti ne impedisce una maggiore diffusione. Per attrarre gli investimenti necessari, occorre migliorare l'affidabilità dei dati ufficiali sull'energia, rafforzare il processo di revisione normativa per garantire la coerenza delle norme e revocare le politiche che hanno reso i combustibili fossili più allettanti dal punto di vista finanziario rispetto alle fonti energetiche a minore intensità di emissioni. Per accelerare il passaggio ai veicoli elettrici si dovrebbero prendere in considerazione incentivi fiscali e non fiscali e ampliare le infrastrutture necessarie.

Italia

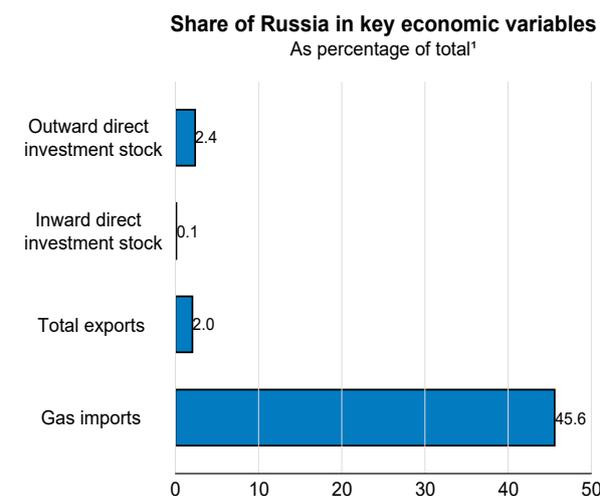
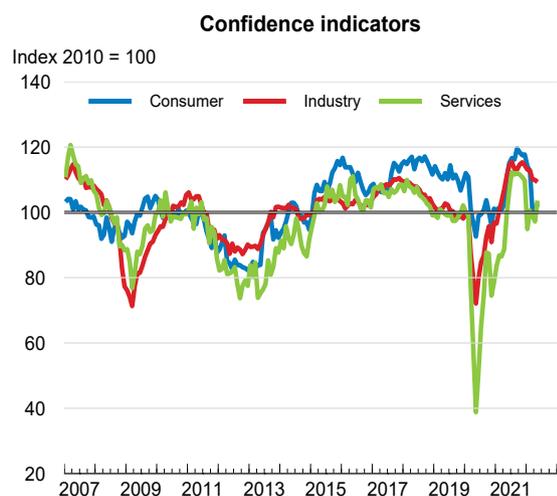
Dopo un netto rimbalzo del 6,6 % nel 2021, la crescita del PIL dell'Italia subirà conseguenze a causa della guerra. Si prevede una crescita del PIL del 2,5 % nel 2022, sostenuta da forti effetti base, e dell'1,2 % nel 2023. Le persistenti pressioni inflazionistiche legate alla guerra e l'incertezza ridurranno i consumi delle famiglie, rallentando la ripresa dei servizi. I nuovi incentivi per il settore privato e le misure del Piano nazionale di ripresa e resilienza mitigheranno alcune delle conseguenze negative derivanti dalle interruzioni degli approvvigionamenti e dall'incertezza sugli investimenti. Poiché il gas costituisce il 42 % del consumo totale di energia, i principali rischi per le prospettive economiche sono rappresentati dai prezzi e dalle forniture di energia. La crescita potrebbe essere rallentata anche da un netto incremento dei rendimenti obbligazionari.

Le autorità pubbliche hanno assicurato forniture di energia per sostituire quasi i due terzi delle importazioni di gas russo. L'aumento degli investimenti nelle energie rinnovabili e nell'efficienza energetica rafforzerebbe ulteriormente la sicurezza energetica. Lo stimolo fiscale, introdotto per rispondere alla crisi, dovrebbe essere gradualmente ritirato. Politiche più mirate preserverebbero il potere d'acquisto dei gruppi più vulnerabili dall'inflazione elevata senza ostacolare gli incentivi alla transizione verde. La ferma attuazione delle riforme del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), tra cui la digitalizzazione della giustizia civile e delle procedure fallimentari, dovrebbe aumentare la resilienza e la fiducia.

La guerra ha indotto un forte rallentamento della crescita

Nel primo semestre del 2022 lo slancio della crescita ha subito un ulteriore rallentamento. L'economia ha subito un rallentamento raggiungendo la crescita dello 0,1 % nel primo trimestre, in quanto alle restrizioni dovute al COVID-19 nel mese di gennaio si sono sommati l'inflazione legata alla guerra, gli shock della catena di approvvigionamento e la caduta della fiducia. L'inflazione complessiva è cresciuta al 7,3 % nel mese di maggio, trainata dall'incremento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari. L'inflazione di fondo ha raggiunto il 3,4 %, il che rispecchia le pressioni sui costi di produzione e la normalizzazione dei prezzi nei servizi dopo la stagnazione dovuta al COVID. Sebbene le aspettative di inflazione continuino ad aumentare, l'inflazione salariale è attualmente contenuta. Il settore dei servizi ha contribuito sempre più alla creazione di posti di lavoro. La fiducia è diminuita bruscamente all'inizio della guerra, ma si è stabilizzata ad aprile. Le imprese continuano ad avere ampie disponibilità di liquidità, grazie in parte alle garanzie statali passate e a quelle in vigore.

Italia 1



1. Media dal 2018 al 2020.

Fonte: Istat; Agenzia ICE; Banca d'Italia; calcoli dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/3julah>

Italia: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Italia	Prezzi correnti miliardi di EUR		Variazioni percentuali, volume (prezzi 2015)			
PIL ai prezzi di mercato	1 771.3	0.5	-9.1	6.6	2.5	1.2
Consumi privati	1 066.3	0.2	-10.6	5.2	1.6	0.7
Consumo pubblico	334.5	-0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
Investimenti fissi lordi	316.2	1.2	-9.2	17.0	8.6	1.5
Domanda interna finale	1 716.9	0.3	-8.2	6.4	2.8	0.9
Formazione delle scorte ¹	11.5	-0.5	-0.3	0.2	0.5	0.0
Domanda interna totale	1 728.5	-0.2	-8.5	6.6	3.3	0.8
Esportazioni di beni e servizi	555.5	1.8	-14.2	13.4	7.9	3.2
Importazioni di beni e servizi	512.6	-0.5	-12.7	14.3	10.5	2.3
Saldo netto delle esportazioni ¹	42.8	0.7	-0.9	0.2	-0.6	0.3
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	—	0.9	1.4	0.5	2.9	3.3
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	—	0.6	-0.1	1.9	6.3	3.8
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	—	0.5	0.5	0.8	2.8	2.7
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	—	9.9	9.3	9.5	9.0	9.3
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	2.4	10.2	7.5	4.5	4.3
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-1.5	-9.6	-7.2	-6.1	-4.2
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	155.6	185.5	175.0	174.4	172.4
Debito pubblico lordo, definizione Maastricht ³ (% of GDP)	—	134.1	155.4	151.0	150.4	148.3
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	3.2	3.8	2.4	-0.5	-0.7

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

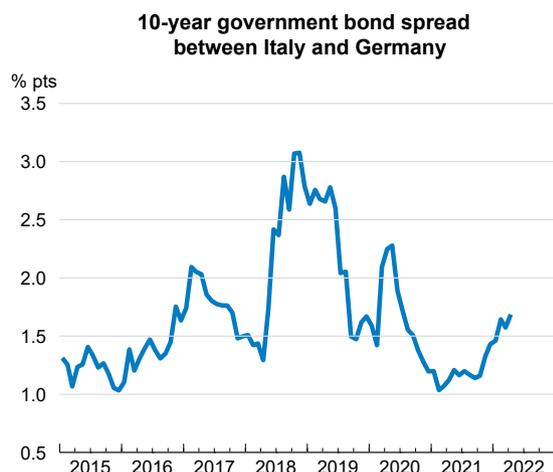
2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

3. La definizione di debito pubblico di Maastricht comprende solo prestiti, titoli di debito, valute e depositi, con debito al valore nominale anziché al valore di mercato.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink <https://stat.link/2unrjx>

Italia 2



1. Retribuzioni orarie medie e salari del settore industriale, dell'edilizia e dei servizi (ad eccezione delle attività per le quali le famiglie agiscono come datori di lavoro e delle organizzazioni e degli organismi extraterritoriali).

2. Aspettative delle imprese in merito all'inflazione dei prezzi al consumo tra due anni.

Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE; Banca d'Italia; calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/ynats0>

La guerra inciderà sulla crescita, in quanto l'incremento dei prezzi erode il potere di spesa e la fiducia. Il gas naturale soddisfa il 42 % del fabbisogno energetico italiano. Il governo ha introdotto considerevoli misure politiche di sostegno, tra cui la riduzione delle accise e delle aliquote IVA sui prezzi dell'energia, crediti d'imposta per gli utenti che consumano elevati quantitativi di energia e un bonus in contanti a tantum per i lavoratori a basso reddito che utilizzano i trasporti pubblici. Le garanzie statali per il credito alle imprese e i regimi di riduzione dell'orario lavorativo sono stati ampliati e, al contempo, è stata estesa la copertura degli incentivi agli investimenti in energia verde. Il governo prevede che l'Italia possa raggiungere la completa indipendenza dal gas russo entro la fine del 2024. Sono stati conclusi negoziati riguardanti fonti alternative di gas e sono in vigore norme per aumentarne le riserve: tali provvedimenti possono fungere da importanti ammortizzatori, ma sarà anche necessario ridurre il consumo di energia in caso di un'eventuale diminuzione delle forniture di gas. Sul lungo termine, l'accelerazione dell'approvvigionamento di energia rinnovabile favorirebbe la sicurezza energetica. Sono stati rimossi alcuni ostacoli amministrativi all'approvvigionamento di energia da fonti rinnovabili. Le autorità prevedono che nel 2022 arriveranno 175 000 rifugiati ucraini, per lo più donne e bambini. Il sostegno a essi destinato comporterà un costo pari allo 0,1 % del PIL.

Le politiche sono di sostegno, ma è necessario continuare ad attuare le riforme

La politica del governo rimane incentrata sull'aumento della crescita e sulla riduzione graduale del sostegno fiscale per far sì che entro il 2030 il debito totale ritorni ai livelli del 2019. Per il 2022 si prevede che l'orientamento di bilancio rimanga espansivo, con un disavanzo del 6,1 %, che si ridurrà al 4,2 % nel 2023. L'aumento della spesa legata al sostegno per i prezzi dell'energia, gli altri stimoli per controbilanciare l'impatto della guerra e i pagamenti impreveduti per le obbligazioni legate all'inflazione sono stati parzialmente compensati da maggiori entrate fiscali e da un'imposta straordinaria sulle società del settore energetico. Si prevede che il debito lordo (definizione Maastricht) raggiungerà il 148,3 % del PIL nel 2023. Una revisione della spesa identificherà i fondi per i nuovi impegni di spesa, tra cui un aumento graduale della spesa militare entro il 2030. Un sostegno più mirato per i prezzi dell'energia potrebbe generare risparmi. Sebbene i pagamenti degli interessi dovuti all'incremento dello spread sui titoli di Stato non aumenteranno in modo significativo nel breve termine a causa della maggiore durata delle obbligazioni, entro il 2025 potrebbero esservi sostanziali rischi derivanti dall'elevata crescita dei tassi di interesse.

L'attuazione di ulteriori riforme invierà un segnale importante e contribuirà a sostenere la fiducia e la crescita. Nel dicembre 2021 è stato introdotto l'assegno unico e universale per i figli a carico e sono state apportate le prime modifiche alle aliquote dell'imposta sul reddito delle persone fisiche per sostenere la partecipazione al mercato del lavoro e i consumi. Il Piano nazionale di ripresa e la resilienza è in fase di attuazione. Gli investimenti pubblici hanno raggiunto il 2,9 % del PIL nel 2021 e cresceranno a tassi a due cifre nel 2022 e nel 2023. Il governo ha stanziato quasi 6 miliardi di EUR tra il 2022 e il 2023 per contrastare l'impatto dell'inflazione elevata sui progetti di investimento. Ciononostante, gli obiettivi di investimento molto ambiziosi del Piano hanno subito ritardi. Gli investimenti previsti per circa 9,5 miliardi di EUR sono stati posticipati a dopo il 2026, anche se queste somme non sono state finanziate dal Fondo di ripresa e resilienza.

Nel 2022 è previsto un rallentamento trainato dai consumi, che lascerà spazio a una graduale ripresa nel 2023

Nel 2022 lo slancio della crescita subirà un rallentamento, poiché l'inflazione riduce il potere d'acquisto e la propensione alla spesa delle famiglie, per poi riprendersi gradualmente nel 2023. Si prevede che la crescita raggiunga il 2,5 % nel 2022 e l'1,2 % nel 2023, con forti effetti di trascinamento che contribuiranno per 2,2 punti percentuali alla crescita del 2022. Nonostante si stimi che la moderazione dei prezzi dell'energia ridurrà l'inflazione complessiva in tutto il 2023, secondo le previsioni l'inflazione di fondo rimarrà costante a causa degli effetti duraturi delle interruzioni dell'approvvigionamento energetico e degli scambi commerciali. L'inflazione alimentare dovrebbe rimanere elevata per tutto il periodo considerato dalle previsioni economiche. Gli incrementi dei salari non compenseranno completamente la spesa che le famiglie dovranno sostenere in ragione dell'aumento del costo della vita. L'incertezza e gli elevati prezzi del settore dell'edilizia ritarderanno leggermente gli investimenti, il che sarà controbilanciato da maggiori incentivi agli investimenti e da ingenti investimenti pubblici. Gli attriti commerciali internazionali peseranno sulle esportazioni in tutte le previsioni, anche se la competitività sarà sostenuta dalla debolezza dell'euro e dall'inflazione relativamente più bassa.

Prevalgono i rischi al ribasso per la crescita. Un'eventuale limitazione della fornitura di gas naturale potrebbe ridurre ulteriormente la crescita e aumentare l'inflazione. Tassi di interesse più elevati potrebbero generare un calo della crescita e, di conseguenza, aumentare i livelli di debito pubblico. Una mancata ripresa rapida della crescita potrebbe compromettere la fiducia e la redditività, aumentare i fallimenti, ridurre la redditività delle banche e innescare un ulteriore calo della crescita. Da un lato positivo, l'impatto delle riforme fiscali potrebbe avere maggiore risonanza consentendo in tal modo ai salari, all'occupazione e alla fiducia delle famiglie di riprendersi più rapidamente del previsto.

Il sostegno alle imprese sostenibili e più verdi contribuirà ad accrescere la resilienza agli shock sul lungo termine

Al fine di attenuare l'impatto di un conflitto prolungato in Ucraina, le politiche dovrebbero puntare sempre più all'assistenza temporanea ai più vulnerabili, piuttosto che all'abbassamento dei prezzi dell'energia. È possibile accelerare la transizione verde disgiungendo questo sostegno dal consumo energetico futuro ed eliminando gradualmente i sussidi dannosi per l'ambiente. Il sostegno agli investimenti nell'efficienza energetica e nell'approvvigionamento di energia rinnovabile rafforzerebbe la sicurezza energetica. I contratti a lungo termine sui prezzi dell'energia possono contribuire a gestire i costi fiscali, fornendo al contempo certezza agli investitori. È opportuno attuare una strategia di risanamento del bilancio calibrata per ridurre gradualmente il rapporto debito pubblico/PIL. Le reti di sicurezza sociale e la formazione dovrebbero costituire gli strumenti principali per proteggere i lavoratori colpiti dalle chiusure delle imprese, piuttosto che ricorrere a politiche che possono inavvertitamente ridurre la disponibilità ad assumere o far protrarre le procedure di fallimento. L'attuazione di riforme in materia di fallimenti e pubblica amministrazione, combinata alla digitalizzazione della giustizia civile, favorirà una ripresa più rapida, prevedibile e più resiliente dalla crisi più recente. La continua ed efficace attuazione delle riforme del PNRR farà aumentare la crescita e dimostrerà l'impegno politico a controbilanciare l'incertezza legata alla guerra.

Regno Unito

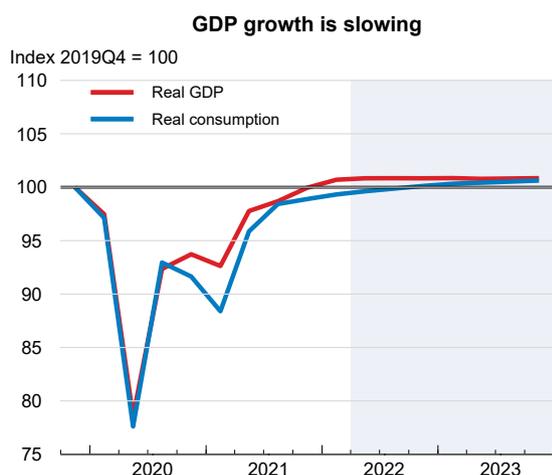
Pel il 2022 si prevede che il PIL cresca del 3,6 %, per poi ristagnare nel 2023. L'inflazione manterrà la sua tendenza al rialzo e raggiungerà un picco al 10 % a fine 2022, spinta dalle persistenti carenze di manodopera e approvvigionamenti e dagli elevati prezzi dell'energia, prima di scendere gradualmente al 4,7 % a fine 2023. I consumi privati dovrebbero registrare una frenata con l'erosione dei redditi delle famiglie dovuta all'incremento dei prezzi. Nel 2022 gli investimenti pubblici si indeboliranno, in quanto le strozzature dell'offerta ostacoleranno l'attuazione degli investimenti previsti, ma dovrebbero ripartire al rialzo nel 2023, con il venir meno di questi effetti. Le tensioni sul mercato del lavoro contribuiranno a mantenere il livello di disoccupazione basso.

La politica monetaria deve proseguire la graduale normalizzazione per favorire il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo. È necessario che la politica fiscale trovi un equilibrio tra un progressivo inasprimento, un sostegno ben mirato volto a proteggere le famiglie vulnerabili dall'aumento costo della vita e i fabbisogni accentuati in termini di spesa e investimenti per accompagnare la produttività. I programmi governativi devono puntare a fornire certezze riguardo alla transizione verso un'economia a emissioni zero al fine di sostenere gli investimenti e accelerare la riduzione della dipendenza dai combustibili fossili.

La crescita rallenta in un contesto di persistente scarsità di approvvigionamenti e aumento dell'inflazione

A novembre 2021 la produzione ha superato i livelli pre-pandemia; tuttavia, i dati ad alta periodicità indicano un rallentamento dell'economia. A marzo 2022, il PIL mensile è sceso dello 0,1 %, contro lo 0,7 % di gennaio e la stazionarietà di febbraio. L'allentamento delle restrizioni agli spostamenti applicate in risposta al COVID-19 all'inizio del 2022 ha innescato una netta ripresa delle prenotazioni di vacanze, ma il settore manifatturiero ha subito un crollo per effetto delle interruzioni nelle catene di fornitura mondiali. Le tensioni sul mercato del lavoro aumentano, con i posti vacanti che hanno raggiunto la cifra di circa 1,3 milioni a marzo 2022. Nel primo trimestre del 2022 il tasso di disoccupazione è calato al 3,7 %, ossia al di sotto dei livelli minimi registrati prima della pandemia. Tuttavia, il tasso di inattività rimane superiore ai livelli osservati nello stesso periodo. L'inflazione continua a salire come conseguenza dell'incremento dei prezzi dell'energia e dei beni, dovuto a sua volta alla scarsità di approvvigionamenti a livello mondiale e alla forte domanda repressa di beni. I salari settimanali medi hanno registrato una crescita costante da metà 2020, ma nel periodo gennaio-marzo 2022 erano inferiori in termini reali dell'1,2 % rispetto all'anno precedente. Le pressioni inflazionistiche sono state accentuate dal netto aumento dei prezzi dell'energia in seguito all'invasione russa dell'Ucraina, intaccando la fiducia. La fiducia delle imprese rimane ben al di sopra dei livelli pre-pandemia, ma quella dei consumatori resta moderata, riflettendo le preoccupazioni legate all'aumento del costo della vita.

Regno Unito 1



1. La fiducia delle imprese si riferisce al settore manifatturiero.

Fonte: banca dati 111 delle Prospettive economiche dell'OCSE, banca dati dei principali indicatori dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/tcx50w>

Regno Unito: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Regno Unito						
PIL ai prezzi di mercato	2 174.4	1.7	-9.3	7.4	3.6	0.0
Consumi privati	1 412.3	1.3	-10.6	6.2	4.5	0.7
Consumo pubblico	399.0	4.2	-5.9	14.3	1.4	0.8
Investimenti fissi lordi	386.5	0.5	-9.5	5.9	8.0	2.1
Domanda interna finale	2 197.8	1.7	-9.5	7.9	4.5	1.0
Formazione delle scorte ¹	4.9	-0.1	-0.6	0.6	3.5	0.0
Domanda interna totale	2 202.7	1.6	-10.2	8.3	8.0	0.9
Esportazioni di beni e servizi	663.3	3.4	-13.0	-1.3	0.9	1.5
Importazioni di beni e servizi	691.6	2.9	-15.8	3.8	15.7	3.6
Saldo netto delle esportazioni ¹	-28.3	0.1	1.0	-1.4	-4.2	-0.7
Conti d'ordine						
Deflatore del PIL	—	2.0	5.1	0.3	5.7	4.9
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	—	1.8	0.9	2.6	8.8	7.4
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	—	1.7	1.4	2.4	6.4	5.9
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	—	3.8	4.5	4.5	3.8	4.3
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	4.6	14.0	10.4	5.1	1.7
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-2.3	-12.8	-8.3	-5.3	-4.1
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	118.5	149.1	143.1	139.2	138.6
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-2.7	-2.5	-2.6	-7.2	-7.6

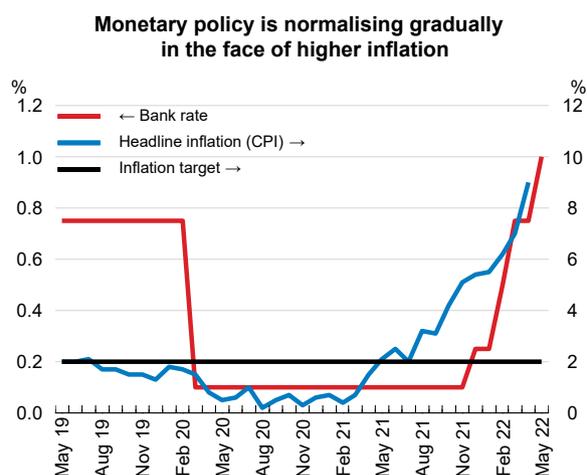
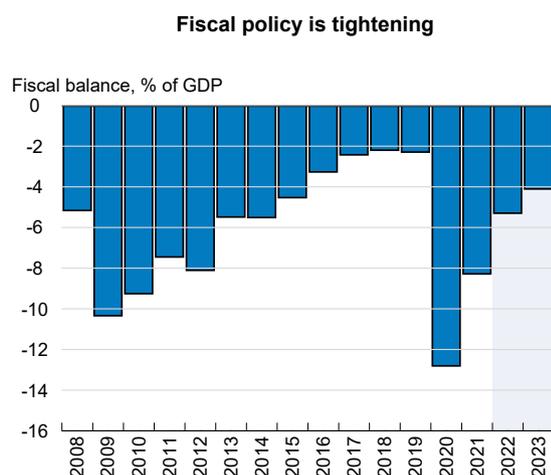
1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/uawbc0>

Regno Unito 2



StatLink  <https://stat.link/vfsoue>

L'economia britannica potrebbe subire gli effetti di propagazione derivanti dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia attraverso un incremento dei prezzi dell'energia e interruzioni nelle catene di approvvigionamento. Il Regno Unito ha interazioni commerciali e finanziarie dirette limitate con Russia e Ucraina; tuttavia, l'incremento dei prezzi dell'energia a livello mondiale comprime ulteriormente i redditi delle famiglie, che registrano oggi un calo in termini reali. Sono stati introdotti regimi di visto speciali per i rifugiati provenienti dall'Ucraina, permettendo ai cittadini ucraini di alloggiare presso sponsor nel Regno Unito o di ricongiungersi a un familiare stretto di nazionalità britannica o residente stabilmente nel Regno Unito.

Le politiche monetarie e fiscali iniziano a farsi restrittive

La Banca d'Inghilterra ha reagito alle crescenti pressioni inflazionistiche rialzando il suo tasso ufficiale quattro volte da dicembre 2021, dallo 0,1 % all'1 %, e avviando un ridimensionamento del bilancio attraverso un "inasprimento quantitativo" che prevede la fine del reinvestimento dei proventi dei riscatti dei titoli di Stato in nuovi acquisti di detti titoli. Come annunciato a febbraio 2022, la banca sta inoltre riducendo gradualmente le posizioni in obbligazioni societarie denominate in sterline, in particolare mediante un programma di vendite che terminerà a fine 2023. Con il tasso ufficiale che ha raggiunto l'1 % a maggio, la banca ha annunciato di voler discutere una strategia per le vendite attive dei titoli di Stato nel corso della riunione sulla politica monetaria prevista nel mese di agosto 2022. Quest'ultima dovrebbe continuare a normalizzarsi, con un tasso che dovrebbe raggiungere il 2,5 % nel 2023.

Le principali misure di sostegno attuate in risposta alla pandemia sono state gradualmente eliminate a fine 2021, segnando l'avvio dell'irrigidimento della politica fiscale. Altri provvedimenti, come la riduzione temporanea dell'IVA per le attività ricreative e ricettive, sono terminati il 31 marzo 2022. Per riportare la politica fiscale su un percorso sostenibile, il governo si è impegnato in un piano di risanamento dei conti pubblici a medio termine che prevede un aumento delle entrate tributarie e maggiori investimenti. Da aprile 2022, i contributi previdenziali sono aumentati di 1,25 punti percentuali per finanziare le spese sanitarie e sociali, mentre le esenzioni fiscali e le soglie delle aliquote più elevate per le imposte sul reddito sono bloccate fino al 2025-26, una politica che ha oggi un impatto positivo maggiore sui redditi rispetto alle stime al momento della sua introduzione agli inizi del 2021 in ragione dell'elevata inflazione. Da aprile 2023, l'aliquota d'imposta sui redditi delle società passerà dal 19 % al 25 %. In ragione dell'incremento dei prezzi dell'energia, il governo britannico aveva introdotto un pacchetto di sostegno da 9,1 miliardi di GBP (pari

allo 0,4 % del PIL del 2022-23) per il 2022-23 già prima dell'invasione russa dell'Ucraina, con l'obiettivo di aiutare le famiglie a far fronte all'aumento del costo della vita. Le misure comprendono una riduzione a fondo perduto della *council tax* (tributo municipale sugli immobili), uno sconto rimborsabile sulle bollette energetiche e finanziamenti che le autorità locali potranno usare su base discrezionale per aiutare le famiglie bisognose che non possono beneficiare della riduzione della *council tax*. In seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, sono state adottate misure aggiuntive, quali una riduzione dell'imposta sul carburante per 12 mesi. Allo scopo di alleggerire il peso che grava sulle famiglie a basso reddito a fronte dell'incremento del costo della vita, la soglia di reddito per il pagamento dei contributi previdenziali passerà a partire da luglio da 9 880 GBP a 12 570 GBP. Alla fine del mese di maggio è stato annunciato un ulteriore pacchetto di sostegno di 15 miliardi di GBP (07 % del PIL), che prevede il pagamento una tantum di 600 GBP alle famiglie che percepiscono sussidi in base al reddito, nonché pagamenti una tantum di 300 GBP alle famiglie di pensionati e di 150 GBP ai beneficiari di prestazioni di invalidità. Inoltre, lo sconto per l'energia è stato raddoppiato a 400 GBP ed è divenuto un sussidio. Per contribuire al pagamento delle misure supplementari di sostegno, il governo ha annunciato un nuovo prelievo temporaneo del 25 % sui profitti energetici per le compagnie petrolifere e del gas, introducendo al contempo un'indennità di investimento dell'80 % per incentivare il settore petrolifero e quello del gas a investire nell'estrazione nel Regno Unito. Nel complesso, l'orientamento della politica fiscale sarà restrittivo e il saldo primario al netto degli effetti del ciclo dovrebbe migliorare di 1,8 punti percentuali del PIL potenziale tra il 2022 e il 2023.

La crescita economica dovrebbe rallentare

Secondo le previsioni, la produzione dovrebbe registrare una crescita del 3,6 % nel 2022, prima di ristagnare nel 2023 a causa di un calo della domanda. I consumi privati registreranno una frenata con l'erosione dei redditi delle famiglie dovuta all'incremento dei prezzi. I risparmi delle famiglie scenderanno al di sotto dei livelli pre-pandemia, con alcune famiglie che si indebiteranno maggiormente per far fronte all'aumento del costo della vita. L'inflazione continuerà ad aumentare, raggiungendo un picco appena superiore al 10 % nel quarto trimestre 2022, sotto la spinta dell'incremento dei prezzi dei beni e dei servizi commerciabili a livello mondiale per via delle strozzature dell'offerta e dell'incremento dei costi dei trasporti e dell'energia. L'inflazione calerà gradualmente per tutto il 2023 grazie agli effetti base, ma rimarrà elevata a causa dell'impatto che l'embargo dell'UE sul petrolio avrà sui prezzi globali dell'energia. La persistente carenza di manodopera dovrebbe tradursi in un incremento dei salari più marcato nel periodo di previsione, ma la crescita dei salari rimarrà inferiore all'inflazione. L'inasprimento della politica monetaria e l'allentamento dei vincoli sul versante dell'offerta nel 2023 dovrebbero contribuire a far calare l'inflazione al 4,7 % a fine 2023. Il tasso di disoccupazione dovrebbe mantenersi basso, ma risalirà gradualmente al 4,5 % a fine 2023, come conseguenza dell'indebolimento della domanda. Gli investimenti delle imprese saranno attenuati dal rialzo dei tassi di interesse e dalle persistenti incertezze. La scarsità di approvvigionamenti ostacolerà la realizzazione degli investimenti pubblici previsti nel 2022, che dovrebbero tuttavia riprendersi nel 2023 con l'incremento annunciato delle spese connesse alle infrastrutture e al clima. Si stima che il deficit delle amministrazioni pubbliche scenderà gradualmente al 5,3 % del PIL nel 2022 e al 4,1 % del PIL nel 2023.

I rischi per le prospettive sono considerevoli. Gli effetti di propagazione delle sanzioni economiche e gli aumenti dei prezzi delle energie superiori alle aspettative a causa del protrarsi della guerra in Ucraina e un deterioramento della situazione sanitaria dovuto a nuove varianti del COVID-19 rappresentano rischi significativi di un'evoluzione negativa. Livelli superiori alle attese dei prezzi dei beni e dell'energia potrebbero gravare sui consumi e frenare ulteriormente la crescita. Un periodo prolungato di carenza di manodopera e scarsità di approvvigionamenti potrebbe costringere le imprese a ridurre su base più stabile le loro capacità operative o a spingere ulteriormente verso l'alto la crescita dei salari. Passi avanti negli accordi commerciali potrebbero sostenere il commercio e migliorare le prospettive.

Sostenere gli investimenti per accrescere la produttività progredendo verso un'economia verde

Il governo dovrebbe vagliare il rallentamento del consolidamento fiscale per sostenere la crescita. L'ambizioso "Piano per la crescita" del governo, che mira a sostenere la trasformazione strutturale verso una crescita più verde e più inclusiva grazie a investimenti pubblici su larga scala in infrastrutture, competenze e innovazione, deve procedere secondo la tabella di marcia stabilita e presentare obiettivi ben precisi, con un'attenzione particolare al miglioramento della produttività nelle regioni più in ritardo. È fondamentale accelerare i progressi verso un'economia a emissioni zero allo scopo di rafforzare la sicurezza energetica e ridurre la dipendenza dai combustibili fossili. Le politiche in vigore non sono ancora sufficienti per raggiungere l'obiettivo di azzeramento delle emissioni nette. Il governo può stimolare gli investimenti necessari fornendo maggiore chiarezza sull'approccio adottato nei confronti della transizione verso un'economia ad emissioni zero e sviluppando un piano da attuare a livello dell'intera economia con scadenze, politiche e priorità concrete, in linea con una traiettoria di determinazione dei prezzi delle emissioni conforme agli obiettivi.

Spagna

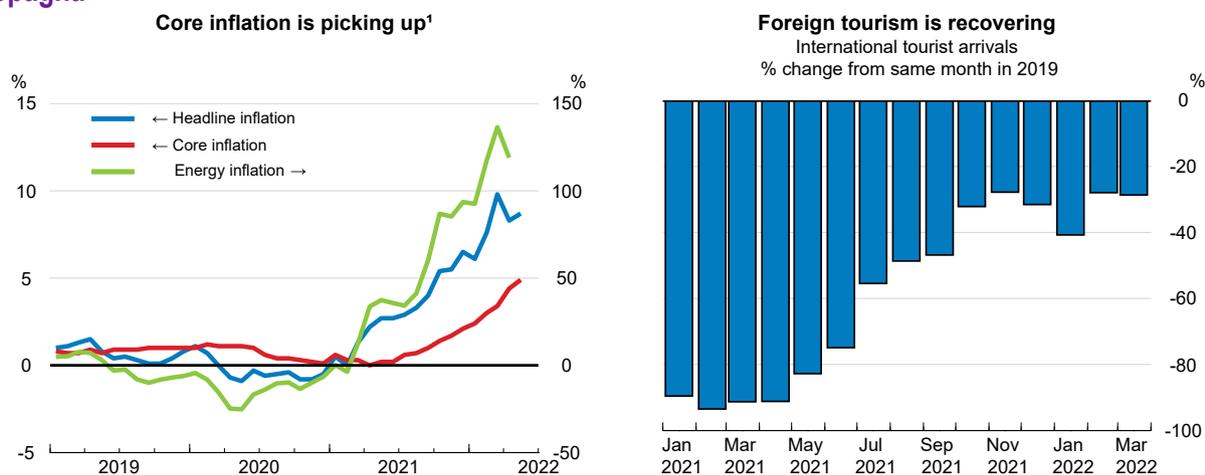
La crescita è destinata a rallentare al 4,1 % nel 2022 e al 2,2 % nel 2023 a causa della maggiore incertezza, dell'inflazione elevata e del calo della domanda esterna. I risparmi accumulati dalle famiglie durante la pandemia, il pacchetto fiscale per attenuare gli effetti della guerra, la continua ripresa dell'occupazione e i fondi di *Next Generation EU* sosterranno la domanda interna. Anche l'attuale ripresa del turismo sosterrà la crescita. Nel 2023 l'inflazione complessiva sarà contenuta, pur rimanendo elevata.

Si prevede che la politica fiscale, che dovrebbe continuare a fungere da sostegno per il 2022-23, compensi la graduale stretta di bilancio con misure di sostegno ben mirate e temporanee volte a proteggere le famiglie e le imprese vulnerabili dagli elevati livelli di inflazione. Occorre continuare a ridurre le emissioni di gas a effetto serra nei trasporti e negli edifici e accelerare la riduzione della dipendenza dai combustibili fossili per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione e aumentare la sicurezza energetica.

La crescita ha subito un rallentamento

La variante Omicron, l'inflazione elevata e la guerra in Ucraina hanno comportato una crescita moderata del PIL pari allo 0,3 % nel primo trimestre del 2022, con il PIL rimasto del 3,5 % al di sotto dei livelli precedenti alla pandemia. Dopo aver raggiunto il 9,8 % a marzo, l'inflazione complessiva è scesa all'8,5 % a maggio, mentre l'inflazione di fondo è salita al 4,9 %. La crescita dei salari rimane moderata a causa della natura pluriennale della contrattazione collettiva e della bassa percentuale di clausole di indicizzazione dei medesimi. La tariffa salariale è aumentata dell'1,3 % rispetto al primo trimestre del 2022. Da marzo la fiducia dei consumatori e delle imprese è diminuita e gli indicatori dell'attività manifatturiera e dei servizi hanno subito un rallentamento. Ad aprile la creazione di posti di lavoro ha acquisito slancio e i contratti a tempo indeterminato, come quota di nuovi contratti, sono passati da circa il 10 % nel 2021 al 48 %. La ripresa del turismo si è accelerata e a marzo le spese dei turisti stranieri hanno raggiunto l'84 % rispetto a quelle del marzo 2019.

Spagna



1. I dati relativi all'inflazione energetica del 2022, così come quelli relativi all'inflazione complessiva e a quella di fondo del mese maggio 2022, sono provvisori.

Fonte: Instituto Nacional de Estadística.

Spagna: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Prezzi correnti miliardi di EUR	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2015)				
Spagna						
PIL ai prezzi di mercato	1 203.3	2.1	-10.8	5.1	4.1	2.2
Consumi privati	699.5	1.0	-12.0	4.6	0.1	3.2
Consumo pubblico	224.7	2.0	3.3	3.1	1.2	1.3
Investimenti fissi lordi	234.0	4.5	-9.5	4.3	7.4	4.7
Domanda interna finale	1 158.2	1.9	-8.5	4.2	1.9	3.1
Formazione delle scorte ¹	12.4	-0.2	-0.5	0.5	0.0	0.0
Domanda interna totale	1 170.6	1.6	-8.9	4.8	1.9	3.1
Esportazioni di beni e servizi	423.1	2.5	-20.1	14.7	13.7	2.5
Importazioni di beni e servizi	390.4	1.2	-15.2	13.9	7.5	4.8
Saldo netto delle esportazioni ¹	32.7	0.5	-2.2	0.5	2.3	-0.9
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	1.3	1.1	2.2	3.9	4.6
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	—	0.8	-0.3	3.0	8.1	4.8
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	—	1.1	0.5	0.6	4.5	4.5
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	—	14.1	15.5	14.8	13.6	13.9
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	4.2	10.8	7.0	6.4	5.5
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-3.1	-10.3	-6.9	-5.0	-4.2
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	117.7	147.6	146.3	143.3	140.8
Debito pubblico lordo, definizione Maastricht ³ (% of GDP)	—	98.3	120.0	118.6	115.6	113.1
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	2.1	0.8	0.9	1.0	0.1

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

3. La definizione di debito pubblico di Maastricht comprende solo prestiti, titoli di debito, valute e depositi, con debito al valore nominale anziché al valore di mercato.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/i0689p>

La guerra in Ucraina si ripercuote sull'economia spagnola comportando l'aumento dei prezzi dell'energia, interruzioni delle catene di produzione e facendo crescere l'incertezza, poiché le esposizioni commerciali e finanziarie dirette verso la Russia e l'Ucraina sono limitate. La diminuzione della fiducia e dei redditi reali disponibili ha determinato un calo dei consumi privati nel primo trimestre del 2022. L'accordo con Bruxelles inteso a limitare il prezzo del gas che entra sul mercato dell'energia elettrica della penisola iberica, che dovrebbe entrare in vigore a giugno, può contribuire a contenere l'inflazione complessiva. Alla fine del mese di maggio le autorità si erano occupate di 59 000 rifugiati ucraini.

La politica fiscale continua a fungere da sostegno

Nel 2022-23 la politica fiscale rimarrà accomodante. Grazie alla forte crescita delle entrate e alla graduale eliminazione della spesa legata al COVID-19, nel 2021 il disavanzo di bilancio si è ridotto al 6,9 % del PIL e si prevede che entro il 2023 sarà pari al 4,2 %. Per contrastare l'impatto negativo della guerra, a marzo il governo ha approvato un piano che prevedeva un sussidio per le vendite al dettaglio di carburante, la proroga delle riduzioni delle imposte sull'energia esistenti, aiuti diretti al settore dei trasporti e alle industrie ad alta intensità di energia elettrica, un programma di accoglienza per i rifugiati e una nuova linea di credito per le imprese vulnerabili (10 miliardi di EUR, 0,6 % del PIL). Le misure di sostegno diretto per attenuare l'impatto dei costi energetici più elevati (6 miliardi di EUR, 0,4 % del PIL), la cui scadenza era prevista a giugno, saranno prorogate fino a settembre. L'introduzione del meccanismo di compensazione della perdita di potere di acquisto delle pensioni sosterrà i redditi delle famiglie, ma aumenterà al contempo la

spesa pubblica nel periodo considerato dalle proiezioni. L'esecuzione dei fondi di *Next Generation EU* ha registrato una ripresa nel primo trimestre del 2022 e si prevede un'accelerazione nel 2022-2023.

Il ritmo della crescita sarà moderato

Secondo le previsioni, il PIL dovrebbe registrare un aumento del 4,1 % nel 2022 e del 2,2 % nel 2023. L'inflazione elevata e l'incertezza ridurranno la spesa delle famiglie. Le strozzature nell'approvvigionamento di semiconduttori limiteranno anche gli investimenti privati e le esportazioni di merci. Gli effetti negativi della guerra saranno in parte attenuati dalla spinta fornita dal pacchetto fiscale di marzo, dall'avvio dei progetti di investimento di *Next Generation EU*, dalla minore incertezza legata alla pandemia e dalla ripresa del turismo. Secondo le proiezioni, l'inflazione si ridurrà nel 2023 grazie al continuo rallentamento del mercato del lavoro e si ipotizza che si trasferirà in maniera limitata sui salari, pur rimanendo elevata a causa dell'impatto dell'embargo dell'UE sul petrolio russo. Vi è il rischio che un'inflazione più elevata si consolidi in caso di ulteriori perturbazioni del mercato dell'energia o di un maggiore trasferimento sui prezzi finali e sui salari. L'escalation della guerra in Ucraina o gli eventuali nuovi focolai di COVID-19 creano rischi al ribasso per la crescita, mentre un utilizzo dei fondi dell'UE superiore al previsto e il loro impatto sull'attività economica potrebbero stimolare ulteriormente la crescita.

Le riforme e gli investimenti per promuovere la transizione verde sono fondamentali

Il sostegno fiscale per affrontare gli effetti a breve termine dello shock energetico sulle famiglie e sulle imprese vulnerabili dovrebbe essere ben mirato e temporaneo. È necessaria una strategia di consolidamento a medio termine basata sulle revisioni di spesa per iniziare a ridurre gradualmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito pubblico/PIL. La percentuale di accordi salariali con clausole di indicizzazione rimane moderata, ma in aumento, il che evidenzia l'importanza di disporre di un accordo tra le parti sociali per ripartire gli oneri e prevenire una spirale inflazionistica. L'aumento della certezza per gli investimenti, una stretta collaborazione con i partner europei per accrescere l'interconnettività con il resto d'Europa e il miglioramento dell'efficienza energetica sono fondamentali per garantire la sicurezza energetica e promuovere la transizione verde. Gli ambiziosi obiettivi climatici richiederanno un quadro normativo prevedibile e a lungo termine, incentivi sufficienti per mobilitare gli investimenti privati e un miglioramento dello stoccaggio, della gestione della domanda e della digitalizzazione per utilizzare efficacemente le energie rinnovabili. La garanzia di un'attuazione tempestiva ed efficace del piano di ripresa può sostenere la transizione digitale e verde e stimolare la crescita della produttività.

Stati Uniti

Il ritmo di crescita del PIL dovrebbe rallentare rispetto ai livelli molto alti registrati di recente, per raggiungere il 2,5 % nel 2022 e l'1,2 % nel 2023. Potrebbe volerci un po' di tempo prima che le difficoltà legate alle catene di approvvigionamento si risolvano del tutto, soprattutto a fronte degli impatti della guerra in Ucraina e delle misure di confinamento attuate in Cina in risposta al COVID-19. La crescita dei salari si manterrà robusta in un contesto in cui il mercato del lavoro dovrebbe rimanere teso, malgrado un aumento della partecipazione della forza lavoro con il ritorno dei lavoratori sul mercato grazie alla riduzione dei rischi sanitari e all'incremento dei salari. A fine 2023 l'inflazione rimarrà superiore all'obiettivo della *Federal Reserve* del 2 %.

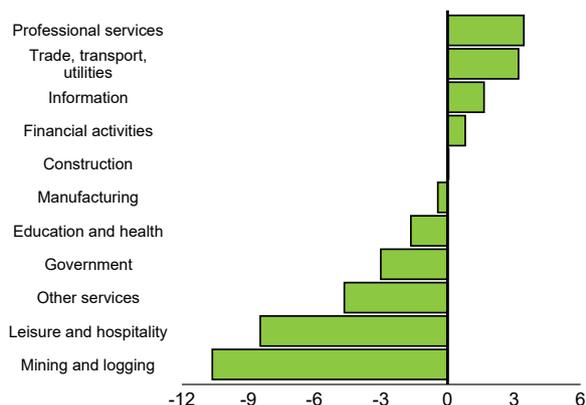
Un'ulteriore e netta normalizzazione della politica monetaria graverà sulla crescita economica. Con la fine delle misure di sostegno legate alla pandemia, anche la politica fiscale avrà un impatto contrattivo, sebbene la fruizione dei trasferimenti fiscali accumulati dalle famiglie e dalle amministrazioni subnazionali potrebbe parzialmente compensare questo effetto. Le autorità devono essere pronte a fornire un sostegno fiscale temporaneo ai gruppi vulnerabili in caso di un rallentamento inaspettatamente brusco. Le interazioni commerciali dirette tra Stati Uniti e Russia sono limitate. Malgrado ciò, l'incremento dei prezzi dell'energia a livello mondiale rende più urgente il processo di decarbonizzazione del sistema energetico del Paese. A più lungo termine, le crescenti pressioni fiscali comporteranno la necessità di migliorare l'efficienza della spesa pubblica in settori quali la sanità e di ampliare la base imponibile.

Prosegue l'aumento della domanda ma le pressioni inflazionistiche sono forti

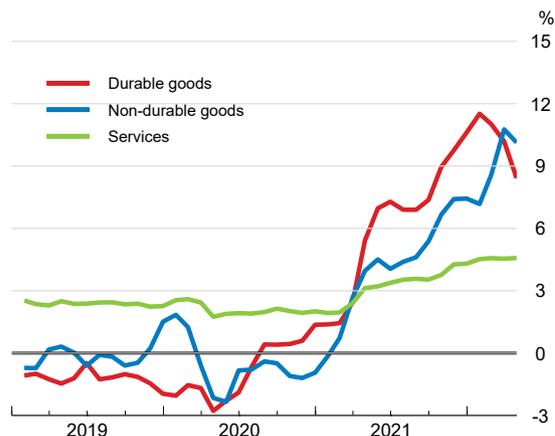
Nel primo trimestre 2022 la crescita del PIL reale ha registrato una contrazione, ma l'espansione della domanda interna ha continuato a reggere. I consumi privati sono aumentati a un ritmo annualizzato del 3,1 %, registrando una lieve accelerazione rispetto al trimestre precedente. I consumi di beni rimangono elevati rispetto ai livelli storici, ma si osserva un riorientamento progressivo delle spese verso i servizi con il proseguire della riapertura dell'economia e in un contesto in cui la popolazione sta imparando a convivere con il COVID-19. Il rafforzamento della domanda interna ha stimolato le importazioni, in particolare di beni, spingendo al rialzo il disavanzo delle partite correnti. La domanda sul mercato del lavoro rimane molto robusta e il basso tasso di partecipazione, che si mantiene inferiore di oltre un punto percentuale rispetto ai livelli pre-pandemia, ha contribuito a una notevole carenza di manodopera in alcuni settori e all'incremento dei salari nominali.

Stati Uniti

The employment recovery has varied by sector
% change in employment (Feb 20-Apr 22)



Inflationary pressures have broadened



Fonte: Refinitiv.

StatLink  <https://stat.link/skr2cm>

Stati Uniti: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stati Uniti						
	Prezzi correnti miliardi di USD	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2012)				
PIL ai prezzi di mercato	20 527.2	2.3	-3.4	5.7	2.5	1.2
Consumi privati	13 913.5	2.2	-3.8	7.9	3.1	1.1
Consumo pubblico	2 869.4	2.0	2.0	1.0	-0.1	1.8
Investimenti fissi lordi	4 281.7	3.1	-1.5	6.1	2.8	2.6
Domanda interna finale	21 064.6	2.4	-2.5	6.5	2.6	1.5
Formazione delle scorte ¹	58.7	0.1	-0.5	0.3	1.0	0.0
Domanda interna totale	21 123.3	2.4	-3.0	6.9	3.5	1.5
Esportazioni di beni e servizi	2 533.5	-0.1	-13.6	4.5	3.6	3.9
Importazioni di beni e servizi	3 129.7	1.2	-8.9	14.0	9.6	3.2
Saldo netto delle esportazioni ¹	- 596.2	-0.2	-0.3	-1.4	-1.0	-0.1
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	1.8	1.2	4.2	6.4	3.6
Deflatore delle spese per consumi privati	—	1.5	1.2	3.9	5.9	3.5
Deflatore delle spese primarie per consumi privati ²	—	1.7	1.4	3.3	4.7	3.1
Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro)	—	3.7	8.1	5.4	3.6	3.8
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	7.6	16.6	12.3	6.4	7.0
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-6.4	-15.4	-11.8	-6.7	-5.3
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	108.6	134.1	127.6	126.1	126.8
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-2.2	-2.9	-3.6	-4.2	-4.3

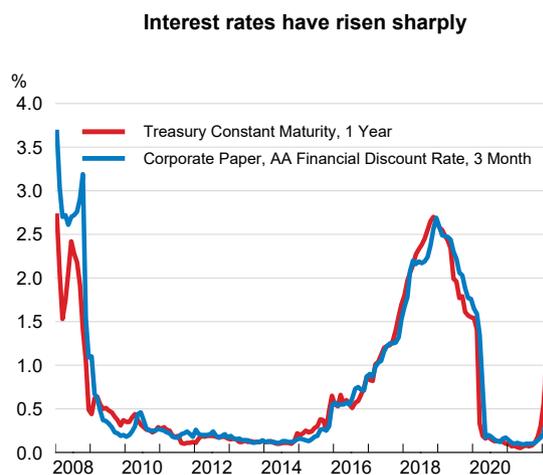
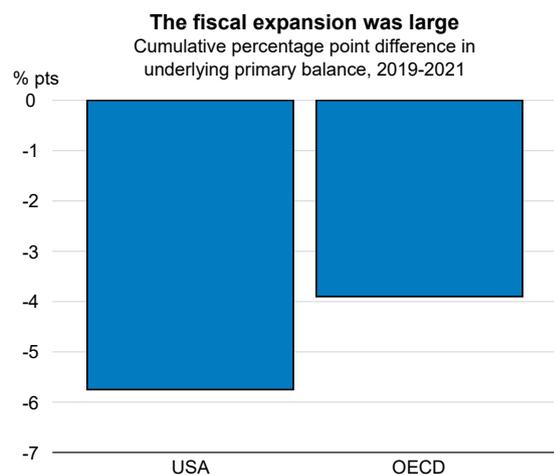
1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Deflatore dei consumi privati, al netto di prodotti alimentari ed energia.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/fpz9rj>

Stati Uniti 2



Fonte: Refinitiv; banca dati n.111 delle Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/9tp3hv>

Come in altri Paesi, i prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari hanno subito un'impennata, erodendo il potere d'acquisto delle famiglie. Tuttavia, anche le pressioni inflazionistiche sottostanti si sono fortemente accentuate, poiché l'elevata domanda continua a scontrarsi con le limitazioni dell'offerta e l'incremento dei prezzi si è esteso dalla componente dei beni a quella dei servizi.

La guerra in Ucraina e la sanzioni contro la Russia hanno conseguenze commerciali dirette limitate sugli Stati Uniti. Solo il 3 % delle importazioni di petrolio greggio e l'1 % di tutto il petrolio greggio raffinato negli Stati Uniti provengono dalla Russia. Inoltre, gli Stati Uniti sono un esportatore netto di gas naturale e il secondo maggior esportatore di grano al mondo. Ciononostante, la dipendenza dalla Russia è maggiore per alcune altre materie prime energetiche, come l'uranio, e si sono osservati effetti indiretti notevoli sui mercati mondiali. L'incremento dei prezzi del petrolio ha spinto l'amministrazione a sbloccare dalle riserve strategiche una media di un milione di barili supplementari al giorno per i prossimi sei mesi. L'embargo sulle importazioni di petrolio russo annunciato di recente dall'Unione europea dovrebbe far salire ulteriormente i prezzi globali del petrolio nel 2023. Lo S&P500 è in netta flessione da inizio anno. Inoltre, le difficoltà di approvvigionamento di fattori produttivi chiave per i semiconduttori e le attrezzature per il trasporto prodotti in Ucraina e in Russia (come palladio, argon e neon) insieme alle misure di confinamento in Cina potrebbero creare interruzioni nelle catene di fornitura, comportando conseguenze per la produzione degli Stati Uniti.

Il sostegno monetario e fiscale si riduce rapidamente

I principali programmi di stimolo fiscale legati alla pandemia sono ormai giunti al termine. Nel 2022 si prevede una riduzione sostanziale del deficit di bilancio, con un forte impatto contrattivo sulla crescita del PIL reale, che potrebbe tuttavia essere parzialmente compensato dagli effetti differiti delle spese pubbliche anteriori. Le misure discrezionali di stimolo fiscale adottate durante la pandemia sono state tra le più ampie tra i Paesi dell'OCSE e alcuni aiuti, come i trasferimenti alle famiglie e alle amministrazioni statali e locali, non sono ancora stati totalmente spesi.

La normalizzazione della politica monetaria è in corso. Il *Federal Open Market Committee* ha rialzato il tasso sui *federal fund* di 75 punti base rispetto al livello minimo raggiunto durante la pandemia, per portarlo allo 0,75-1 % e ha comunicato che è probabile che vi siano ulteriori aumenti nel prossimo futuro. Le previsioni dell'OCSE ipotizzano rialzi durante tutto il periodo di riferimento e il tasso sui *federal fund* dovrebbe raggiungere il 3-3,25 % alla fine del 2023, con la Federal Reserve che perseguirà i suoi obiettivi di mantenimento della stabilità dei prezzi e della piena occupazione. Il 1° giugno 2022 è stata inoltre avviata una riduzione delle quote di Treasury e titoli MBS (*mortgage-backed securities*) e altri titoli di debito emessi dalle agenzie federali detenuti dalla banca centrale. Il ridimensionamento del bilancio sarà principalmente realizzato reinvestendo i rimborsi di capitale solo in caso di superamento delle soglie mensili. Per i Treasury il tetto sarà fissato a 30 miliardi di USD al mese per i primi tre mesi, prima di essere portato a 60 miliardi di USD al mese. Per i titoli MBS e altri titoli di debito emessi da agenzie, il tetto sarà inizialmente fissato a 17,5 miliardi di USD al mese e passerà a 35 miliardi di USD al mese dopo tre mesi. L'impatto dell'inasprimento della politica monetaria è già fortemente visibile sui tassi di interesse del mercato: da inizio 2022 il tasso di riferimento per i mutui a tasso fisso su 30 anni ha registrato un incremento di oltre il 2 %.

Si prevede un rallentamento della crescita e un calo dei rischi

Secondo le previsioni, il PIL reale dovrebbe registrare una contrazione al 2,5 % nel 2022 e all'1,2 % nel 2023. La rapida normalizzazione della politica monetaria, il risanamento dei conti pubblici, le persistenti interruzioni dell'approvvigionamento e l'aumento dei prezzi del petrolio graveranno sulla crescita. Tuttavia, l'ulteriore riorientamento della domanda interna verso il settore dei servizi dovrebbe contribuire ad attenuare parzialmente la penuria di forniture. La crescita dei salari dovrebbe mantenersi robusta in un contesto di persistente carenza di manodopera, malgrado un aumento della partecipazione della forza lavoro con i lavoratori che tornano sul mercato grazie alla diminuzione dei rischi sanitari e all'incremento dei salari. Le pressioni sui prezzi potrebbero attenuarsi con una moderazione dei prezzi dell'energia nel 2023, ma l'inflazione dovrebbe rimanere superiore all'obiettivo del 2 % della *Federal Reserve*.

I rischi che pesano sulle proiezioni di crescita e di inflazione sono notevoli. La guerra in Ucraina potrebbe avere un impatto ancor più negativo sulla crescita del PIL reale e potrebbe inoltre spingere l'inflazione al rialzo. Allo stesso tempo, l'aumento delle tensioni sui mercati del lavoro potrebbe condurre a una significativa accelerazione dei salari nominali. Nella misura in cui ciò contribuisce a pressioni inflazionistiche più persistenti e a un disancoraggio delle aspettative di inflazione, si potrebbe assistere a un inasprimento più rapido della politica monetaria con un conseguente indebolimento della crescita economica. Con la riduzione del sostegno fiscale, i bilanci delle società operanti in settori ancora colpiti dalla pandemia o dai problemi nelle catene di fornitura potrebbero mostrare segnali di sofferenza. La crescita potrebbe essere frenata anche dall'emergere di un'altra variante del COVID-19 che potrebbe turbare notevolmente l'attività economica, in particolare nelle regioni del Paese in cui la copertura vaccinale è più limitata. Da una prospettiva rialzista, la solidità dei bilanci delle famiglie potrebbe favorire una ripresa più forte dei consumi ed esiste la possibilità di un rimbalzo dell'offerta di manodopera più marcato rispetto alle attuali previsioni.

Le crescenti pressioni fiscali impongono riforme

Una netta diminuzione dei sostegni monetari e fiscali è opportuna, visti la rapidità della ripresa economica e l'elevato livello di inflazione. Nuove misure fiscali potrebbero rivelarsi necessarie per smorzare l'impatto della guerra in Ucraina o di un rallentamento economico di più ampia portata, ma dovranno essere adeguatamente mirate e temporanee. Ciò è tanto più vero in un contesto di crescenti pressioni fiscali dovute all'invecchiamento della popolazione e agli indispensabili piani di spesa volti a rafforzare la rete di sicurezza sociale e a realizzare la transizione climatica. Il miglioramento dall'efficienza della spesa pubblica in aree come la salute dovrebbe costituire una priorità. La riduzione della concorrenza tra i fornitori di servizi sanitari ha condotto a un aumento dei margini di profitto che potrebbe essere contrastato offrendo agli utenti un maggiore controllo sui loro dati, in particolare introducendo politiche nazionali chiare in materia di portabilità dei dati. Inoltre, la questione degli elevatissimi costi farmaceutici potrebbe essere affrontata ampliando l'elenco dei farmaci soggetti alla negoziazione da parte di *Medicare*. Facilitare il processo di decarbonizzazione degli Stati Uniti diventa ancora più urgente alla luce dell'incremento dei prezzi dell'energia e deve continuare a essere un obiettivo prioritario dell'amministrazione.

Sud Africa

Dopo un forte rimbalzo nel 2021, il PIL dovrebbe crescere dell'1,8 % nel 2022 e dell'1,3 % nel 2023. I consumi e gli investimenti delle famiglie rimarranno i principali motori della crescita. Il reddito delle famiglie continuerà a beneficiare del sussidio di emergenza legato al COVID-19. Il boom dei prezzi delle materie prime sosterrà le esportazioni e gli investimenti continueranno a rafforzarsi nell'orizzonte temporale considerato. All'inizio del 2022 l'inflazione ha sfiorato il 6 % e si prevede che salirà ulteriormente a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, prima di iniziare a scendere.

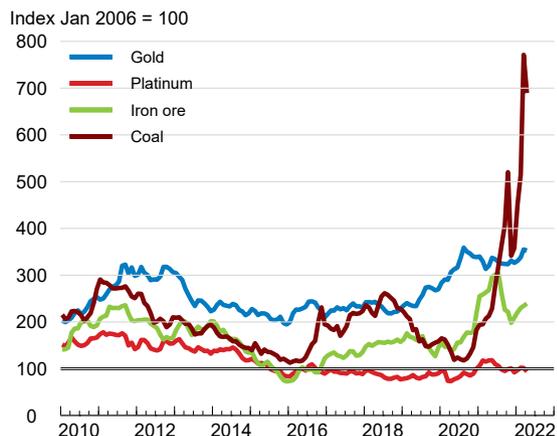
La situazione di bilancio è migliorata, grazie alla riscossione delle entrate pubbliche e ai proventi straordinari legati ai prezzi delle materie prime. Tuttavia, il governo dovrebbe perseguire una forte politica di consolidamento per riportare il debito su un percorso più sostenibile e destinare gli incrementi di spesa all'aumento della crescita potenziale e al mantenimento della stabilità sociale. In particolare, la spesa per la produzione di energia elettrica, le infrastrutture e le sovvenzioni sociali è essenziale. Potrebbero essere necessari ulteriori aumenti dei tassi di interesse per evitare che l'inflazione si discosti dalla fascia obiettivo.

La ripresa è in corso, ma i rischi sono al ribasso

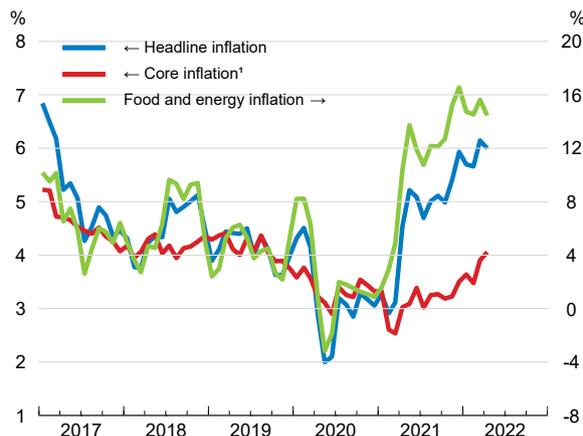
I sottoindicatori trimestrali indicano una crescita relativamente forte nel primo trimestre del 2022. La produzione manifatturiera è aumentata del 4,6 % (su base trimestrale) nel 1° trimestre del 2022. Le vendite del commercio al dettaglio sono rimaste solide, con una crescita dell'1,9 % (su base trimestrale). La produzione di energia elettrica è aumentata del 2 % nel primo trimestre del 2022, contribuendo leggermente al miglioramento delle condizioni di produzione. Si prevede che il settore minerario si sottragga al PIL nel 1° trimestre del 2022, a seguito di una contrazione della produzione dell'1,5 % (su base trimestrale). L'inflazione complessiva ha raggiunto il 5,9 % a marzo e aprile, ben al di sopra del punto medio della fascia obiettivo del 3-6 % stabilito dalla banca centrale della Repubblica del Sud Africa.

Sud Africa

Prices of commodities exported by South Africa are rising



Inflation is driven by food and energy prices



1. L'inflazione di fondo esclude l'energia e i prodotti alimentari.

Fonte: banca dati dell'OCSE sugli indici dei prezzi al consumo, Refinitiv, Statistics South Africa e calcoli dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/nqjeba>

Sud Africa: domanda, rendimento e prezzi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sud Africa						
PIL ai prezzi di mercato	5 357.6	0.1	-6.4	4.9	1.8	1.3
Consumi privati	3 408.4	1.1	-6.5	5.7	2.8	1.9
Consumo pubblico	1 037.9	2.7	1.3	0.0	0.5	1.1
Investimenti fissi lordi	849.2	-2.4	-14.9	2.0	5.0	6.0
Domanda interna finale	5 295.5	0.8	-6.2	4.0	2.6	2.3
Formazione delle scorte ¹	37.0	0.4	-1.7	0.7	-0.2	0.0
Domanda interna totale	5 332.5	1.2	-8.0	4.8	2.4	2.3
Esportazioni di beni e servizi	1 472.7	-3.4	-12.0	9.9	6.3	3.1
Importazioni di beni e servizi	1 447.6	0.5	-17.4	9.4	8.6	6.6
Saldo netto delle esportazioni ¹	25.2	-1.1	1.8	0.1	-0.6	-1.0
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	4.5	5.3	7.1	4.8	4.0
Indice dei prezzi al consumo	—	4.1	3.3	4.6	6.0	5.8
Indice dell'inflazione di fondo ²	—	4.1	3.4	3.1	4.2	5.6
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-5.7	-11.6	-6.4	-5.2	-4.3
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	-2.6	2.0	3.7	2.8	1.7

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari ed energia.

Fonte: banca dati 111, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/fg5ah3>

Il Sud Africa ha una bassa esposizione diretta alla Russia e all'Ucraina, con cui scambia meno dell'1 % delle sue esportazioni e importazioni totali. Ciononostante, i prezzi dei prodotti alimentari sono aumentati del 6,6 % a marzo e del 6,3 % ad aprile, superando l'inflazione complessiva. Oltre alla guerra e alle strozzature logistiche, le recenti inondazioni nel KwaZulu-Natal potrebbero determinare un ulteriore aumento dei prezzi dei generi alimentari. Le esportazioni, invece, beneficeranno dell'aumento dei prezzi delle materie prime esportate dal Sud Africa.

Il mix di politica fiscale e monetaria resta accomodante

L'inflazione è posizionata nel limite superiore della fascia obiettivo, ma la valuta relativamente forte sta contribuendo ad attenuare la ripercussione delle pressioni esterne sui prezzi interni. In questo contesto, la banca centrale dovrebbe essere pronta ad aumentare nuovamente i tassi di interesse per evitare che l'inflazione si discosti dalla fascia obiettivo. Il tasso di riferimento principale dovrebbe crescere al 5,75 % entro la fine dell'anno eraggiungere il 6 % entro il primo semestre del 2023, per poi iniziare a diminuire gradualmente. La politica di bilancio è ancora accomodante, in quanto le entrate inaspettate dalle materie prime hanno permesso al governo di mantenere un alto livello di spesa, riducendo al contempo il deficit. In particolare, il sussidio sociale di emergenza legato al COVID-19, che riguarda 10 milioni di beneficiari, è stato prorogato fino a marzo 2023. La politica fiscale dovrebbe diventare più mirata, con un sostegno destinato alle famiglie più vulnerabili, particolarmente esposte agli aumenti dei prezzi dei generi alimentari, e alle imprese dei settori più colpiti dagli effetti persistenti della pandemia e della guerra. Per arginare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia su famiglie e imprese, il governo ha introdotto una riduzione dell'imposta generale sui carburanti per due mesi, a partire da aprile. È stato annunciato il rinnovo di tale riduzione per altri due mesi, ma sarà dimezzata per l'ultimo mese.

Le prospettive di crescita sono migliorate

Il PIL dovrebbe crescere dell'1,8 % nel 2022 e dell'1,3 % nel 2023. La crescita continuerà a essere sostenuta dai consumi delle famiglie, dagli investimenti e dalle esportazioni di materie prime. I redditi e i consumi delle famiglie saranno favoriti dai trasferimenti sociali del governo e dall'aumento dei salari. Gli investimenti privati continueranno ad aumentare con il miglioramento della produzione di energia elettrica, data la necessità di sostituire il capitale. La guerra in Ucraina ha spinto al rialzo i prezzi delle materie prime, prolungando la loro fase di espansione più del previsto. Di conseguenza, l'inflazione, trainata dai prezzi dell'energia e dei generi alimentari, dovrebbe oltrepassare il limite superiore della fascia obiettivo nel 2022 e iniziare a calare solo verso la fine del 2023. L'inflazione di fondo aumenterà nel 2022 e nel 2023, quando nel sistema economico si diffonderanno gli ulteriori effetti dell'aumento dell'inflazione complessiva. I rischi interni a breve termine sulla crescita includono l'aumento dei blackout periodici da parte del servizio elettrico e nuove restrizioni alla mobilità e agli assembramenti a causa di una nuova ondata di COVID-19, dato che solo circa il 50 % della popolazione adulta è vaccinato. Inoltre, se i prezzi a livello globale non diminuissero – come ipotizzato – nel 2023, l'inflazione continuerebbe ad aggirarsi attorno al limite superiore della fascia obiettivo, ritardando così la riduzione dei tassi di riferimento e frenando la crescita del PIL. Sul versante positivo, la prosecuzione della ripresa nel settore turistico fornirà ulteriore sostegno ai consumi delle famiglie.

Il rilancio degli investimenti infrastrutturali è fondamentale per la crescita della produttività

Nel breve termine, l'incremento della produzione di energia elettrica rimane fondamentale per migliorare le condizioni di produzione delle imprese. Per cercare di mitigare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia, occorre eliminare rapidamente le strozzature amministrative che ritardano l'attuazione della decisione di consentire alle imprese private di autoprodurre fino a 100 MW; inoltre, è necessario accelerare l'acquisto di energia rinnovabile da produttori indipendenti. Il rilancio della crescita della produttività è essenziale per migliorare il livello di qualità della vita. Le misure chiave includono il miglioramento delle infrastrutture di trasporto, la promozione della qualità e dell'accessibilità economica delle reti di telecomunicazione, l'ampliamento dell'accesso all'istruzione superiore e la riduzione delle barriere alla concorrenza. Per finanziare queste esigenze di spesa è necessario un maggiore margine di manovra fiscale. L'aumento del gettito fiscale e il miglioramento dell'efficienza della spesa pubblica, attraverso appalti e contratti più vantaggiosi, aumenterebbero le disponibilità di bilancio.

Prospettive economiche dell'OCSE

La guerra in Ucraina costituisce una grave crisi umanitaria e comporta shock economici che compromettono la ripresa post-pandemia. Le *Prospettive economiche dell'OCSE, Volume 2022, Numero 1*, mettono in luce le implicazioni e i rischi per la crescita, per l'inflazione e per il tenore di vita derivanti dall'aumento dei prezzi delle materie prime e dalle eventuali interruzioni delle forniture energetiche e alimentari, ed esaminano le relative sfide politiche.

Il presente numero comprende una valutazione generale della situazione macroeconomica e un capitolo che esamina singolarmente ciascun Paese, sintetizzandone gli sviluppi e fornendo previsioni. Le Prospettive economiche prendono in esame tutti i Paesi membri dell'OCSE e alcuni Paesi partner selezionati.

Volume 2022/1
N. 111, Giugno



STAMPA ISBN 978-92-64-34210-1
PDF ISBN 978-92-64-38137-7



9 789264 342101