

7 febbraio 2022

Il Sole **24 ORE**

RUSSIA-UCRAINA, IL CONTESTO E LE CONSEGUENZE DELLA CRISI SULL'ECONOMIA

di Marcello Minenna

Il primo scorcio del 2022 ha visto una nuova escalation delle tensioni tra Russia e Ucraina sotto lo sguardo preoccupato dell'Occidente. Le origini di queste tensioni sono note: da tempo l'Ucraina cerca di entrare nella NATO, mentre Mosca vuole preservare la propria influenza su un'ex-repubblica sovietica con cui condivide oltre 1500 Km di confine e da cui transita quasi il 40% del gas russo destinato all'Europa.

La Russia non ha mai nascosto di non tollerare ulteriori espansioni a Est della NATO dopo l'adesione delle repubbliche baltiche e dei paesi dell'ex Patto di Varsavia. Per scongiurare uno scenario simile Putin minaccia un intervento armato come quello che nel 2014 ha condotto all'annessione della Crimea e alla creazione di repubbliche separatiste filo-russe nel Donbass orientale.

La crisi del rublo del 2014

All'epoca la situazione economico-finanziaria della Russia presentava diverse vulnerabilità legate, tra l'altro, al calo dei prezzi del petrolio, alle sanzioni della NATO e al deprezzamento del rublo.

Nel 2014 la valuta russa era in un regime di cambi flessibili amministrati. La dinamica del tasso di cambio era indirizzata dal mercato in base ai fondamentali economici ma la banca centrale russa (CBR) interveniva avendo come riferimento una fascia ammissibile per il valore in rubli di un paniere

composto dall'euro e dal dollaro. Nel tentativo di contrastare le pressioni al ribasso sulla divisa domestica scatenate dal conflitto, in pochi mesi la CBR bruciò \$ 134 miliardi di riserve ufficiali (oltre ¼ del totale). Alla fine il rublo si svalutò di oltre il 50% rispetto al dollaro e a novembre 2014 la CBR dovette abolire il regime di cambio ibrido in favore di uno pienamente flessibile, riservandosi comunque prerogative d'intervento in caso di minacce alla stabilità finanziaria.

Nel periodo successivo le divisioni all'interno della società e della politica ucraine sono rimaste e, specie nel Donbass, hanno alimentato continui scontri tra i civili. Poi, dal 2019, una serie di avvenimenti tra cui il riavvicinamento dell'Ucraina alla NATO (a giugno 2020 il paese è diventato *Enhanced Opportunities Partner*) ha deteriorato ulteriormente i rapporti russo-ucraini sfociando negli eventi delle ultime settimane.

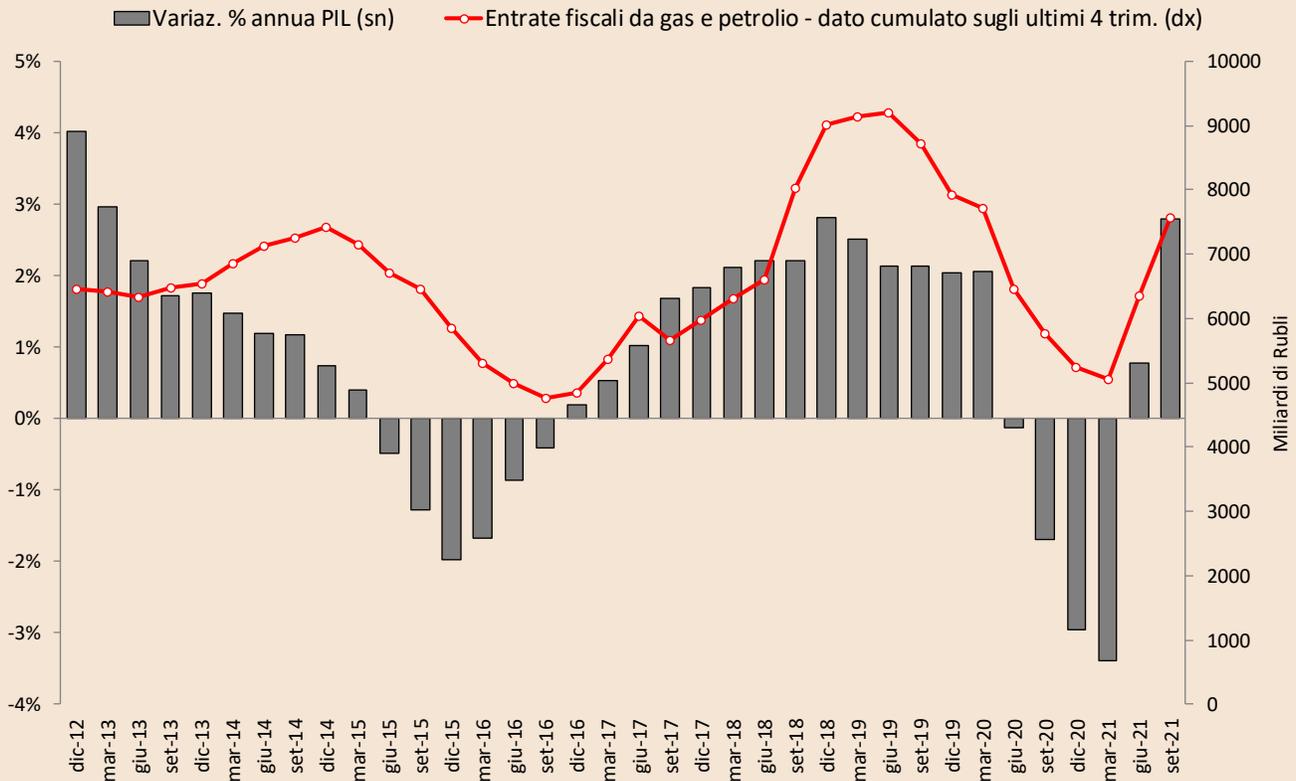
Com'è cambiata l'economia russa

Rispetto al 2014, molte cose sono cambiate nell'economia russa. La ripresa iniziata a fine 2016 si è consolidata nel triennio successivo attestandosi su una crescita media del 2% annuo. Dopo la contrazione del 2020 dovuta al Covid e al connesso calo della domanda globale di energia, il 2021 ha visto un forte rimbalzo economico (+4,3%) che ha portato il PIL sopra i livelli pre-pandemici, sebbene la Banca Mondiale si attenda un rallentamento già da quest'anno (anche perché l'elevata inflazione potrebbe richiedere un aumento dei tassi d'interesse).

La crescita dello scorso anno è stata supportata dall'allentamento delle restrizioni anti-Covid, dalla ripresa dei consumi e dall'apprezzamento dei cereali e, soprattutto, delle *commodities* energetiche, principale carburante dell'economia russa (cfr. Figura 1). Va peraltro ricordato il ruolo di Mosca nell'influenzare i prezzi delle principali fonti fossili, dosando sapientemente il rubinetto del gas all'Europa e sfruttando la sua posizione nell'OPEC+ che ad aprile 2020 ha deciso un drastico taglio alla produzione (ancora non del tutto ripianato) per contrastare il collasso delle quotazioni del petrolio.

Figura 1

Russia: performance economica versus entrate pubbliche da gas e petrolio



Fonte: Bloomberg e Ministero Finanze della Federazione Russa

Una notevole fetta delle entrate pubbliche provenienti da gas e petrolio confluisce nel *National Wealth Fund* (NWF), un fondo sovrano creato nel 2008 per supportare il sistema pensionistico della federazione russa. A fine 2021 il NWF aveva una dotazione di circa 180 miliardi di \$, pari al 12% del PIL russo.

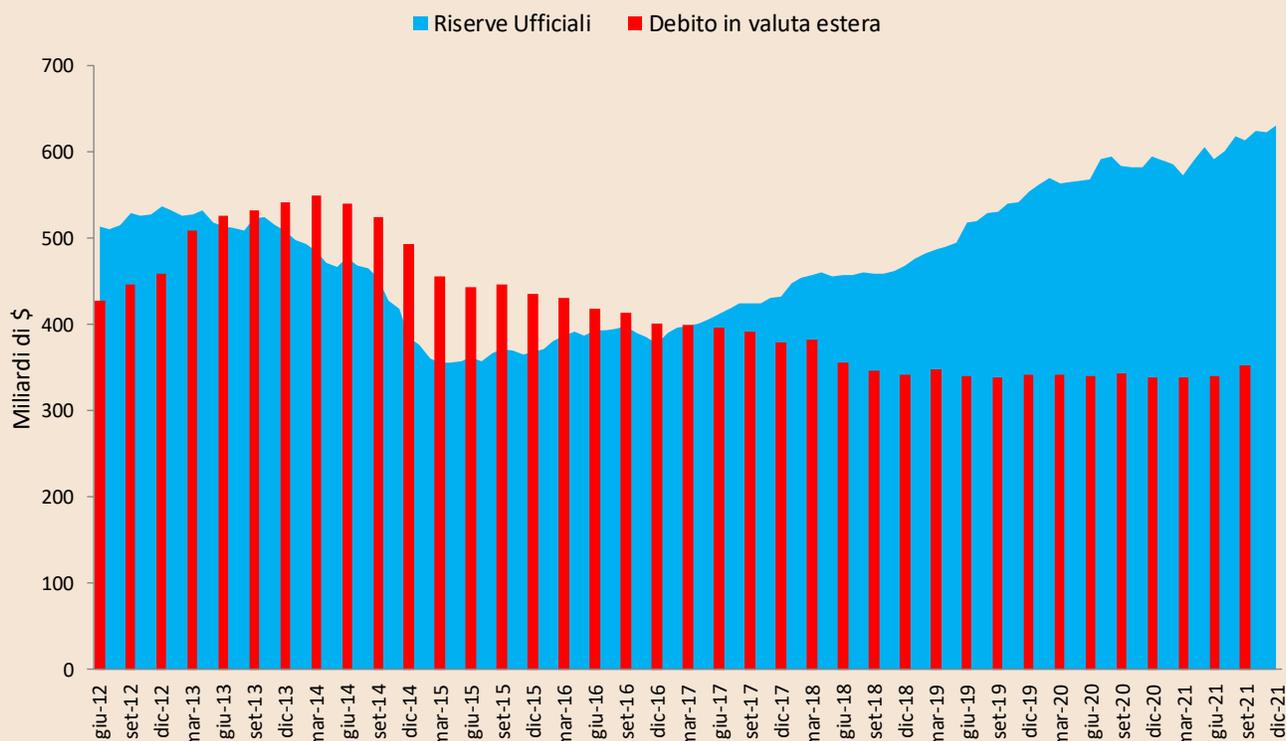
Negli ultimi anni la Russia ha irrobustito i propri anticorpi anche sul piano finanziario.

In questa prospettiva, un'importante area d'intervento ha riguardato il consolidamento dello stock di riserve ufficiali della banca centrale, dopo l'emorragia del 2014. Al 31 dicembre 2021 le riserve ufficiali della CBR valevano ben 631 miliardi di \$, pari a un incremento del 77% rispetto ai minimi del primo semestre 2015. Nel periodo 2014-2021 la Russia è altresì riuscita a ridurre del 36% il debito denominato in valuta estera; l'ammontare

attuale (\$ 350 miliardi) è ampiamente coperto dalle riserve ufficiali (cfr. Figura 2). In più il regime di cambi flessibili conferisce alla banca centrale una maggiore tolleranza verso le oscillazioni del rublo (che in ogni caso nelle ultime settimane ha risentito dell'incertezza legata alla crisi russo-ucraina).

Figura 2

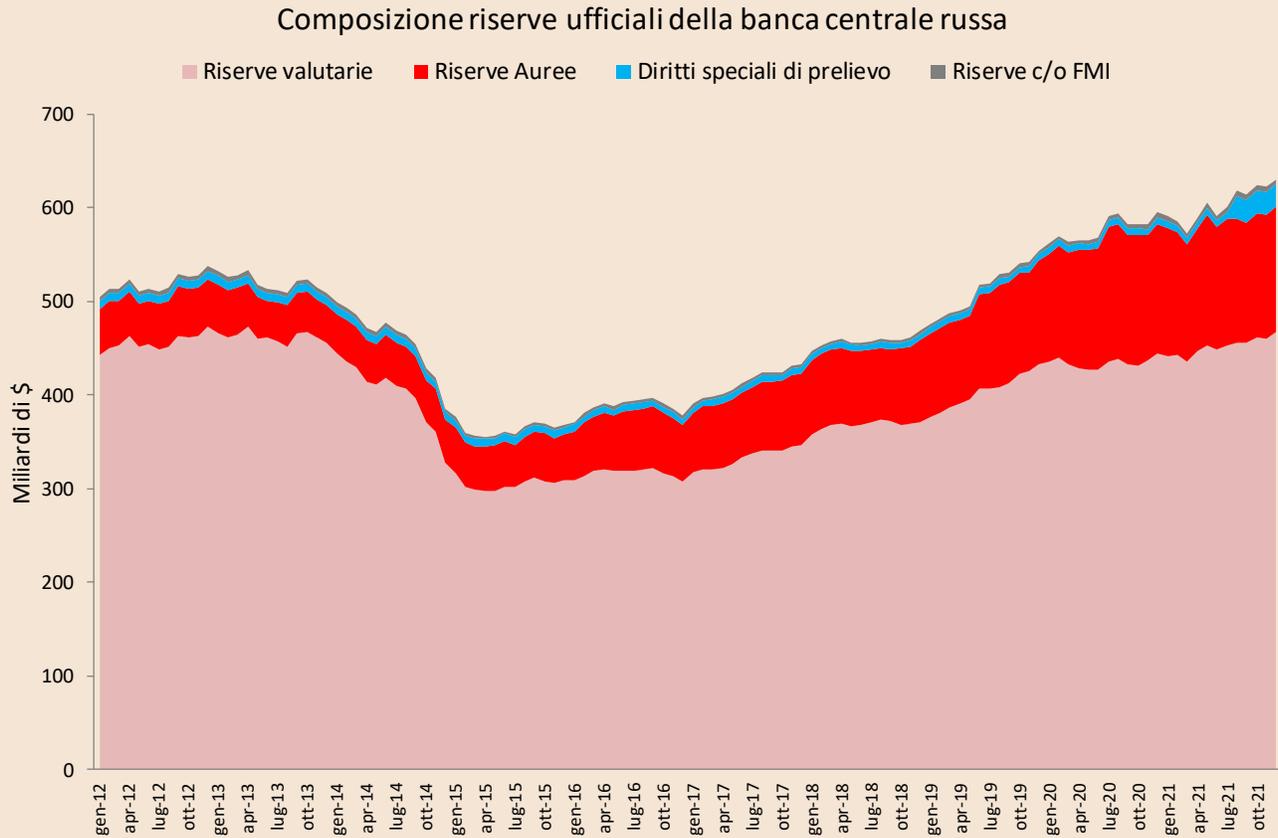
Russia: andamento comparato delle riserve della banca centrale e del debito denominato in valuta estera



Fonte: Central Bank of the Russian Federation

Il massiccio aumento delle riserve ufficiali intervenuto dopo il 2014 ha peraltro privilegiato l'accumulazione di riserve auree (+196%) rispetto a quella di riserve valutarie (+55%). Ciò ha determinato un ribilanciamento nella composizione delle riserve complessive, con la componente aurea che ha ora un peso del 21% (contro il 13% di sette anni fa) e quella valutaria che è invece scesa dall'84% al 74% (cfr. Figura 3).

Figura 3



Fonte: Central Bank of the Russian Federation

Gli sforzi di de-dollarizzazione

Tale cambiamento s'inquadra nel più ampio processo di de-dollarizzazione del sistema economico-finanziario che negli ultimi anni la Russia sta portando avanti con particolare determinazione come parte della risposta alle sanzioni di Washington.

Per quanto riguarda le riserve ufficiali, va segnalato che – in sincrono con il maggiore accantonamento della componente aurea – la CBR sta realizzando una progressiva riconfigurazione della componente valutaria in favore di divise diverse dal dollaro, prima fra tutte l'euro. Non a caso, dal 2018 la quota dell'oro sul totale delle riserve internazionali è stabilmente superiore a quella del biglietto verde. Secondo alcune dichiarazioni del Ministro delle Finanze russo, il paese punterebbe a eliminare completamente il dollaro dalle proprie

riserve rimpiazzandolo con un mix composto per il 40% dall'euro, il 30% dallo yuan, il 20% dall'oro e per il restante 10% dalla sterlina e dallo yen in egual misura.

Lo sforzo di distacco dalla valuta statunitense procede anche su altri fronti, come quello del commercio internazionale che ha visto la conclusione di accordi con vari paesi per privilegiare l'uso delle valute domestiche negli scambi bilaterali. Il partner più stretto della Russia in questa iniziativa è la Cina: entrambi i paesi fanno parte sia del gruppo dei BRICS sia dell'Organizzazione di Shanghai per la Cooperazione, istituzioni i cui obiettivi includono appunto un ridimensionamento della dipendenza economico-finanziaria dei propri membri dalla moneta USA.

Sempre nell'ottica di sganciarsi dal dollaro, la Russia ha altresì sviluppato infrastrutture proprie per l'attività di processazione dei pagamenti. Infatti, ha già creato un sistema nazionale di pagamenti elettronici denominato *Mir* nonché un proprio sistema di messaggistica finanziaria (il *System for Transfer of Financial Messages* o STFS) per tutelarsi contro la minaccia USA di disconnettere le banche russe da SWIFT che attualmente rappresenta lo standard globale per questo tipo di attività. Sia *Mir* che *STFS* sono stati esportati al di fuori della Russia in paesi come l'Armenia e la Turchia; intanto la banca centrale russa starebbe studiando la creazione di un rublo digitale per ridurre la dipendenza del paese dalle infrastrutture di pagamento dell'Occidente.

Potenziamento dell'export energetico

Un altro fronte strategico per la Russia è il potenziamento del proprio mercato energetico. A giugno 2020 il governo ha approvato il piano «*Energy Strategy to 2035*» che contiene una lunga lista di misure volte a modernizzare le infrastrutture energetiche del paese, aumentare e diversificare la produzione e le esportazioni e promuovere l'indipendenza tecnologica e la trasformazione digitale del settore. Il piano include un ambizioso progetto di espansione dell'export di gas naturale liquefatto (GNL), con un target d'incremento

intorno al 230% entro il 2024 e al 530% entro il 2035, da realizzare intensificando lo sfruttamento delle massicce riserve di gas naturale della Russia (le più grandi del mondo), specie quelle situate nella regione artica.

L'accelerazione sul gas naturale liquefatto – iniziata già da alcuni anni – è funzionale ad aumentare la competitività della Russia come paese esportatore anche verso mercati di sbocco più lontani di quello europeo, visto che il trasporto del GNL non necessita dei gasdotti.

La diversificazione dei propri partners nel commercio energetico rientra tra le priorità di Mosca la quale, anche in quest'ambito, ha saputo trovare una buona sponda in Pechino, specie dopo le sanzioni seguite all'annessione della Crimea. I dati parlano chiaro (cfr. Figura 4). La Cina, che nel 2013 assorbiva meno del 7% delle esportazioni russe di combustibili fossili, ha costantemente accresciuto la sua rilevanza arrivando a chiudere il 2020 con una quota del 20,5%, ossia 3 volte quella di sette anni prima.

Figura 4



Fonte: Bloomberg

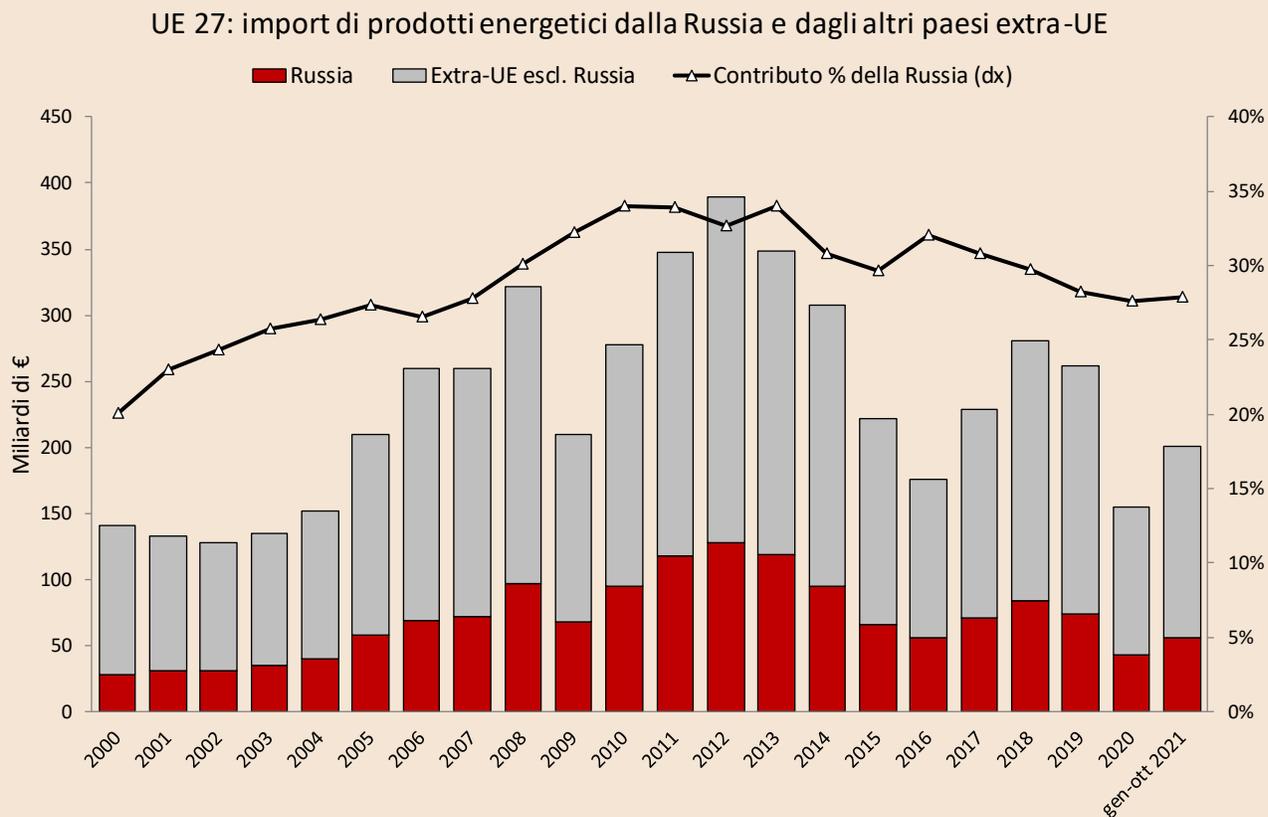
Le criticità per l'Unione Europea

Nel frattempo il peso dell'Unione Europea è invece sceso di oltre 7 punti percentuali (passando dal 43,8% al 36,7%), per effetto delle sanzioni ma anche del fatto che la Russia sta progressivamente dirottando il suo export verso destinazioni diverse da quello che sinora è stato il principale mercato di approdo.

Tutto ciò rappresenta un importante profilo di attenzione per l'Europa che, anche dopo le vicende del 2014, ha giocoforza conservato una forte dipendenza dalla Russia per il proprio approvvigionamento energetico.

L'analisi dei dati Eurostat sulle importazioni UE di combustibili fossili dai paesi esterni all'Unione (cfr. Figura 5) evidenzia che il peso della Russia ha raggiunto il picco nel 2013 con una quota del 34% e si è poi ridotto negli anni successivi a seguito dell'introduzione delle sanzioni e – nel 2020 – della pandemia. Nei primi 10 mesi del 2021, complice il miglioramento del quadro epidemiologico nel vecchio continente, l'incidenza della Russia nell'import Europeo di fonti energetiche fossili ha ripreso vigore attestandosi al 28%, pari a un controvalore di 56 miliardi di euro.

Figura 5



Fonte: Eurostat

La Russia rappresenta il 36% dell'import UE di questo combustibile da paesi esterni all'Unione, soprattutto per la sua rilevanza (circa il 47%) nell'import Europeo di gas allo stato gassoso, che costituisce la componente dominante nella domanda estera di gas dei 27. Minore (circa il 20%) è invece il suo peso nell'approvvigionamento UE di gas naturale liquefatto, ma va sottolineata la dinamica molto positiva di questo dato nell'ultimo biennio.

L'importanza del gas

Peraltro, mentre sui prodotti petroliferi l'Europa negli ultimi anni ha ottenuto qualche risultato in termini di approvvigionamento da altri mercati (specie quello USA), per l'importazione del gas l'individuazione di validi sostituti della Russia è più problematica. In questo caso, infatti, la prossimità geografica è un fattore discriminante tenuto conto che il GNL rappresenta ancora una voce

residuale del commercio europeo di gas. Dopo la Russia, i maggiori fornitori dell'Unione Europea sono, nell'ordine, Norvegia, Algeria, USA e Qatar. Nessuno di questi, tuttavia, appare idoneo – specie nel breve-medio termine – a rimpiazzare adeguatamente il gas russo, cosa che tra l'altro rende poco praticabile l'applicazione di sanzioni credibili e spiega la prudenza dell'UE nella crisi in corso.

Putin lo sa bene e non esita a usare la leva del gas come arma negoziale con l'Europa. Ne abbiamo avuto un assaggio lo scorso autunno quando – nel tentativo di “lubrificare” il processo di autorizzazione del gasdotto Nord-Stream 2 – ha minacciato (e in parte anche attuato) una stretta al rubinetto del gas verso il vecchio continente contribuendo a un ulteriore apprezzamento di questa *commodity*. Una nuova stretta è arrivata a cavallo del nuovo anno e, alla fine del mese scorso, risultava solo in parte riassorbita.

Se l'allarme sulla situazione al confine russo-ucraino non rientrerà in tempi brevi, per l'Europa si prospettano tempi piuttosto difficili. L'ultimo monito – arrivato pochi giorni fa – è la stima preliminare dell'Eurostat sull'inflazione annua dell'area euro per il mese di gennaio: +5,1%, il valore più alto nella storia della moneta unica, principalmente dovuto proprio all'impennata dei prezzi dell'energia (+28,6% annuo).

Diversa ma non meno delicata è la posizione USA. Gli Stati Uniti chiaramente non hanno i problemi di approvvigionamento energetico che ha l'Europa, ma per loro l'inasprimento dei rapporti con la Russia può essere molto controproducente e rischia di accelerare il consolidamento dell'asse Mosca-Pechino la cui cooperazione spazia già in numerosi ambiti.

È evidente che, sulla scorta dell'esperienza del 2014, la Russia ha accresciuto la resilienza del proprio sistema economico e finanziario anche nell'ottica di limitare il più possibile le conseguenze negative di eventuali sanzioni. Allo stesso tempo, anche per l'Occidente il quadro delle priorità strategiche si è modificato e deve fare i conti con le sfide poste dalla pandemia, dall'inflazione elevata, dal crescente peso economico della Cina e dall'emergenza climatica.

Come al solito, alle diplomazie è affidato l'arduo compito di valutare con massima attenzione queste circostanze e i relativi rischi per supportare l'adozione delle decisioni più opportune nell'attuale assetto internazionale.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali