



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

19

20 settembre 2022

Nel giro del mondo dell'inflazione pesa la dipendenza energetica

Simona Costadli



BNL

BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

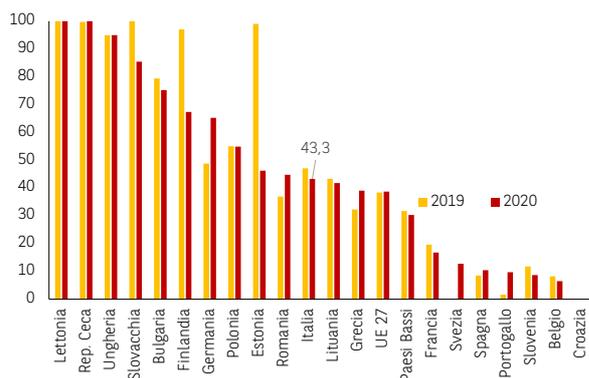
A livello mondiale il balzo dell'inflazione che ha seguito la pandemia è stato straordinario: il costo della vita è aumentato mediamente più nei 18 mesi da gennaio 2021 a giugno 2022 che nel complesso dei 5 anni precedenti. L'aumento deriva in larghissima misura dai prezzi delle materie prime e degli alimentari.

Tra dicembre 2019 e luglio 2022 l'indice globale dei prezzi delle principali materie prime energetiche calcolato dal FMI mostra un aumento del 69,8% per il petrolio, del 390,8% per il carbone e del 666,4% per il gas. Nel caso del gas, in particolare, l'andamento delle quotazioni è risultato molto divergente tra le diverse aree geografiche: mentre infatti in Europa nel periodo in esame il prezzo è aumentato di circa 20 volte, negli Stati Uniti è quadruplicato.

L'Europa risulta peraltro molto dipendente dal gas importato: nel 2020 la quota di consumi coperta dall'import arrivava all'84%, con il 40% coperto dalla Russia. Tra i principali paesi è la Germania a presentare la quota maggiore di gas importato dalla Russia (65,2%), seguita dall'Italia (43,3%), mentre Francia e Spagna presentano quote minori e pari rispettivamente a 16,8 e 10,4%. Dove disponibili, i dati relativi al 2021 mostrano però già una riduzione della percentuale di gas proveniente dalla Russia.

Import di gas naturale dalla Russia per paese

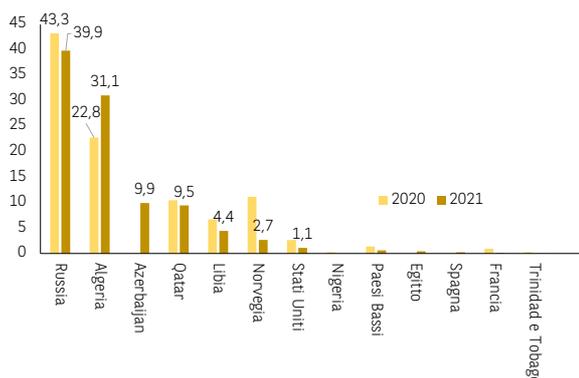
(2020; in % del totale import di gas naturale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Italia: import di gas per paese fornitore

(2021, in % sul totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Ministero della transizione ecologica



NEL GIRO DEL MONDO DELL'INFLAZIONE PESA LA DIPENDENZA ENERGETICA

Simona Costagli*

Economist Servizio Studi BNL BNP Paribas

simona.costagli@bnpparibas.com

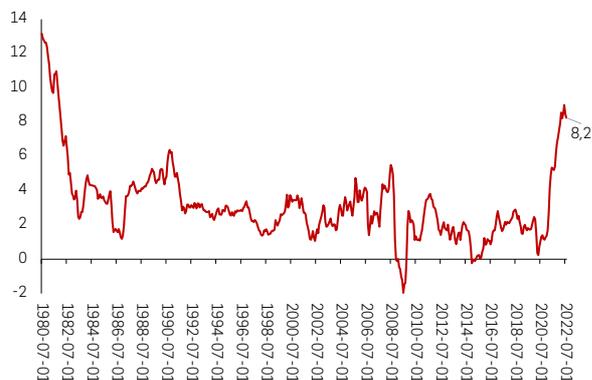
L'inflazione fa il giro del mondo

Le stime sulla crescita mondiale, ormai a due terzi dell'anno in corso, indicano un rallentamento sempre più marcato. Il FMI nell'ultima revisione di luglio ha ulteriormente rivisto al ribasso i valori attesi per il Pil mondiale, sia per il 2022 sia per il 2023, portandoli rispettivamente a +3,2 e +2,9%. Sullo scenario continua a pesare la combinazione di fattori che tendono ad alimentarsi: difficoltà di approvvigionamento lungo le catene produttive, tensioni geopolitiche, politica del Covid zero attuata dalla Cina, aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, che ha determinato una ripresa dell'inflazione che nei paesi avanzati non si registrava da circa quaranta anni. Nelle previsioni di luglio, il Fondo prevede per fine 2022 un aumento del 6,6% dei prezzi nei paesi avanzati e del 9,5% nelle economie emergenti, una revisione aumentata di 0,9 e 0,8 punti percentuali rispettivamente rispetto alle stime precedenti.

Negli Stati Uniti l'inflazione continua a viaggiare su livelli che non si registravano dal 1982, anche se sembra mostrare lievi segnali di raffreddamento: ad agosto l'aumento dei prezzi relativo ai consumi delle aree urbane è stato dell'8,2% a/a, in rallentamento per il secondo mese consecutivo. In forte ridimensionamento la crescita della componente energia, che comunque registra un +23,9%.

Andamento dell'inflazione negli Stati Uniti

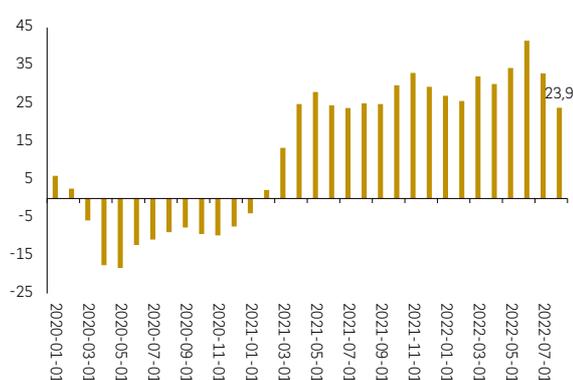
(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FRED Saint Louis

Andamento del prezzo dell'energia negli Stati Uniti

(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FRED Saint Louis

Non vi sono invece segnali di rallentamento dei prezzi nei principali paesi europei, dove ad agosto l'indice armonizzato ha registrato una crescita dell'8,8% in Germania, del 6,5% in Francia e del 9% in Italia. Per l'intera area euro i valori che si registrano da novembre 2021 sono i più elevati dall'introduzione della moneta unica. A pesare nell'area è soprattutto la componente

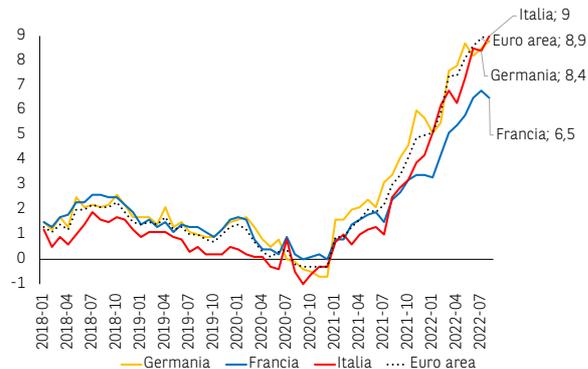
* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice.



energia, che nello stesso mese di agosto ha segnato un +38,3%, con la variazione di Germania, Francia e Italia pari rispettivamente a +35,8, +22,9 e +45,4%.

Andamento dell'inflazione generale in alcuni paesi dell'area euro

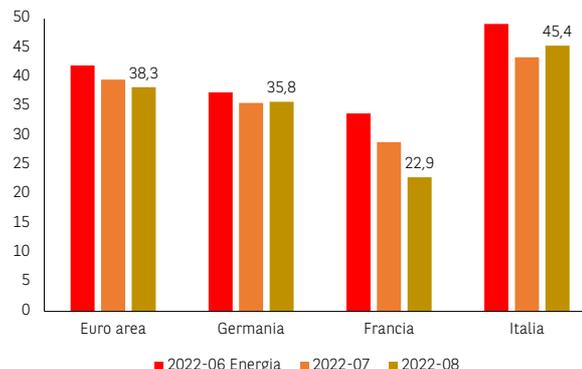
(Indice HCPI, var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Andamento del prezzo dell'energia in alcuni paesi dell'area euro

(var % a/a)



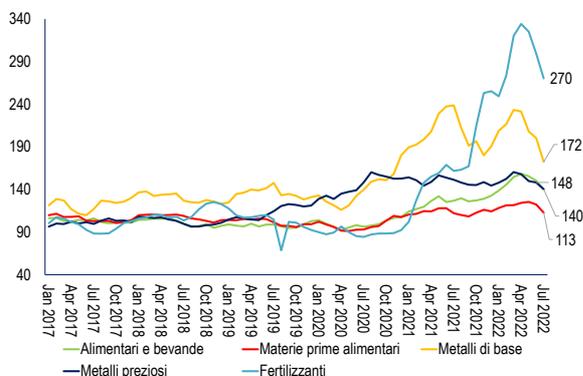
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Il balzo dell'inflazione che ha seguito la pandemia è stato straordinario: a livello mondiale mediamente il costo della vita è aumentato più nei 18 mesi da gennaio 2021 a giugno 2022 che nel complesso dei 5 anni precedenti. L'aumento deriva in larghissima misura dai prezzi delle materie prime, ma anche da quello degli alimentari, che da gennaio 2021 a giugno 2022 hanno eroso il potere d'acquisto globale più di quanto abbia fatto l'inflazione complessiva tra il 2016 e il 2020. Peraltro, sebbene con una discreta variabilità tra i paesi, il FMI nelle ultime stime di settembre ha osservato un leggero cambiamento nella composizione dell'inflazione, con la componente alimentari in aumento e l'energia e le categorie a essa collegate in leggero rallentamento.

L'indice globale calcolato dal Fondo sulla dinamica dei prezzi delle principali materie prime energetiche rappresenta peraltro una sintesi di andamenti divergenti delle sue diverse componenti: tra febbraio 2022 – ossia dall'avvio delle tensioni in Ucraina e delle sanzioni imposte alla Russia – e luglio 2022 gli indici globali di prezzo del petrolio, del carbone e del gas sono aumentati del 18,1, del 57,4 e del 71,6% rispettivamente. Gran parte dell'aumento risultava peraltro già accumulato dal riavvio della domanda globale, stimolata a sua volta dalla rimozione delle restrizioni adottate per limitare la diffusione del virus e dall'avvio della campagna vaccinale di massa. Tra dicembre 2019 e luglio 2022 l'indicatore globale del prezzo del petrolio è aumentato del 69,8%, quello del carbone del 390,8% e quello del gas del 666,4%.

Indice globale dei prezzi di alcune materie prime

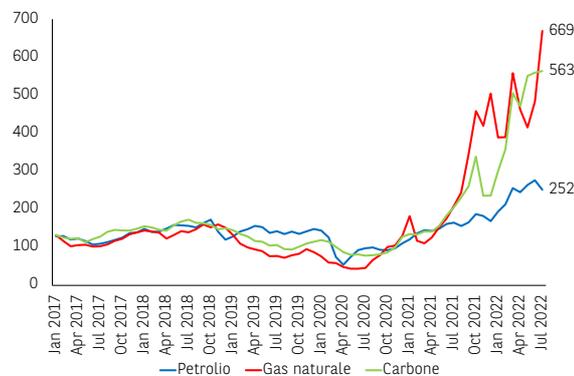
(Numero Indice 2016=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

Indice globale dei prezzi di gas, carbone e petrolio

(Numero Indice 2016=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

L'andamento del prezzo del gas, in particolare, è risultato molto divergente tra le diverse aree geografiche: mentre infatti in Europa da fine 2019 a luglio 2022 è aumentato di circa 20 volte, negli Stati Uniti è quadruplicato. Il diverso ritmo di crescita, che aveva cominciato a manifestarsi già nel 2021, si è accentuato a partire da febbraio 2022, a causa dei problemi relativi alle importazioni di gas russo dal quale la Ue risulta ampiamente dipendente.

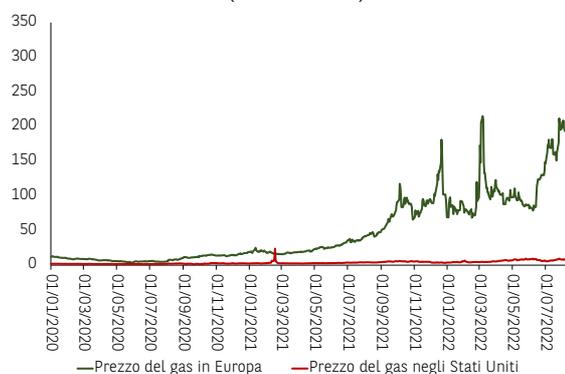
Il gas nella Ue, alcuni dati

Secondo alcune recenti stime fatte dal Fondo, nel 2020 (ultimo anno per cui sono disponibili dati dettagliati per tutti i paesi) nella Ue le importazioni di energia rappresentavano il 57% circa dei consumi lordi. Nel caso del gas la quota di consumi coperta dall'import arrivava all'84%, con il 40% coperto dalla Russia attraverso 4 gasdotti diretti in Germania, Polonia, Ucraina e Turchia. Sebbene notevole in media, la dipendenza dei 27 membri della Ue dal gas russo risulta molto differenziata. Tra i principali paesi è la Germania a presentare la quota maggiore di gas importato dalla Russia (65,2%), seguita dall'Italia (43,3%), mentre Francia e Spagna presentano quote minori e pari rispettivamente a 16,8 e 10,4%. Dove disponibili, i dati relativi al 2021 mostrano però già una riduzione della percentuale di gas proveniente dalla Russia: nel caso dell'Italia, ad esempio, lo scorso anno la quota russa era scesa al 39,9% dell'import totale di gas, a favore soprattutto di quella dell'Algeria, che è arrivata a coprire il 31,1% dal 22,8% del 2020. Stabili o in lieve discesa le quote di Qatar e Libia, mentre la parte coperta dall'Azerbaijan è arrivata al 9,9%.

Dati definitivi relativi al 2022 non sono ancora disponibili, tuttavia le informazioni fornite dal Ministero della transizione ecologica mostrano come nei primi sette mesi dell'anno il volume di gas importato attraverso l'ingresso di Tarvisio (dal quale si assume transiti gran parte del gas

Andamento del prezzo del gas in Europa e negli Stati Uniti

(Euro e dollari)



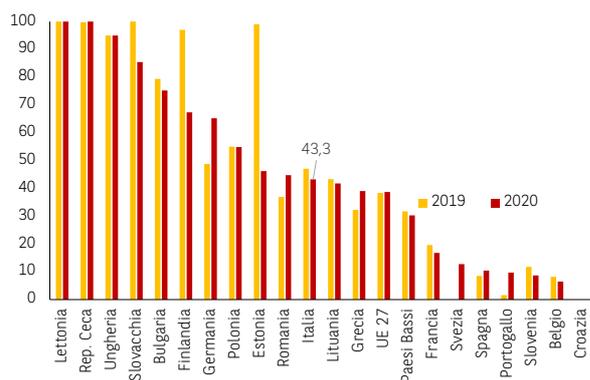
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Refinitiv



russo) si sia ridotto del 38,2% rispetto allo stesso periodo del 2021, con una contrazione del 48,5% a/a nel solo mese di luglio.¹ Peraltro, è interessante osservare che in condizioni normali i gasdotti operano a capacità molto inferiori alla massima, spesso perché oggetto di manutenzione: nel 2021 in particolare i gasdotti che collegano la Russia alla Ue-27 operavano a una capacità pari a circa il 55%, più o meno simile a quella degli altri gasdotti non russi, mentre nel caso del gasdotto della Norvegia si arrivava all'80% circa.

Import di gas naturale dalla Russia per paese

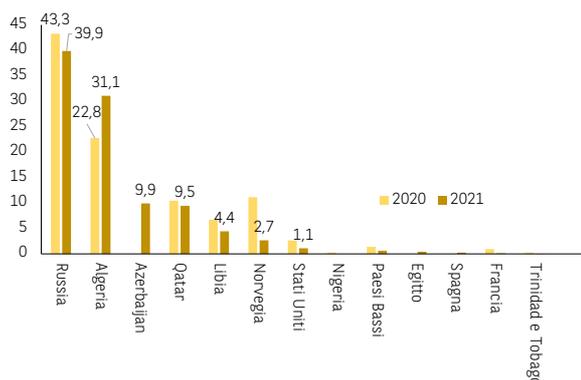
(2020; in % del totale import di gas naturale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Italia: import di gas per paese fornitore

(2021, in % sul totale)



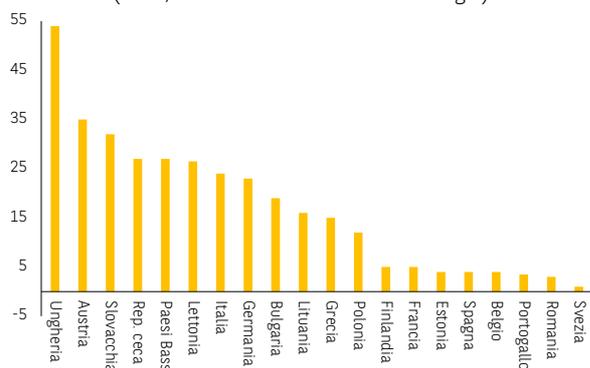
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Ministero per la transizione ecologica

In termini di consumi finali il gas russo copre una quota che varia dal massimo del 55% circa dell'Ungheria al minimo (1% circa) della Svezia. Italia e Germania occupano una posizione medio-alta nella graduatoria, con il 24-23%, mentre molto inferiori sono i valori francesi e spagnoli.

Non solo l'import di gas in Europa è molto concentrato, lo sono in effetti anche le risorse

Import di gas naturale dalla Russia per paese

(2020; in % dei consumi totali di energia)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

stoccate. Fuori dalla Russia e dalla Bielorussia, le principali riserve di gas in Europa si trovano in Germania e in Ucraina, che insieme rappresentano circa il 40% della capacità europea. Nell'ultimo anno i diversi paesi, che hanno capacità di stoccaggio molto diverse, hanno anche proceduto in modo eterogeneo all'accumulo di riserve. A inizio settembre 2022, ad esempio, Portogallo e Polonia avevano raggiunto la massima capacità stoccabile; buono il livello raggiunto anche da Danimarca, Francia, Svezia e Belgio. Germania, Spagna e Italia oscillano intorno all'85%, una percentuale comunque più elevata di quella media della Ue (81%). Anche in caso di massimo accumulo, tuttavia, in molti paesi le riserve rappresentano una percentuale

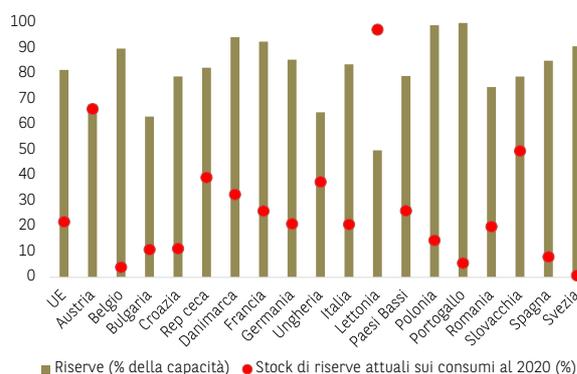
¹ Su questo punto si veda anche "Il governo Draghi ha dimezzato le importazioni di gas dalla Russia?", www.lavoce.info, 6 settembre 2022.



comunque limitata dei consumi di gas: in Portogallo, ad esempio, un livello di riserve arrivate già al massimo stoccabile coprirebbe poco più del 5% del livello di consumi registrato nel 2020, in Germania l'85% del massimo stoccabile coprirebbe il 21%, più o meno come in Italia, mentre in Francia riserve arrivate al 93% della capacità massima sarebbero in grado di coprire il 26% dei consumi. In Italia, in particolare, la percentuale di riserve accumulate a inizio settembre risulta in linea con i livelli degli anni precedenti, ad eccezione del 2020 e del 2013 quando il livello di riserve di gas arrivò intorno al 90%.

Riserve di gas nella Ue

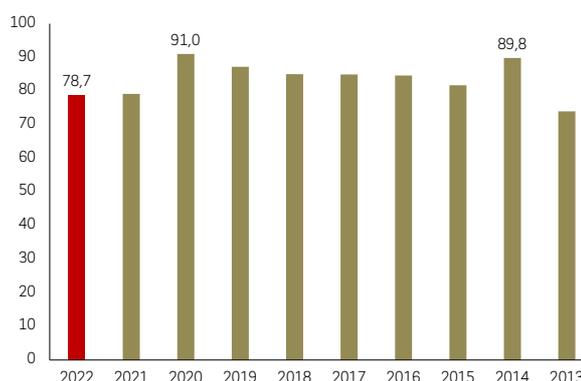
(3 settembre 2022, in % della capacità di stoccaggio e dei consumi 2020)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati GIE AGSI

Andamento delle riserve di gas in Italia

(in % della capacità di stoccaggio nelle settimane 3 agosto -3 settembre di ogni anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati GIE AGSI

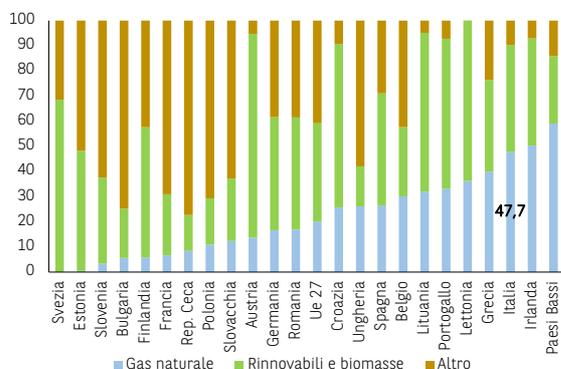
Un'analisi effettuata dal FMI² a luglio 2022 mostra che in caso di blocco del gas russo (all'epoca solo in parte realizzato), tenendo conto dei livelli di consumo del 2020 e delle misure attuabili a breve termine (quali un aumento dell'uso del gas liquefatto e un aumento del 15% dell'uso di rinnovabili, tra cui energia solare ed eolico), durante l'inverno europeo (tra novembre 2022 e marzo 2023) un nuovo equilibrio si tradurrebbe in una diminuzione media dei consumi di circa il 12%. Tale valore è la sintesi di situazioni molto diverse: mentre infatti in paesi come Francia, Paesi Bassi e Belgio tale riduzione sarebbe pressoché nulla, nel caso di Italia, Austria e Germania si arriverebbe al 15%. Repubblica ceca, Slovacchia e Ungheria sono i paesi che sperimenterebbero i maggiori problemi. Per loro si stima un divario tra domanda e offerta del 40% circa. Le difficoltà in questo caso derivano dal fatto che anche nell'ipotesi in cui si attivasse un meccanismo molto efficiente di solidarietà tra paesi (in base al quale i paesi in surplus dirottano flussi verso quelli in deficit) Repubblica ceca, Slovacchia e Ungheria risultano connessi soprattutto con Italia e Germania, che a loro volta hanno necessità di trovare alternative al gas russo. Questo per quanto riguarda l'offerta. Relativamente alla domanda, nel breve periodo la componente che più probabilmente potrà essere ridotta è quella delle famiglie, che presenta tuttavia un'elasticità al prezzo molto bassa, anche per l'utilizzo che si fa del gas, principale fonte di produzione di energia elettrica e riscaldamento.

² FMI, Natural Gas in Europe, Luglio 2022.



Peso di gas naturale e rinnovabili nella produzione di energia elettrica nella Ue

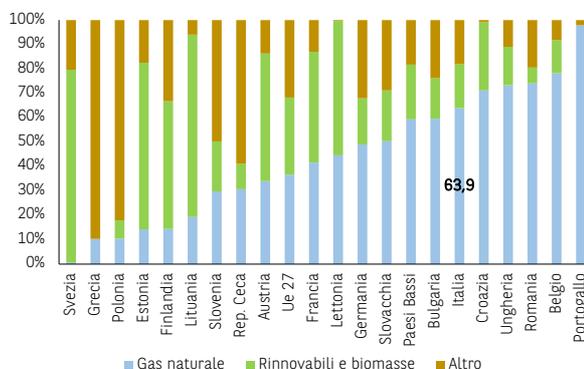
(2020, in % del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Peso di gas naturale e rinnovabili nella produzione di riscaldamento nella Ue

(2020, in % del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In media nell'Ue circa il 20% dell'elettricità viene prodotto utilizzando gas naturale ma si tratta di un valore estremamente variabile tra i paesi: si passa infatti da circa il 59% nel caso dei Paesi Bassi allo 0,1% della Svezia. Bassa anche la quota francese (6,5%), mentre in Germania e soprattutto in Italia si raggiunge rispettivamente il 16,7 e il 47,7%. Come combustibile da riscaldamento il gas copre una percentuale media nella Ue del 36,5%, e anche in questo caso quest'ultima fornisce una sintesi poco rappresentativa dell'effettivo impiego di tale risorsa. In Portogallo, ad esempio, il gas alimenta il 98% circa del riscaldamento, in Belgio il 78%, in Romania il 74%. All'estremo opposto la Svezia, con appena lo 0,6%. L'Italia è tra i paesi con la quota più elevata (64% circa), seguita dal 49% della Germania e il 41,6% della Francia.

L'aumento del prezzo del gas, in un contesto come quello descritto, finisce quindi per avere un impatto rilevante su alcune delle componenti poco comprimibili della spesa delle famiglie. Il problema è al momento ulteriormente amplificato dalle modalità con cui nella Ue viene fissato il prezzo dell'elettricità, ossia attraverso il Marginal price system. In termini molto semplificati, il sistema consiste nel costruire, per ogni ora del giorno, una curva di offerta dell'elettricità ordinando gli impianti di generazione in modo crescente a seconda del loro costo di produzione (soprattutto del combustibile). Il prezzo di equilibrio viene poi definito in modo da coprire i costi marginali dell'ultima centrale che deve entrare in esercizio per soddisfare la domanda (nella maggior parte alimentata a gas). Il prezzo così definito si applica poi a tutte le offerte accettate in quella fascia oraria. In tal modo, il sistema permette la copertura dei costi di esercizio dell'impianto più costoso (e quindi garantisce stabilità al sistema, favorendo l'incontro tra domanda e offerta). Gli altri impianti ottengono ricavi superiori ai rispettivi costi marginali di breve termine ma attraverso questa rendita recuperano i costi fissi di avvio (che nel caso delle rinnovabili sono solitamente molto più alti).

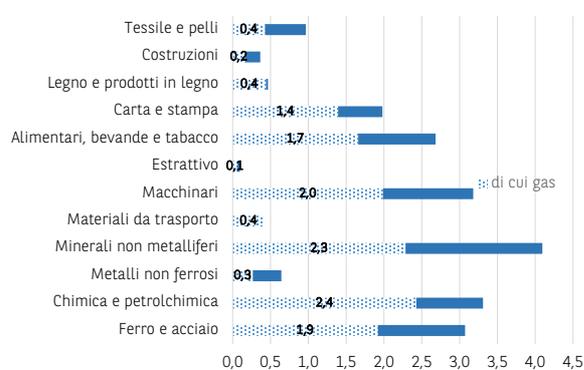
Nel valutare il possibile impatto di una riduzione del gas disponibile sull'economia di ogni singolo paese, è inoltre importante esaminare come questo viene impiegato dal sistema produttivo. Un semplice esercizio che calcola la percentuale di consumi finali di energia e di gas assorbiti dai diversi settori produttivi sul totale mostra che anche in questo caso la condizione dei vari paesi è molto eterogenea. Nella Ue in media il settore che assorbe la percentuale maggiore di consumi finali di energia è la chimica e petrolchimica (5,7% dei consumi finali di energia di cui 2,1% dei consumi finali di gas dell'area), seguito dai minerali non metalliferi (3,7%



di cui 1,4% di gas) e dalla carta e stampa (3,6% di cui 0,7% di gas). Il tessile e pelli è il settore che pesa meno nel consumo di energia finale, con lo 0,4% di cui 0,2% di gas. Tra i principali paesi, in Germania il comparto chimica e petrolchimica assorbe una quantità di energia sui consumi finali superiore alla media Ue, pari al 7,1%, di cui 2,9% sui consumi finali di gas. Minore è il peso del settore in Francia e in Italia, dove assorbe rispettivamente il 4,9 e il 3,3% dei consumi finali di energia (di cui il 2,4 e lo 0,9% rispettivamente di gas). In Italia, in particolare, spicca il peso del settore dei minerali non metalliferi, che assorbe il 4,1% dei consumi finali di energia, di cui 1,8% di gas; notevole anche il peso dei macchinari (3,2 e 1,2% rispettivamente), di ferro e acciaio (3,1 e 1,2%) e dell'alimentare (2,7 e 1%).

Italia: consumi finali di energia in alcuni settori industriali

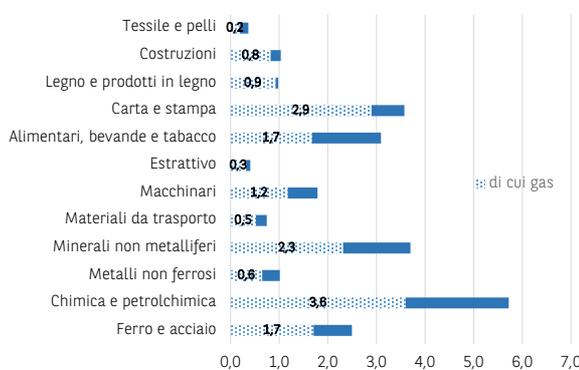
(2020 in % dei consumi finali di energia del paese; in terajoule)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Ue: consumi finali di energia in alcuni settori industriali

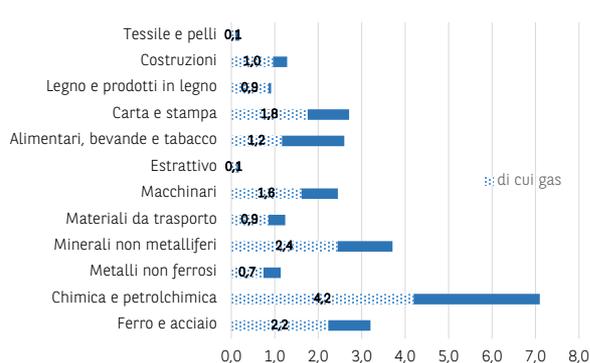
(2020 in % dei consumi finali di energia dell'area; in terajoule)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Germania: consumi finali di energia in alcuni settori industriali

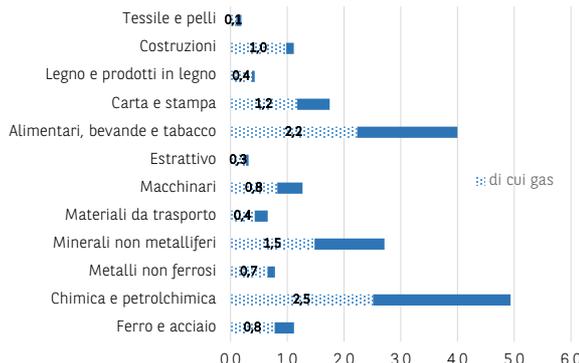
(2020 in % dei consumi finali di energia del paese; in terajoule)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Francia: consumi finali di energia in alcuni settori industriali

(2020 in % dei consumi finali di energia del paese; in terajoule)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Nei mesi che hanno preceduto l'effettivo blocco del gas russo, numerosi previsori hanno stimato l'impatto complessivo di tale evento sulle economie dei paesi europei. Tra questi il FMI, che nel mese di luglio, in un modello che prevede l'impiego amplificato del gas liquefatto e l'adozione di un meccanismo di solidarietà tra paesi, arriva a conclusioni interessanti. Le stime prendono

a riferimento i consumi di gas e l'import dalla Russia del 2020, partendo quindi da uno scenario che già all'epoca delle stesse previsioni risultava superato, ed evidenziano come a subire l'impatto maggiore, in termini di perdita di Pil, sarebbero Ungheria, Repubblica ceca, Slovacchia, Italia e Germania. I risultati non sorprendono, data la maggiore dipendenza di questi paesi dall'import dalla Russia e la rispettiva composizione dei consumi. L'elemento di novità è però rappresentato dalla perdita di Pil che deriverebbe da una protezione totale dei consumatori nei confronti dell'aumento dei prezzi. Tale politica, secondo il Fondo, impedirebbe l'adozione di comportamenti virtuosi di riduzione della domanda e di ricerca di alternative stabili e sostenibili, determinando un potenziale ulteriore aumento del prezzo del gas che avrebbe ripercussioni di secondo livello sui produttori e a cascata sui consumatori.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

