

Allianz Research

L'economia di guerra della Russia

Cosa guardare: L'urgente ricostruzione dell'Ucraina, le prospettive del mercato energetico, l'inflazione energetica in Europa

23 Febbraio 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic
and Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com

Maxime Lemerle
Lead Analyst for Insolvency
Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate
Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Manfred Stamer
Senior Economist for
Emerging Europe and
the Middle East
manfred.stamer@allianz-trade.com

Cosa osservare

- - **Ucraina - La ricostruzione deve iniziare ora.** La priorità sarà l'investimento in infrastrutture, servizi sanitari, alloggi e scuole, nonché la resilienza digitale ed energetica. Riteniamo che ciò richiederà almeno 100-150 miliardi di euro di investimenti privati (oltre a 350 miliardi di euro di aiuti esteri).
- - **Mercati energetici globali** - I combustibili fossili restano costosi in un contesto di rimescolamento del commercio globale. I prezzi del petrolio e del gas sono scesi negli ultimi mesi, ma l'offerta limitata e la domanda resistente manterranno i prezzi del petrolio a 92 dollari al barile in Europa nel 2023. I prezzi del gas naturale saranno in media di 75 euro/MWh.
- - **Eurozona - inflazione energetica, quo vadis?** L'inflazione complessiva rimarrà fastidiosamente alta, ma l'inflazione energetica scenderà precipitosamente nei prossimi trimestri (a causa di forti effetti disinflazionistici di base), contribuendo a meno del 10% dell'inflazione complessiva quest'anno.

In evidenza: l'economia di guerra della Russia

- - Nonostante le sanzioni occidentali, l'economia russa ha retto molto meglio del previsto: il PIL reale si è contratto di appena il -2,1% lo scorso anno. Tuttavia, le prospettive sono difficili. Prevediamo un'ulteriore contrazione del -1% quest'anno.
- - Le insolvenze delle imprese sono diminuite del -12% annuo nel 2022 grazie a diverse misure di sostegno pubblico, tra cui una moratoria sul debito (fino a ottobre 2022), dilazioni fiscali e condizioni preferenziali per i prestiti alle imprese. Dato che il governo continua ad avere spazio fiscale per mantenere il sostegno alle imprese, ci aspettiamo che le insolvenze rimangano stabili nel 2023, vicino al minimo registrato lo scorso anno.
- - Mentre le riserve valutarie (disponibili) della Russia si sono riprese da settembre 2022, il deficit fiscale salirà a -3,2% del PIL (da -2,3% nel 2022) a causa dell'aumento delle spese militari e del calo dei ricavi delle esportazioni di energia. Il governo finanzia il deficit fiscale attraverso l'emissione di obbligazioni nazionali (OFZ) e il prelievo dal National Wealth Fund. Oltre il 2023, il finanziamento del bilancio potrebbe diventare più difficile.

Ucraina - La ricostruzione deve iniziare ora

L'economia ucraina dovrebbe stabilizzarsi quest'anno, ma i rischi di ribasso sono elevati. Dopo una contrazione della produzione del -34% lo scorso anno, ci aspettiamo che il PIL reale cresca marginalmente di circa +1% nel 2023. Tuttavia, la guerra in corso crea ampi rischi al ribasso per le prospettive economiche, in particolare per la continua distruzione di infrastrutture vitali, come la rete elettrica ucraina. Dall'ottobre 2022, l'energia elettrica è stata razionata in Ucraina attraverso blackout continui. Il tasso di inflazione annuale è passato dal 10% a oltre il 25% e non mostra segni di diminuzione. Sia la crescita che l'inflazione hanno esercitato un'enorme pressione sui conti pubblici, nonostante gli aiuti esteri su larga scala. Il deficit pubblico ucraino è quadruplicato, aumentando il debito pubblico di 40 punti percentuali, con un debito estero lordo che ha raggiunto il 90% del PIL prebellico. La valuta ucraina ha inoltre perso un quinto del suo valore rispetto al dollaro.

Il processo di ricostruzione deve iniziare il prima possibile per rafforzare la resistenza socio-economica del Paese, ma la ricostruzione dell'Ucraina sarà costosa. La dolorosa esperienza delle guerre passate ci ha insegnato cosa serve per ricostruire i Paesi devastati dai conflitti armati. Oltre all'incommensurabile sofferenza umana, le guerre distruggono le infrastrutture, disorganizzano la produzione e rimodulano i flussi commerciali. E tendono a mandare in bancarotta i governi, poiché l'attività economica crolla e il debito si accumula. Se prendiamo come esempio la ricostruzione dell'Europa occidentale nel secondo dopoguerra, l'entità del Piano Marshall, in termini di potere d'acquisto odierno, è paragonabile ai costi di ricostruzione stimati per l'Ucraina nei prossimi 10 anni (fino a 1 miliardo di euro)..

Tuttavia, l'Ucraina non può farcela da sola, tra l'aumento del debito pubblico e il crescente divario fiscale. Il costo della sola ricostruzione delle infrastrutture richiederà probabilmente almeno 300 miliardi di euro (per inciso, la stessa cifra necessaria per ammodernare le infrastrutture della Germania dell'Est durante la riunificazione della Germania), ovvero tre volte il bilancio (fiscale) totale dell'Ucraina dello scorso anno. Già a settembre, nel suo Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA), la Commissione europea (insieme al governo ucraino e alla Banca Mondiale) ha stimato che il costo attuale della ricostruzione e della ripresa in Ucraina ammonta a 349 miliardi di euro. Nel frattempo, con il protrarsi della guerra, questa cifra è più che raddoppiata. Pertanto, per un impegno credibile nella ricostruzione dell'Ucraina, i finanziamenti privati esterni dovrebbero integrare le finanze del settore pubblico e gli aiuti allo sviluppo.

La priorità sarà l'investimento in infrastrutture, servizi sanitari, alloggi e scuole, nonché la resilienza digitale ed energetica per una ripresa e una ricostruzione sostenibili. Ciò (i) aumenterà la disponibilità dei rifugiati ucraini a tornare a casa, (ii) migliorerà i collegamenti logistici (e commerciali) con l'Europa e (iii) aumenterà la propensione degli investitori privati a investire nel Paese. Riteniamo che ciò richieda almeno 100-150 miliardi di euro di investimenti privati (oltre a 350 miliardi di euro di aiuti esteri).

Una maggiore collaborazione tra pubblico e privato può anche contribuire a creare un clima adatto agli investimenti, che è anche un obiettivo dello Strumento per la ricostruzione dell'Ucraina dell'UE. Per attirare sufficienti investimenti privati sarebbe necessario modernizzare ulteriormente lo Stato e le sue istituzioni; ciò rafforzerà la governance e il rispetto dello Stato di diritto, riducendo in modo permanente l'indebita influenza politica degli oligarchi..

Affinché ciò funzioni, è necessario che siano presenti due elementi essenziali: garanzie di sicurezza credibili e assistenza economica estera. Senza garanzie di sicurezza che scoraggino

una nuova aggressione russa, l'Ucraina faticherà ad attrarre nuovamente capitale umano e ad importare capitale privato estero. L'Occidente deve fornire all'Ucraina tali garanzie credibili (o una qualche copertura del settore pubblico per le imprese che investono in Ucraina mentre il Paese rimane sotto attacco). Inoltre, senza generosi aiuti esteri fino alla fine della guerra, la ripresa economica dell'Ucraina si protrarrà nel tempo; ciò potrebbe mettere a rischio sia la sua giovane democrazia sia la situazione di sicurezza che sta gradualmente migliorando. C'è molta buona volontà a favore dell'Ucraina, ma gli aiuti esteri sono ancora troppo pochi. Sarà necessario un maggiore coordinamento tra i Paesi sostenitori, soprattutto quando sarà il momento di negoziare le riparazioni di guerra con la Russia (sotto forma di riserve, titoli o contributi in natura, come materie prime, petrolio e gas).¹

Mercati energetici globali - Rimodellati dalla guerra in Ucraina

La crisi energetica europea non è ancora finita; i combustibili fossili dovrebbero rimanere costosi nei prossimi anni. Sebbene l'Europa sia riuscita ad approvvigionarsi di GNL da altre parti del mondo e mantenga scorte piuttosto forti (circa il 64% al 21 febbraio) grazie a un inverno più mite, la crisi energetica non è ancora finita. Ipotizzando una persistente interruzione dei flussi di gas russo verso l'Europa attraverso il gasdotto Nord Stream, con una bassa probabilità di ripresa delle importazioni nell'autunno del 2023 (potenzialmente innescata dai colloqui di pace tra Ucraina e Russia), il gas disponibile nei gasdotti rimarrà limitato. Inoltre, poiché circa il 70% del GNL commerciato a livello globale è legato a contratti a lungo termine, i volumi disponibili potrebbero ridursi; i recenti contratti a lungo termine firmati con partner come il Qatar e gli Stati Uniti inizieranno solo a partire dal 2026. Anche l'offerta di petrolio rimarrà limitata, con la Russia che ha risposto alle sanzioni occidentali riducendo la produzione di greggio e l'OPEC che ha assunto un atteggiamento conservativo nella gestione della produzione. Mentre la domanda di gas è diminuita in Europa, il calo della domanda di petrolio dovuto al rallentamento dell'economia globale di quest'anno non si è ancora concretizzato nei dati di consumo.

In questo quadro contrastante, i prezzi del petrolio e del gas rimarranno elevati per i prossimi due anni (Tabella 1). Prevediamo che i prezzi del petrolio si attesteranno in media a 92 USD/bbl nel 2023 e a 88 USD/bbl nel 2024, mentre i prezzi del gas naturale TTF si attesteranno in media a 75 EUR/MWh nel 2023 prima di consolidarsi leggermente a 60 EUR/MWh nel 2024. I prezzi potrebbero aumentare ulteriormente in caso di (i) miglioramento dell'attività economica, (ii) ulteriori tagli alle forniture da parte dei produttori o (iii) insufficiente risparmio di gas in Europa. D'altro canto, (i) un rallentamento più marcato dell'attività economica e (ii) una transizione energetica più rapida (attraverso una maggiore efficienza o una maggiore disponibilità di elettricità) potrebbero avere l'effetto opposto.

Tabella 1. Previsioni sui prezzi del petrolio e del gas

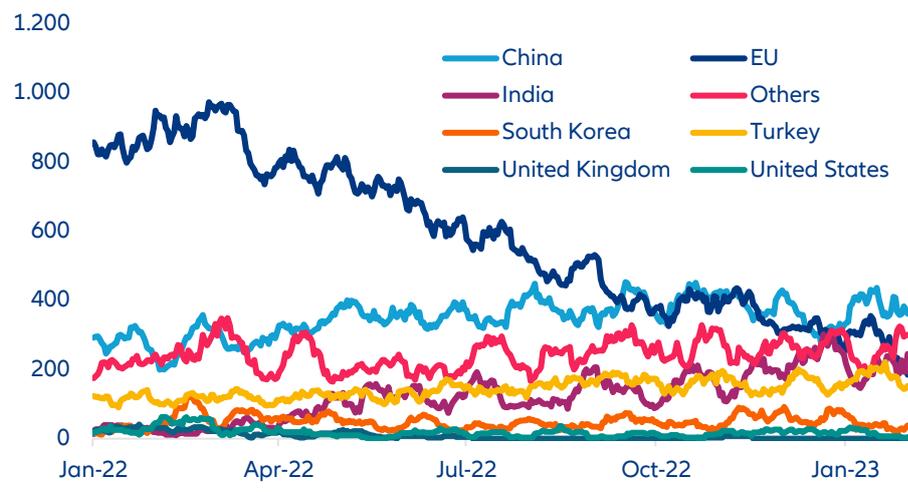
	Ultimo (Feb-17)	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	2023	2024
Brent (USD/bbl)	83.2	87	92	95	92	92	88
Gas naturale (TTF - MWh/€)	48.9	65	65	80	88	75	60

Fonti: Refinitiv, Allianz Research

¹ Si noti che anche la forma più efficiente di risarcimento è limitata. Mentre la posizione netta di investimento internazionale (IIP) della Russia è di circa 500 miliardi di dollari, solo 70 miliardi di dollari sono detenuti dalle banche..

La Cina e l'India hanno sostituito l'UE come principali clienti della Russia per i combustibili fossili. Le sanzioni occidentali hanno avuto un impatto sui prezzi, ma non hanno bloccato le esportazioni russe di petrolio e gas. Secondo gli ultimi dati, le esportazioni di greggio non sono diminuite significativamente in termini di volume. Tuttavia, la guerra ha portato a due cambiamenti fondamentali: (i) la Russia vende il suo petrolio a uno sconto - circa 30 dollari in meno rispetto al Brent ufficiale (lo sconto effettivo potrebbe essere inferiore) e (ii) la lista dei suoi principali acquirenti appare ora molto diversa. All'inizio del 2022, l'UE era la principale destinazione della Russia per le esportazioni di combustibili fossili; ora è scesa dietro a Cina e India. Entrambi i Paesi stanno importando massicciamente greggio russo a basso costo per il proprio consumo o per raffinarlo e venderlo all'Europa a un prezzo molto alto (Figura 1).

Figura 1. Esportazioni giornaliere di petrolio e gas russo (MT)



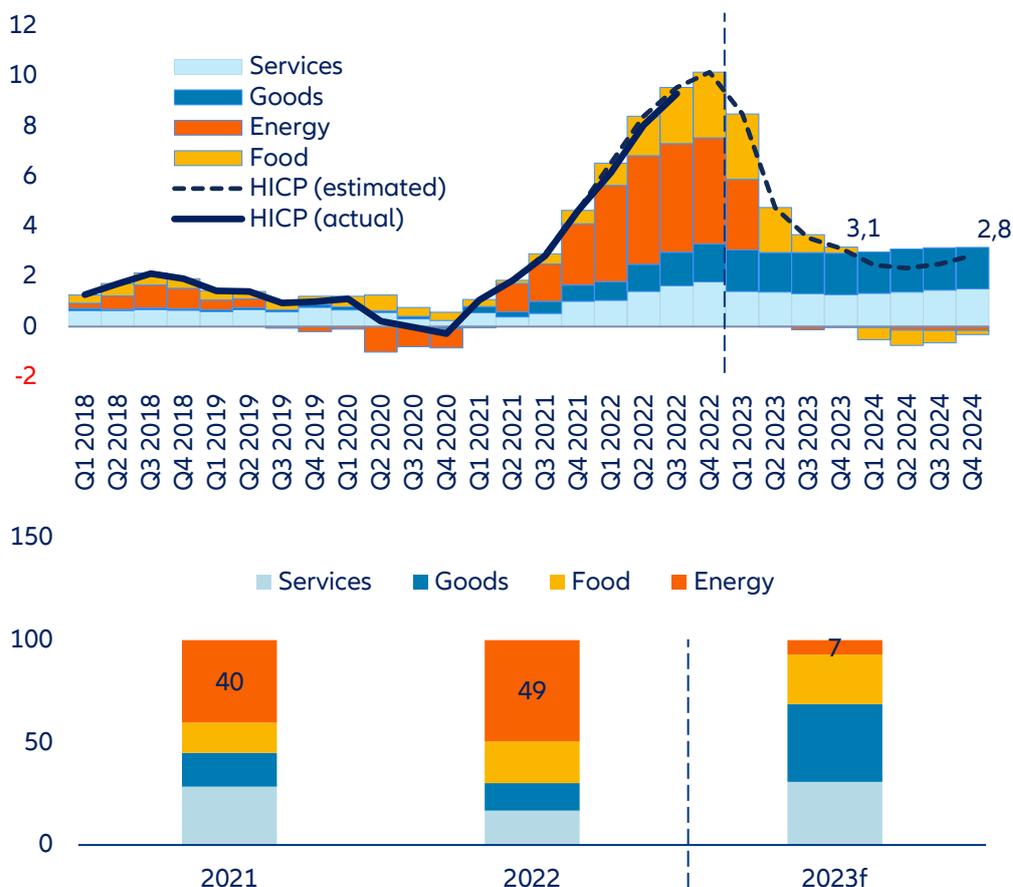
Fonti: CREA, Allianz Research

Eurozona - inflazione energetica, quo vadis?

Sebbene l'inflazione sia rallentata negli ultimi due mesi - soprattutto a causa dell'impatto delle misure di sostegno del governo volte a contenere i costi dell'energia e del calo dei prezzi del gas/petrolio - le pressioni sui prezzi rimarranno forti nella prima metà di quest'anno. L'anno scorso, l'embargo effettivo sulla maggior parte delle importazioni di energia dalla Russia ha provocato un'impennata dei prezzi di elettricità e gas per la maggior parte delle famiglie europee. I governi hanno gradualmente aumentato le misure per attenuare il colpo, cercando forniture alternative di gas, incoraggiando la riduzione della domanda di energia e imponendo tetti di prezzo completi (o parziali). Di conseguenza, i prezzi del petrolio e del gas naturale sono scesi di circa il 50% rispetto ai picchi di metà anno. Data la continua incertezza sull'approvvigionamento energetico nel corso dell'anno, quando il consumo di gas naturale tornerà a crescere, ci aspettiamo che i governi continuino a spendere. Tuttavia, è probabile che si muovano con maggiore cautela, poiché misure poco mirate potrebbero rallentare la riduzione complessiva dell'inflazione. L'inflazione annua è ancora superiore all'8% (rispetto all'anno scorso), vale a dire più di quattro volte l'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% fissato dalla BCE. Con un calo più contenuto del previsto dell'inflazione complessiva tedesca (HICP) dal 9,6% di dicembre al 9,2% di gennaio (e inferiore al calo dell'8,6% implicito nei dati HICP flash di Eurostat), l'inflazione complessiva dell'Eurozona per gennaio è stata appena rivista al rialzo dalla stima flash dell'8,5% all'8,7% di oggi.

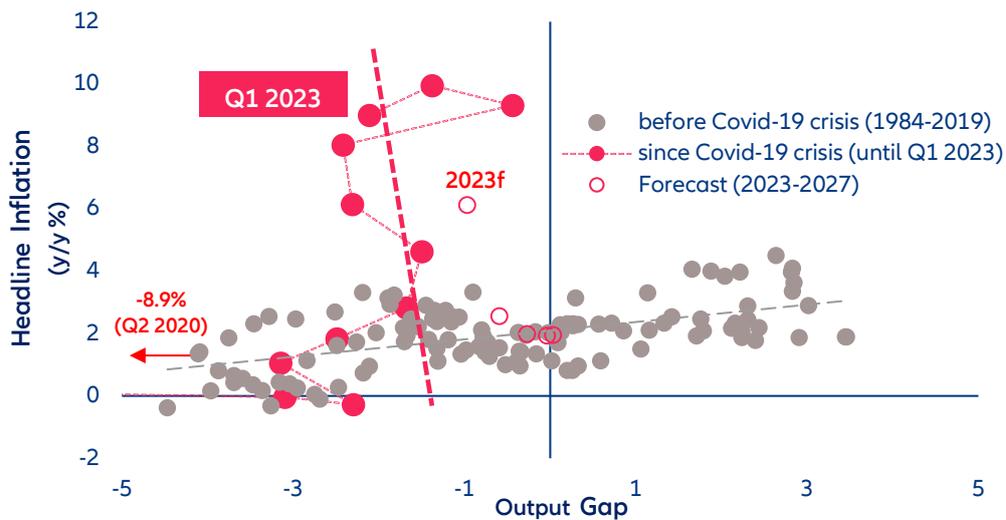
Tuttavia, l'inflazione energetica scenderà precipitosamente nei prossimi trimestri (a causa di forti effetti disinflazionistici di base) e rappresenterà meno del 10% dell'inflazione complessiva di quest'anno. Prevediamo che l'inflazione rimarrà insolitamente alta quest'anno, ma a partire dal secondo trimestre le pressioni sui prezzi dell'energia si sposteranno verso le pressioni sui prezzi di beni e servizi ("inflazione di fondo"), che hanno acquisito slancio negli ultimi mesi. Per l'inflazione energetica (e alimentare), gli effetti base stanno diventando sempre più potenti, soprattutto nei Paesi in cui l'attuazione delle interruzioni di prezzo è avvenuta solo più tardi nel corso dell'anno. Sulla base delle nostre ultime previsioni sui prezzi dell'energia (vedi sopra), prevediamo che quest'anno l'energia contribuirà solo per il 7% all'inflazione totale nell'Eurozona, rispetto al 49% del 2022 (Figura 2). In Germania, ad esempio, ci sarà un forte impatto sui prezzi dell'energia a marzo e aprile, a causa del sostegno del settore pubblico alle famiglie attraverso una compensazione per l'aumento dei prezzi dell'elettricità nella seconda metà dello scorso anno. Nonostante il calo dell'inflazione energetica, lo shock negativo dell'offerta sull'inflazione crea ancora un contesto difficile per la politica monetaria. Poiché la "coincidenza divina" di una bassa inflazione in periodi di rallentamento della crescita non è applicabile, la BCE dovrebbe formulare una guida previsionale sul percorso dei tassi di policy che non rallenti eccessivamente la domanda aggregata (considerando anche che l'impatto economico di condizioni di finanziamento più rigide opera con un notevole ritardo) (Figura 3). Prevediamo che la BCE alzerà il tasso di policy effettivo al 3,25% fino a maggio e manterrà un orientamento restrittivo nel 2023, nonostante la stagnazione della crescita.

Figura 2. Eurozona: Inflazione complessiva (a/a%) e scomposizione (pp)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: stime basate sulle differenze logaritmiche annuali a frequenza trimestrale per ciascuna componente dell'inflazione (approccio difference-in-difference).

Figura 3. Eurozona: rapporto tra inflazione apparente e output gap (1984-2027)



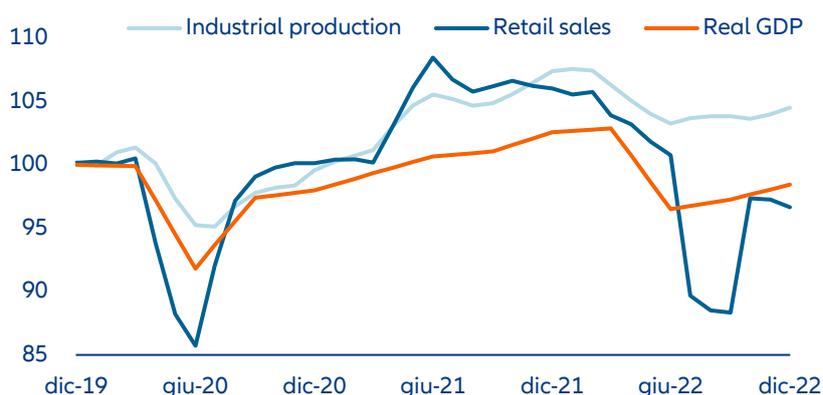
Fonti: FMI, Refinitiv Datastream, Allianz Research

In evidenza: l'economia di guerra della Russia

L'economia russa è entrata in recessione nel 2022, ma ha retto molto meglio di quanto inizialmente previsto nonostante le sanzioni ad ampio raggio. Il PIL reale ha subito una contrazione del -2,1% l'anno scorso, secondo i dati pubblicati da Rosstat questa settimana. Una ripartizione parziale della spesa ha mostrato che il calo è stato guidato da un'ampia diminuzione delle scorte e da una diminuzione del -1,8% della spesa per i consumi. La modesta entità di quest'ultima è una sorpresa, poiché appare incoerente con le vendite al dettaglio, solitamente un buon indicatore della domanda dei consumatori, che sono calate del -6,5% nel 2022. A dicembre sono addirittura scese del -10,5% a/a. Nel frattempo, la spesa pubblica è aumentata del +2,8% e gli investimenti fissi hanno registrato un robusto +5,2%, nonostante un contesto di investimenti incerto e il ritiro di molte aziende occidentali dalla Russia.² Ciò suggerisce che nel 2022 le esportazioni reali sono state significativamente migliori delle importazioni reali. Inoltre, le autorità russe hanno contrastato le sanzioni occidentali con rapide misure politiche che hanno evitato una crisi del settore finanziario, contribuendo anche a prevenire una maggiore contrazione lo scorso anno. In particolare, la produzione industriale ha retto bene, con un calo di appena -0,7% nel 2022. Se i dati pubblicati sono affidabili, suggeriscono anche che il PIL reale si è espanso in termini q/q nel 3° e 4° trimestre 2022, dopo un profondo calo del -6% q/q circa nel 2° trimestre (Figura 4).

² In seguito all'imposizione di rigorose sanzioni da parte dei Paesi occidentali, la Russia è stata selettiva nella pubblicazione di statistiche (trimestrali) sulla contabilità nazionale e ha smesso di rilasciare dati dettagliati sulle finanze pubbliche, sulla bilancia dei pagamenti, sul commercio estero e sulle riserve valutarie, rendendo difficile la proiezione degli sviluppi economici. Inoltre, l'annessione annunciata di quattro regioni ucraine occupate nel settembre 2022 potrebbe distorcere ulteriormente le statistiche russe.

Figura 4. Russia: Indicatori di attività economica (dic. 2019 = 100; medie mobili a 3 mesi)

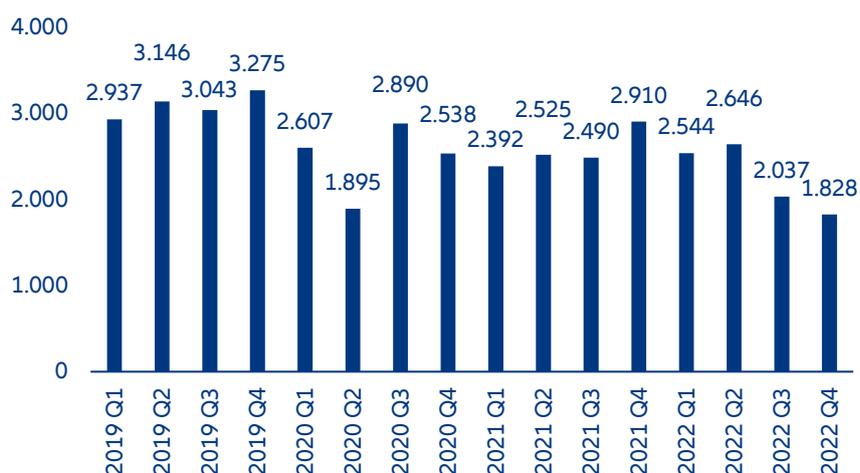


Fonti Refinitiv, Rosstat, Allianz Research

Il sostegno dello Stato ha anche evitato un'ondata di fallimenti aziendali. Le insolvenze aziendali sono diminuite del -12% su base annua a 9.055 casi nel 2022, il livello più basso in due decenni. Solo i settori dei trasporti/logistica (+7% annuo a 546 casi), delle attività scientifiche e tecniche (+2% a 538 casi) e degli alberghi/ristoranti (+13% a 198 casi) hanno registrato un aumento delle insolvenze. Il commercio e l'edilizia sono rimasti i due settori con il maggior numero di fallimenti (rispettivamente 2.234 e 2.106) e insieme rappresentano quasi la metà dei fallimenti del Paese. Il governo ha attuato una moratoria sulle richieste di fallimento da parte dei creditori (ad eccezione dei costruttori) dal 1° aprile al 1° ottobre. Tuttavia, nel 2022 come nel 2021, la fine della moratoria non ha innescato una massiccia ripresa del numero di fallimenti a causa dell'ulteriore sostegno (diretto e indiretto) all'economia in seguito alle sanzioni, in particolare quelle legate all'"economia di guerra".

Sebbene ci aspettiamo una prolungata debolezza economica in Russia, le prospettive di insolvenza delle imprese rimangono incerte, poiché sono fortemente legate alle capacità (finanziarie) e alla volontà (politica) del governo di sostenere le imprese. In questa fase, poiché il governo ha ancora i mezzi finanziari per mantenere il sostegno alle imprese, prevediamo un numero di fallimenti aziendali basso e prolungato nel 2023, potenzialmente vicino al minimo registrato nel 2022.

Figura 5. Russia: Numero di insolvenze aziendali (trimestrale)



Fonti: Fedresurs, Allianz Research

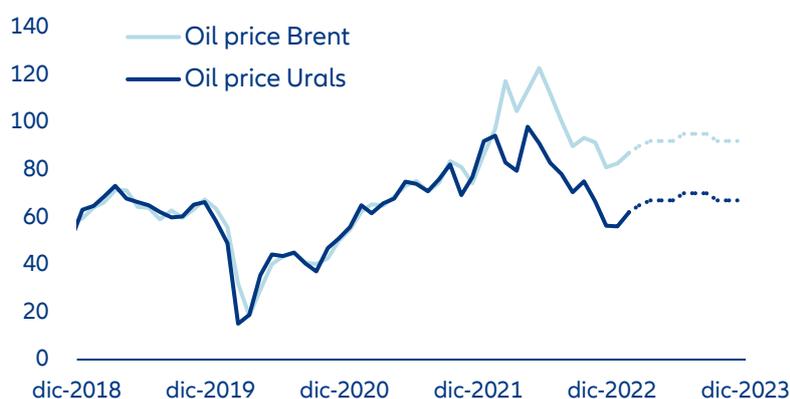
Il 2023 sarà un altro anno difficile per la Russia; prevediamo una contrazione dell'economia di circa il -1%. La continua incertezza sulla guerra peserà sulla spesa per i consumi e per gli investimenti, che secondo le nostre previsioni diminuiranno tra il -1% e il -2% quest'anno. Anche le entrate petrolifere russe sono

destinate a diminuire a causa del calo dei prezzi e dei volumi di esportazione. A seguito dell'embargo dell'UE e del tetto di prezzo imposto dai Paesi del G7 (a 60 USD/bbl) sulle importazioni di greggio russo via mare a partire dall'inizio di dicembre 2022, le esportazioni russe di greggio via mare si sono ridotte di almeno il -12% m/m a dicembre, facendo scendere le esportazioni complessive di petrolio di circa il -7% m/m. Ancora più importante, il differenziale di prezzo tra la miscela Brent datata e la qualità Urals russa è aumentato di quasi 3 USD/bbl, raggiungendo una media di 25,50 USD/bbl nel periodo dicembre-gennaio, rispetto alla media di 21,60 USD/bbl dei due mesi precedenti. Inoltre, all'inizio di febbraio 2023, entrerà in vigore un divieto dell'UE sui prodotti petroliferi russi, che dovrebbe indebolire la produzione nazionale di raffinazione. Cina, India e Turchia sono ora i principali acquirenti di petrolio russo e alcune delle loro importazioni sono state "ri-miscelate" e vendute a Paesi con sanzioni in vigore.

In futuro, la Russia cercherà, ma sarà sempre più difficile, di aggirare le sanzioni aggiuntive in questo modo. Prevediamo che nel 2023 la produzione di petrolio e prodotti petroliferi russi sarà inferiore di circa il -5% rispetto al 2022 e un prezzo medio di 66 USD/bbl per gli Urals in questo anno, in calo rispetto agli 81 USD/bbl del 2022 (Figura 6). Anche i ricavi del gas russo saranno significativamente inferiori rispetto al 2022. I dati sulle esportazioni di gas sono meno trasparenti, ma dal momento che la Russia ha interrotto la maggior parte delle sue forniture di gas all'UE nel settembre 2022, i volumi delle esportazioni di gas nel 2023 saranno chiaramente inferiori, soprattutto perché le esportazioni di gas non possono essere reindirizzate facilmente come quelle di petrolio. Inoltre, attualmente prevediamo che il prezzo medio del gas naturale nel 2023 sarà di 75 euro/MWh (Dutch TTF), in calo rispetto ai 132 euro/MWh del 2022.

Il calo dei ricavi delle esportazioni di petrolio e gas dovrebbe indebolire la valuta russa. Dall'imposizione dell'embargo e del tetto ai prezzi all'inizio di dicembre, il RUB ha perso il -16% rispetto all'USD. È probabile che questa tendenza continui e prevediamo che il RUB si deprezzi in media del -10% rispetto al dollaro USA nel 2023 (dopo che l'anno scorso aveva guadagnato in media il +5%, grazie alla solida risposta politica a un iniziale forte deprezzamento a marzo). L'indebolimento del RUB porterà a pressioni inflazionistiche; ci aspettiamo che l'inflazione dei prezzi al consumo rimanga a due cifre per la maggior parte del 2023, il che limiterà anche la spesa dei consumatori.

Figura 6. Prezzi del petrolio (USD/bbl)



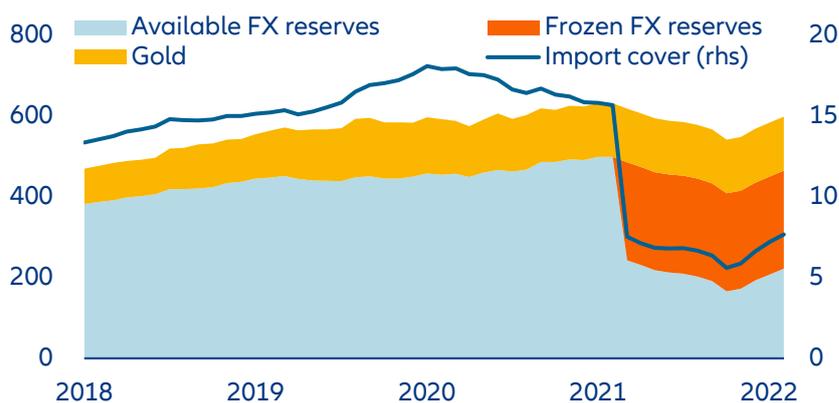
Fonti: Refinitiv, FocusEconomics, previsioni Allianz Research

La Russia sta anche affrontando una carenza del mercato del lavoro, poiché centinaia di migliaia di russi sono fuggiti dal Paese, sia per rifiuto della guerra sia per sfuggire alla mobilitazione. Allo stesso tempo, circa 300.000 uomini, per lo più in età lavorativa, sono stati arruolati nell'esercito. La disoccupazione è scesa al minimo storico del 3,7% nel dicembre 2022, rispetto al 4,3% dell'anno precedente. Un deficit di bilancio in netto aumento sarà un'altra sfida per la Russia nel 2023, anche se ci aspettiamo che sia gestibile (vedi sotto per maggiori dettagli) e quindi di supporto per mitigare la recessione. Nonostante la serie di sfide per l'economia russa nel 2023, prevediamo solo una modesta recessione dell'intero anno, pari a -1%. Ciò è

dovuto principalmente agli effetti base e all'effettiva crescita trimestrale del PIL reale nel terzo e quarto trimestre del 2022, che prevede un lieve trascinarsi nel 2023 (stimato a -0,3%).

Le riserve internazionali della Russia si sono riprese dal settembre 2022 e ci aspettiamo che l'economia russa sia in grado di far fronte alle sanzioni occidentali nel 2023 e oltre. La Banca centrale russa (CBR) ha continuato a pubblicare i dati mensili sulle riserve internazionali lorde, ma ha interrotto la pubblicazione delle riserve auree e valutarie. Le riserve internazionali lorde sono scese da 630 miliardi di dollari nel gennaio 2022 (cioè poco prima della guerra) a un minimo temporaneo di 541 miliardi di dollari (comprese le riserve valutarie congelate a causa delle sanzioni occidentali) a settembre, per circa la metà a causa della forza del dollaro USA che ha pesato sulla valutazione degli asset in altre valute. Da allora sono risalite a 597 miliardi di dollari nel gennaio 2023. L'inversione dell'effetto di valutazione ha contribuito alla ripresa, ma l'avanzo record delle partite correnti di 227 miliardi di dollari (circa l'11% del PIL) nel 2022 e la de-dollarizzazione del commercio estero sono stati probabilmente più importanti. Il renminbi cinese sta guadagnando sempre più popolarità nel commercio estero della Russia, cosicché i prossimi proventi delle esportazioni non possono più essere congelati dalle sanzioni occidentali. Partendo dal presupposto che le riserve auree e le riserve in valuta congelate sono rimaste pressoché stabili, rispettivamente, a 133 miliardi di dollari e a 242 miliardi di dollari (metà delle riserve totali in valuta a febbraio 2022) dall'inizio della guerra, le riserve in valuta disponibili sono scese da 242 miliardi di dollari a febbraio 2022 a un minimo temporaneo di 166 miliardi di dollari a settembre, per poi risalire costantemente a 222 miliardi di dollari a gennaio 2023 (Figura 7), nonostante la riduzione dell'avanzo delle partite correnti nel quarto trimestre 2022 e il calo dei proventi delle esportazioni di petrolio e gas, in particolare a dicembre-gennaio. Le riserve attualmente disponibili sono sufficienti a coprire 7,7 mesi di importazioni. Prevediamo che l'avanzo annuale delle partite correnti scenda a circa 113 miliardi di dollari (5% del PIL) nel 2023, soprattutto a causa dei minori introiti delle esportazioni di energia. Tuttavia, questo avanzo ancora consistente dovrebbe contribuire a mantenere l'attuale livello di riserve valutarie disponibili per quest'anno. In uno scenario più conservativo, ma meno probabile, in cui le riserve valutarie disponibili scendono a 160 miliardi di dollari entro la fine del 2023, la copertura delle importazioni supererebbe comunque i cinque mesi. E in uno scenario peggiore, la Russia avrebbe ancora la possibilità di monetizzare parte delle sue riserve auree.

Figura 7. Riserve internazionali della Russia e copertura delle importazioni delle riserve valutarie disponibili (miliardi di dollari)



Fonti: Banca centrale della Russia, Refinitiv, Allianz Research

Il deficit fiscale della Russia aumenterà nel 2023 a causa dell'aumento delle spese militari e del calo dei ricavi delle esportazioni di energia. Nella prima metà del 2022 il governo ha registrato un consistente avanzo fiscale, grazie all'aumento delle entrate energetiche e alla spesa pubblica stagionalmente bassa. Tuttavia, tale avanzo è stato quasi azzerato nel terzo trimestre ed è passato a un ampio disavanzo nel quarto trimestre, a causa del calo delle entrate del gas (con il crollo delle esportazioni delle stesse) e dell'aumento della spesa, compreso un picco stagionale a dicembre. Alla fine il deficit fiscale ha raggiunto il -2,3% del PIL nel 2022. Il governo russo ha previsto una riduzione del deficit a -2,0% del PIL nel 2023.

Tuttavia, riteniamo che questa previsione sia troppo ottimistica, soprattutto perché l'anno è iniziato con un forte deficit mensile di 1,76 miliardi di rubli a gennaio, circa la metà del deficit annuale del 2022. Prevediamo che le spese militari e le spese sociali aumenteranno nel 2023, mentre i tagli alle infrastrutture e all'amministrazione dovrebbero tenere sotto controllo l'aumento complessivo delle spese di bilancio. Prevediamo inoltre che le entrate di bilancio diminuiranno quest'anno, soprattutto a causa del previsto calo delle entrate energetiche, come descritto in dettaglio sopra. Il governo prevede di imporre una tassa "volontaria" una tantum sulle grandi imprese e si aspetta di ricavarne 0,3 miliardi di rubli. Ma anche se realizzata, sarà solo una goccia nel mare. Prevediamo un deficit fiscale di circa 5,2 miliardi di rubli nel 2023, pari a circa 68 miliardi di dollari, ovvero -3,2% del PIL

La Russia finanzia il deficit fiscale del 2023 attraverso l'emissione di obbligazioni nazionali (OFZ) e i prelievi dal National Wealth Fund (NWF, un fondo sovrano). Il Ministero delle Finanze ha riavviato l'emissione di OFZ nel settembre 2022 ed è stato in grado di finanziare la maggior parte del deficit fiscale dello scorso anno attraverso questo canale. Le grandi banche nazionali, per lo più pubbliche, hanno assorbito oltre il 90% delle obbligazioni emesse fino alla fine del 2022, poiché avevano limitate opportunità di investimento pur disponendo di un'ampia liquidità. Nel gennaio 2023, tuttavia, la quota delle banche russe negli acquisti di titoli di Stato è scesa al 60%. Di conseguenza, il governo ha iniziato ad attingere alla NWF per finanziare il deficit fiscale registrato fino a quest'anno. Il 1° febbraio 2023, gli asset del NWF erano stimati a 10,8 miliardi di rubli, pari a circa 155 miliardi di dollari. Si stima che circa un terzo di questi beni sia stato congelato a causa delle sanzioni occidentali³, le attività liquide della NWF ammontavano a circa 7 miliardi di rubli, o 100 miliardi di dollari, pari al 4,5% circa del PIL. Vale la pena notare che il tasso di cambio del RUB funziona come stabilizzatore automatico. Se il RUB si deprezza, come prevediamo per il 2023, il valore in RUB dei ricavi da esportazione ricevuti in valuta estera aumenterà e quindi anche le entrate fiscali aumenteranno in termini di RUB. Nel complesso, possiamo concludere che un deficit fiscale del -3,2% del PIL nel 2023, come da noi previsto, sarà gestibile per il governo e gli permetterà di finanziare le attività militari per almeno un altro anno. Detto questo, va notato che un sostanziale ritiro della NWF, così come i tagli alla spesa previsti nel 2023, avrebbero effetti cruciali a medio e lungo termine per l'economia e il benessere della popolazione russa..

³ Le attività liquide della NWF sono detenute presso la CBR e fanno quindi parte delle riserve ufficiali in valuta della CBR..

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.