

Franco Zallio

La crisi finanziaria e le prospettive dell'economia russa

A inizio anno il ministro delle Finanze Kudrin sostenne che nel 2008 la Russia sarebbe stata un porto sicuro nella crisi finanziaria internazionale. E per alcuni mesi la situazione sembrò dargli ragione: nel primo semestre il Pil è cresciuto dell'8% in termini reali, a maggio la borsa toccò il suo record storico, a luglio il prezzo del petrolio raggiunse i 147 \$/b.

Ma nei mesi successivi – con il drammatico aggravarsi della crisi finanziaria – si è visto che nessun porto è sicuro, nemmeno la Russia. Anzi, se ci si concentrasse sull'andamento dei mercati azionari, si dovrebbe sostenere che la Russia è stata colpita in maniera particolarmente grave, visto che la sua borsa sta registrando il peggiore risultato tra i mercati emergenti (-71% da inizio anno a fine novembre).

Le premesse: un'economia surriscaldata e il caso Mechel

Per valutare le ricadute della crisi finanziaria sull'economia russa è necessario partire dal contesto in cui questa si trovava quando il crollo dei corsi azionari si è avviato.

Come si è detto, l'economia cresceva a un tasso assai rapido: l'8% del primo semestre 2008 faceva infatti seguito all'8,1% del 2007. Segnali

di surriscaldamento erano diffusi: l'inflazione ha superato il 10% a ottobre 2007 ed è andata accelerando fino al 15,1% di maggio e giugno 2008 (a ottobre 2008 era lievemente rallentata al 14,2%). La disoccupazione è declinata dall'8,6% del 2003 al 5,3% di luglio 2008. I salari reali hanno registrato tassi di crescita molto consistenti (del 16,2% nel 2007 e ancora del 12,8% nei primi nove mesi di quest'anno) e nettamente superiori alla produttività del lavoro, cresciuta del 6% nel 2007 e del 7% nel primo semestre 2008.

Tutti segnali di un surriscaldamento, in buona misura dovuto all'accresciuta spesa pubblica in preparazione delle elezioni parlamentari e presidenziali del dicembre 2007 e marzo 2008. Surriscaldamento che evidenziava l'inevitabilità, e anche la necessità, di un rallentamento della crescita, anche se la crisi finanziaria internazionale non si fosse manifestata.

A porre le premesse per le difficoltà dei mesi successivi, si aggiunse a luglio un'improvvisa dichiarazione di Putin che attaccò pubblicamente la Mechel – una grande azienda siderurgica – criticandone la politica dei prezzi e accusandola di evasione fiscale. Ne è seguito il tracollo delle sue quotazioni sulla borsa di New York (-38% in un

N. 112 - DICEMBRE 2008

Sintesi

La borsa russa sta registrando il peggiore risultato tra i mercati emergenti (-71% da inizio anno a fine novembre).

Il contagio della crisi finanziaria internazionale ha evidenziato le debolezze del sistema finanziario russo e la fragilità degli "oligarchi". Si sono così rese necessarie ingenti misure di sostegno pubblico che, se pienamente realizzate, potrebbero costare oltre 200 miliardi \$.

Al governo russo non mancano le risorse per sostenere l'economia (le sole riserve valutarie si avvicinano ai 500 miliardi \$) ma il loro utilizzo per questo fine invece che per investimenti infrastrutturali indebolisce – insieme all'ulteriore rafforzamento del ruolo pubblico nell'economia – le prospettive economiche di medio-lungo termine.

Queste ultime sono tuttavia sostenute dalla dimensione della classe media e dall'elevata profittabilità degli Ide, che stimoleranno modernizzazione economica e integrazione nell'economia internazionale.

Franco Zallio è Senior Research Fellow dell'ISPI.

solo giorno), con gli investitori in fuga dal titolo per il timore che si stesse ripetendo il caso Yukos, ossia un attacco da parte del governo contro una grande azienda. La vicenda ha allarmato i cosiddetti oligarchi: se il governo torna a colpire direttamente aziende e patrimoni personali, cresce evidentemente la fuga di capitali all'estero a scopo precauzionale.

È così ripresa quella fuga di capitali che è un fenomeno tradizionale in Russia (e già in Unione Sovietica) ma che negli anni più recenti si era interrotta (e anzi nel 2007 ampi capitali russi detenuti all'estero erano stati rimpatriati). Si è dunque avviato un deflusso di capitali russi dal paese a cui nei mesi successivi si sarebbero sommati i deflussi di capitali legati alla crisi finanziaria.

Nel caso Mechel – che si aggiunge a comportamenti non encomiabili nelle relazioni con gli investitori esteri, come l'annosa vicenda BP-TNK – troviamo una causa politica della crisi finanziaria russa. Un'altra causa politica, ma di rilievo più limitato, è costituita dalla guerra di Georgia dell'agosto 2008, che – nonostante le forti critiche suscitate in Occidente – sembra aver giocato un ruolo modesto nella crisi finanziaria russa.

Il contagio internazionale e le debolezze del sistema finanziario russo

In questo contesto, caratterizzato da un surriscaldamento economico e da influssi politici sfavorevoli, il mercato azionario russo è stato contagiato dalla crisi finanziaria interna-

zionale. La gravità della crisi ha scatenato una corsa degli investitori occidentali alla liquidità e, ove possibile, alle plusvalenze con cui compensare le minusvalenze accumulate altrove. Ne è derivata una frenetica liquidazione delle posizioni sul mercato russo da parte degli investitori di portafoglio occidentali.

Nello smobilizzo di massicci investimenti esteri sulla borsa di Mosca i timori di un isolamento internazionale della Russia dopo la guerra di Georgia hanno certamente svolto un ruolo. Ma l'impatto dell'accresciuto rischio politico sembra assai contenuto rispetto ai fattori puramente finanziari.

Questi ultimi non riguardano soltanto il contagio proveniente dai mercati finanziari occidentali attraverso il deflusso di investimenti di portafoglio, ma anche le debolezze del sistema finanziario russo, che hanno svolto un ruolo centrale nel determinare dimensione e rapidità della caduta dei corsi azionari.

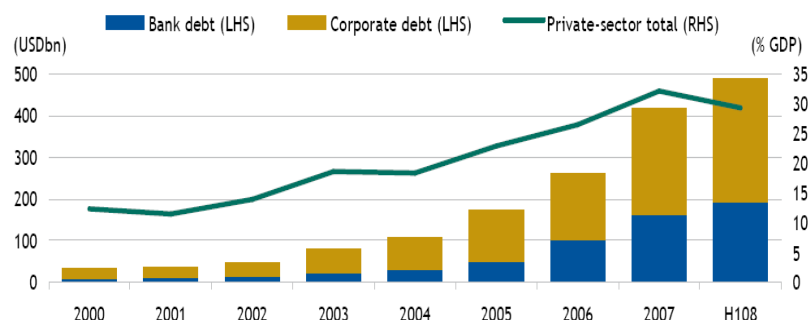
Il grafico seguente evidenzia la forte crescita del debito estero del settore privato, sia del sistema bancario che del

ziari internazionali i privati russi incontrano crescenti difficoltà a rifinanziare il debito estero in scadenza. In particolare difficoltà si trovano le società che hanno finanziato ambiziosi programmi di espansione e acquisizioni con il ricorso al credito utilizzandolo come collaterale attività il cui valore si è rapidamente ridotto con il declino dei corsi azionari. Ciò ha costretto i debitori a liquidare attività anche subendo forti minusvalenze, esercitando ulteriori pressioni ribassistiche sulla borsa.

Inoltre, le banche russe soffrono gli stessi problemi delle banche occidentali: scarsa liquidità, mancanza di fiducia reciproca. Ne derivano reazioni analoghe: il blocco del mercato interbancario, la ricerca affannosa della liquidità.

In misura crescente, poi, la situazione finanziaria russa sta subendo i contraccolpi di un effetto indiretto della crisi internazionale: il netto declino del prezzo del petrolio, diminuito di oltre due terzi rispetto al picco di luglio 2008.

L'impatto del calo del prezzo del petrolio sull'economia russa (minori entrate pubbliche e minori esportazioni) è molto rilevante e ha interessa-



sistema delle imprese.

Nelle attuali, assai più difficili, condizioni dei mercati finan-

to non soltanto i corsi azionari ma anche il rublo, che nelle ultime settimane è andato

svalutandosi contro il dollaro.

Le misure di sostegno

A fronte della crisi della borsa e delle difficoltà che via via emergevano nel sistema bancario e nel rifinanziamento del debito estero privato, il governo è intervenuto con misure molto consistenti, la cui dimensione è anche più ampia di quelle adottate nei principali paesi industriali.

Diversi pacchetti di misure sono stati annunciati tra settembre e novembre. Come nei paesi industriali si è via via passati da misure di politica monetaria finalizzate a sostenere la liquidità del sistema bancario a misure fiscali, orientate prima al sistema finanziario e poi all'economia nel suo complesso.

Possiamo suddividere le principali misure tra quelle di politica monetaria:

- maggiore flessibilità delle operazioni di mercato aperto,
- riduzione della riserva obbligatoria,
- possibilità per la banca centrale di concedere finanziamenti a breve alle banche senza collaterale,
- concessione di crediti subordinati alle banche – soprattutto Sberbank e Vtb – fino a 35 miliardi \$ circa,
- deposito di 50 miliardi \$ presso la Veb perché fornisca valuta alle società che non saranno in grado di rifinanziare debito estero in scadenza,

e quelle di politica fiscale:

- riduzione dei dazi sulle esportazioni di greggio,

- rinvio dei pagamenti dell'Iva,
- ricapitalizzazione della Agenzia per i mutui,
- ricapitalizzazione della Agenzia che garantisce i depositi bancari,
- acquisto sul mercato di azioni e obbligazioni di società russe,
- ricapitalizzazione della Veb.

Secondo recenti stime della Banca mondiale, il costo complessivo delle misure – se interamente attuate – raggiungerebbe i 5,7 trilioni di rubli, equivalenti a ben 226 miliardi \$¹.

Alle autorità russe non fanno comunque difetto le risorse: lo scorso 21 novembre le riserve valutarie erano pari a 453 miliardi \$, in calo di 140 miliardi \$ rispetto a fine luglio ma ancora assai consistenti (equivalenti al 30% circa del Pil).

Il calo delle riserve è dovuto a diversi fattori: l'uscita di investimenti di portafoglio esteri, i rimborsi netti sul debito estero privato, la fuga di capitali e la dollarizzazione, gli effetti di cambio legati al recente apprezzamento del valore esterno del dollaro, le misure di sostegno (in particolare il deposito presso Veb di valuta proveniente dalle riserve della banca centrale).

L'utilizzo molto prudente delle ingenti entrate petrolifere degli ultimi anni offre dunque ampie risorse per interventi di soste-

gno senza mettere a rischio la posizione finanziaria dello stato (il debito estero pubblico è molto limitato). E gli interventi sorreggeranno la crescita economica nel 2009 che, seppure in deciso rallentamento, viene ancora prevista a livelli positivi (il consenso è attualmente intorno al 3%, seppure con ampi margini di incertezza legati all'andamento di rublo e prezzo del petrolio).

Le prospettive economiche

Quali saranno le ricadute dell'accresciuto intervento pubblico sulle prospettive economiche?

La necessità per molti "oligarchi" di dover ricorrere al sostegno pubblico per far fronte ai propri impegni finanziari li indebolisce e rende il sistema delle imprese ancora più dipendente dal potere statale. È un'evoluzione preoccupante in un sistema in cui i contrappesi al potere centrale sono assai scarsi. Preoccupante dal punto di vista dell'evoluzione politico-sociale del paese, ma anche da quella economica. Infatti essa amplifica un elemento strutturale del sistema economico-politico russo: la dipendenza economica dagli idrocarburi già rafforza il potere centrale da cui – come si è ben visto negli ultimi anni – dipendono gli equilibri del settore petrolifero. Il rischio è che il processo di riforma dell'ambiente economico e di modernizzazione rallenti o si arresti del tutto.

Vi è poi un altro elemento negativo nel medio-lungo termine: se una quota così significativa delle entrate petrolifere accumulate negli ultimi anni

¹ World Bank Russia Country Office, *Russian Economic Report*, 17, November 2008, <http://sitere.sources.worldbank.org/INTRUSSIA/NFEDERATION/Resources/rer17.eng.pdf>.

viene indirizzata a misure di sostegno, diminuisce in pari misura la disponibilità per gli investimenti pubblici (infrastrutture, istruzione, sanità) indispensabili per la crescita di lungo termine.

A frenare il pessimismo sulle prospettive economiche intervengono tuttavia altri fattori. Il crollo della borsa – se ha indebolito gli “oligarchi” – ha colpito in misura molto modesta la classe media sorta con il boom economico degli ultimi anni. In Russia infatti oltre 60 milioni di persone hanno oggi un reddito superiore ai 15 mila \$. Si tratta di un importante elemento di attrattività dell'economia russa. Una attrattività rafforzata dalla forte profittabilità degli investimenti diretti esteri (Ide) nel paese. Secondo i dati di bilancia dei pagamenti, gli utili degli Ide (escludendo gli Ide nel settore bancario) sono cresciuti dai 9 miliardi \$ del 2004 ai 41 del 2007 e ai 30 del primo semestre 2008 (i soli utili rimpatriati sono stati pari, negli stessi periodi a 4, 19 e 13 miliardi \$).

La dimensione della classe media e la profittabilità degli Ide (sebbene in calo nei prossimi mesi dato il rallentamento economico e il rafforzamento del dollaro) sosterranno tanto la modernizzazione economica quanto l'integrazione della Russia nell'economia internazionale. Da questo punto di vista, e al di là delle ricadute negative della crisi finanziaria e dell'attuale calo del prezzo del petrolio, l'economia russa può mostrare prospettive di medio termine ancora incoraggianti.

La ricerca ISPI analizza le dinamiche politiche, strategiche ed economiche del sistema internazionale con il duplice obiettivo di informare e di orientare le scelte di policy.

I risultati della ricerca vengono divulgati attraverso pubblicazioni ed eventi, focalizzati su tematiche di particolare interesse per l'Italia e le sue relazioni internazionali e articolati in:

- ✓ **Programma Caucaso e Asia Centrale**
- ✓ **Programma Europa**
- ✓ **Programma Mediterraneo e Medio Oriente**
- ✓ **Programma Russia e Vicini Orientali**
- ✓ **Programma Sicurezza e Studi Strategici**

- ✓ **Progetto Argentina**
- ✓ **Progetto Asia Meridionale**
- ✓ **Progetto Diritti Umani**
- ✓ **Progetto Disarmo**
- ✓ **Progetto Emergenze e Affari Umanitari**
- ✓ **Progetto Internazionalizzazione della Pubblica Amministrazione**

ISPI
Palazzo Clerici
Via Clerici, 5
I - 20121 Milano
www.ispionline.it

Per informazioni:
ispi.policybrief@ispionline.it
[@ispi_policybrief1](https://twitter.com/ispi_policybrief1)

© ISPI 2008