

## Financial Corner

**Con il perdurare del conflitto, quali sono le possibili conseguenze per le economie di Russia ed Ucraina?**



*“Financial Corner”, il report settimanale sulle prospettive dei mercati finanziari che guarda ai temi del futuro, dell’innovazione e della sostenibilità.*



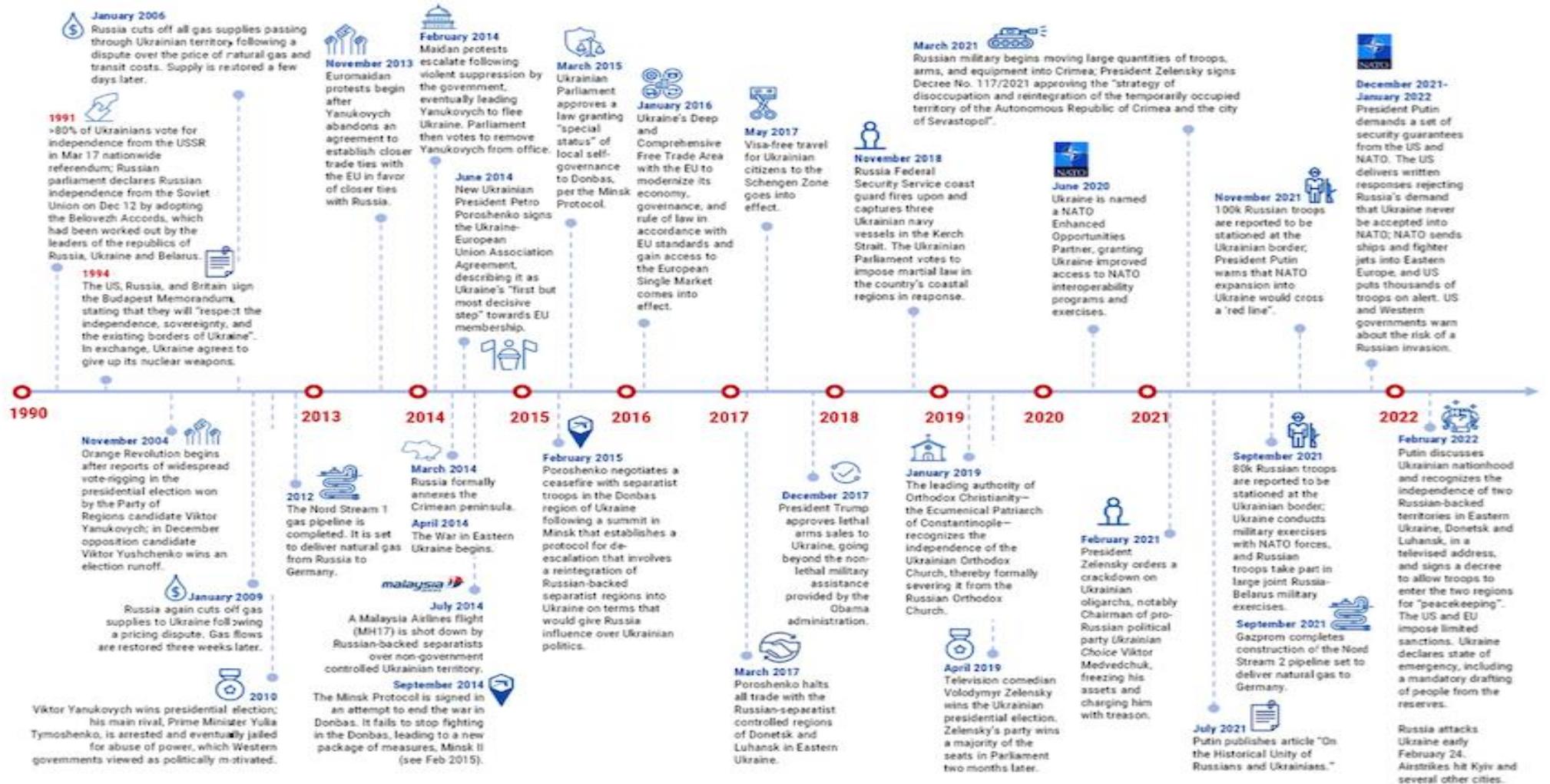
L'analisi odierna del **Financial Corner** si concentra soprattutto sulle conseguenze economiche della guerra scatenata dal dittatore russo. Lo **scenario**, mentre i rappresentanti delle due diplomazie sono seduti intorno ad un tavolo, è in continua evoluzione e in attesa di sviluppi vogliamo rivolgere la nostra attenzione a ciò che potrebbe accadere alle **economie dei due paesi** ed alle probabili ripercussioni per i loro principali partner economici.

I contesti economici di **Russia e Ucraina** sono cambiati significativamente **dall'annessione della Crimea** da parte della Russia nel 2014. Entrambi i paesi, quando scoppiò quella crisi, avevano un **debito pubblico importante**, che ha li costrinse negli anni successivi ad un doloroso **aggiustamento dei conti pubblici**. L'Ucraina alla fine non ha adempiuto ai suoi obblighi ed è entrata in un **programma del FMI**, mentre **il rublo russo ha perso circa la metà del suo valore nel 2014**, poiché la caduta dei prezzi del petrolio ha aggravato l'impatto delle **sanzioni occidentali**. Ma entrambe le economie sono ora in una situazione decisamente migliore per affrontare le **ricadute economiche** di qualsiasi **potenziale escalation**. Questo conta non solo per una **valutazione dei rischi**, ma anche perché cambia la politica e le **opzioni strategiche disponibili** per la **Russia e l'Ucraina**, così come per l'**Occidente**.



# BORGOGNA

## Cronologia di una crisi



Source: Council on Foreign Relations, NY Times, various news sources, Goldman Sachs GIR.

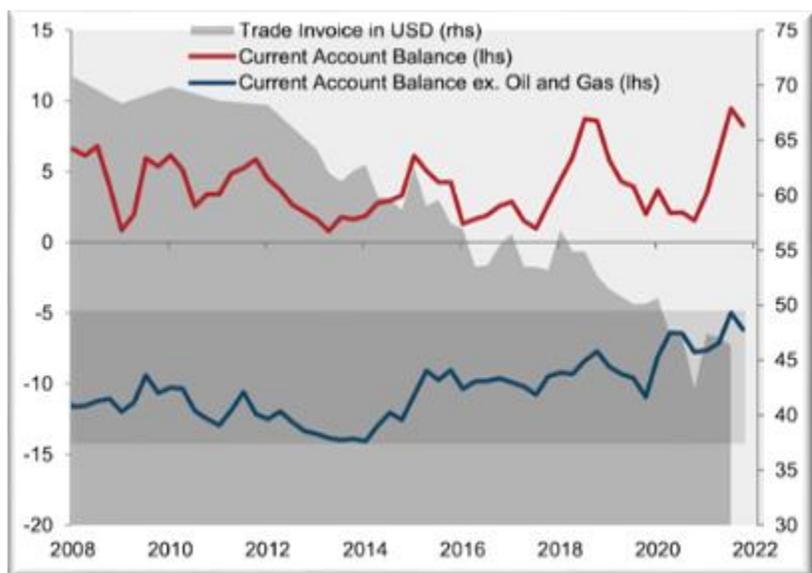


Le **sanzioni** imposte alla Russia dopo l'annessione della Crimea avevano preso di mira il finanziamento di entità chiave nel **settore finanziario**, dell'**energia** e della **difesa**, come pure lo Stato e hanno avuto un **impatto significativo**. Anche se le attuali **condizioni commerciali** della Russia sono simili a quelle del 2014, il **rublo in termini reali** è ancora più debole del **20%**. Sebbene **l'economia russa** sia cresciuta rispetto al 2014 in termini reali, la **domanda interna** è ancora a livelli precedente al 2014. Di conseguenza, la **crescita cumulativa del PIL** in questo periodo è positiva solo perché le **esportazioni** sono state del **17%** più alte in termini reali nel **2019 rispetto al 2014**, e il deprezzamento reale del rublo ha portato la quota delle **importazioni nel PIL** a diminuire in termini reali. La cosa più importante è che il **ruolo dello Stato russo** nell'economia e nella società si è ampliato notevolmente.



In questi ultimi anni la **Russia** è diventata più **resiliente**. Il settore pubblico in generale, compresa la **Banca centrale della Russia** (CBR), il settore industriale e il settore finanziario sono **creditori esterni netti**. La CBR ha più di 630 miliardi di dollari in riserve, sufficienti a sostenere tre quarti di **M2**. Per effetto della **crescita trainata dalle esportazioni**, il surplus delle partite correnti è salito da meno del **2% del PIL nel 2014** a **circa il 9% del PIL nel 2021**, lasciando sostanziali **riserve di risparmio** in eccesso che possono essere sfruttate in caso di necessità. Il sistema **bancario russo** tra l'altro si è **notevolmente consolidato**, riducendo le **inefficienze** del passato.





Fonte: Central Bank of Russia

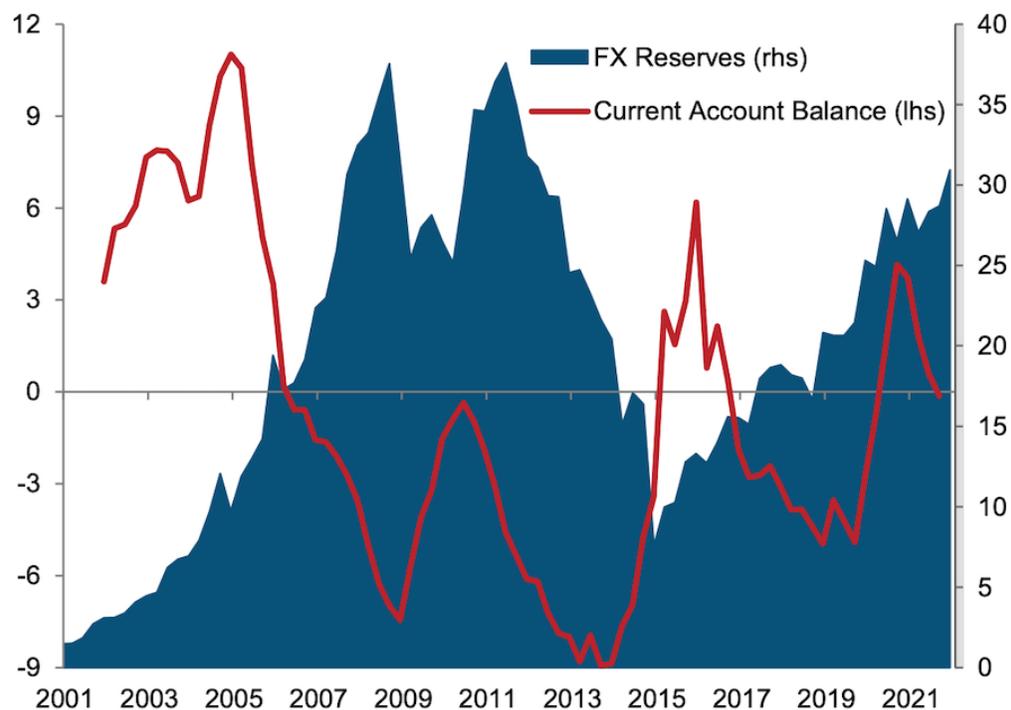
La Russia è anche diventata ampiamente **indipendente dai finanziamenti esteri** e sia le imprese russe che il governo **sono preparate a potenziali shock futuri** come ad esempio **l'impossibilità di effettuare transazioni in dollari**, il cui utilizzo è diminuito drasticamente. Il ministero delle finanze non detiene più attività denominate in dollari nel suo **fondo petrolifero**, e la CBR ha anche ridotto la quota di dollari nelle sue **riserve** della metà, a circa il 20%, poiché **l'euro** e in misura minore il **CNY**, sono diventati le **alternative preferite**. Oltre a denominare attivamente i contratti in diverse valute, molte aziende e banche russe ora **includono abitualmente clausole** nei contratti che stabiliscono **l'uso di un'altra valuta** per il regolamento nel caso in cui l'USD non possa essere utilizzato. La Russia ha anche accelerato l'uso delle proprie **carte di pagamento, come Mir**, così come il proprio servizio di messaggistica **SWIFT-like System for Transfer of Financial Messages (SPFS)**. Tuttavia, entrambi attualmente **operano a livello nazionale**, restando vulnerabili a potenziali frizioni su eventuali **transazioni transfrontaliere** in altre valute.

Anche l'**economia ucraina** è anche cambiata notevolmente dal 2014 ed oggi è **molto meno dipendente** dal sostegno estero.

In particolare, prima del 2014, l'Ucraina **gestiva deficit gemelli considerevoli**, puntando al tasso di cambio, il che lasciava il **paese vulnerabile** a prescindere dallo shock geopolitico che aveva subito. Ma da allora si sono verificati **quattro grandi cambiamenti** che hanno reso l'Ucraina più **resistente** agli shock esterni:

- 1) così come la Russia, ha un **cambio fluttuante** e un **regime flessibile di targeting dell'inflazione**;
- 2) **consolidamento fiscale**.
- 3) **pulizia e ricapitalizzazione del settore bancario**.
- 4) una **diversificazione della bilancia commerciale** e tra l'altro l'Ucraina **non importa più gas** dalla Russia.

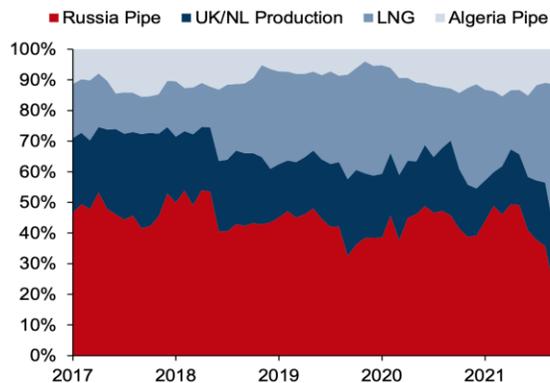




Fonte: Central Bank of Ukraine

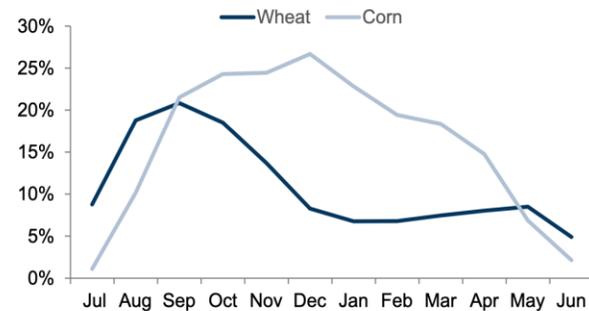
L'effetto di queste politiche ha fatto sì che il **debito pubblico ucraino** sia sceso da un picco dell'**85% del PIL nel 2015 al 50% del PIL nel 2019**, le **riserve in valuta estera** nello stesso periodo sono più che **raddoppiate** e la crescita è stata costante a circa il 2,5-3%. E mentre in passato, gli **shock esterni** tendevano ad essere accompagnati da **fughe di capitali**, oggi grazie al tasso di **cambio flessibile** dell'Ucraina, al **settore bancario ben capitalizzato** e alla considerevole **quantità di riserve** tale **rischio** si è quindi **ridotto** significativamente.

Russian pipe flows represent ~22% of Europe's gas supply  
Total Europe gas sources, %



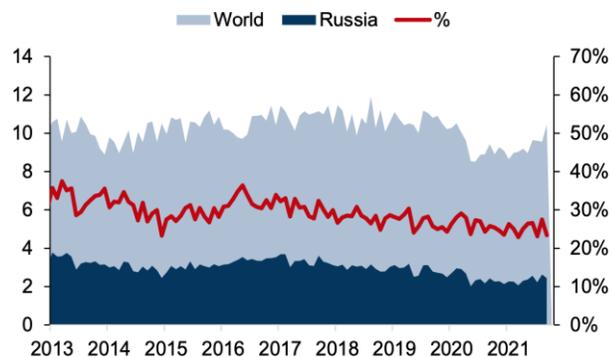
Fonte: Bloomberg

Corn more exposed than wheat to a Ukraine supply disruption  
Ukraine share of total global wheat and corn exports by month, %



Fonte: IHS Markit

Russia's share of Europe's crude imports are ~25% today  
European imports of crude oil by origin (mb/d, lhs) and RU share (% rht)



Fonte: GTT

L'unico tema a non essere cambiato granchè dal 2014 è la **dipendenza del resto del mondo** da Russia ed Ucraina per la **fornitura** di numerose **materie prime**. Insieme i due paesi, **producono** ad esempio, il **15-20%** della **produzione globale dei principali cereali**. La Russia è anche un importante **esportatore globale di idrocarburi** e della maggior parte dei **metalli industriali**. Data la rigidità dei mercati mondiali delle **materie prime**, qualsiasi **interruzione** delle esportazioni di queste regioni è destinata ad avere un **grande impatto** sui mercati delle materie prime.



La maggiore **solidità economica** della Russia e dell'Ucraina, combinata con la **dipendenza** del mondo dalle loro **esportazioni di materie prime**, ha implicazioni significative per le opzioni strategiche disponibili per i diversi paesi nel conflitto in corso. Anche se i governi occidentali hanno iniziato a **lanciare delle sanzioni**, il loro impatto è incerto. Ulteriori sanzioni **occidentali sui finanziamenti esteri** non avranno probabilmente un effetto significativo sulla Russia. Le **sanzioni sulle esportazioni** russe porterebbero a sostanziali costi a breve termine nel resto del mondo attraverso **l'aumento dei prezzi delle materie prime**, mentre l'equilibrio della bilancia dei pagamenti della Russia probabilmente smorzerebbe **l'impatto sulla sua economia**. Tagliare le banche russe fuori dal sistema di pagamento internazionale sarà probabilmente **molto doloroso** per la Russia, ma i costi potrebbero riversarsi sui mercati delle materie prime.

Le **sanzioni meno gravose per l'Occidente** saranno probabilmente quelle mirate alle esportazioni verso la Russia, simili a quelle che vennero adottate durante la **guerra fredda**, così come pure le restrizioni per l'accesso ai **software e agli hardware**. Queste misure probabilmente potrebbero creare disagi alla Russia, data la sua dipendenza dall'Occidente per la maggior parte **dei beni capitali e tecnologici**. Tuttavia, sarà difficile adottare tali sanzioni in modo mirato come avvenne nel 2014. L'introduzione di **sanzioni significative** richiederà quindi che l'Occidente sia disposto ad accettare **costi significativamente più alti**.