



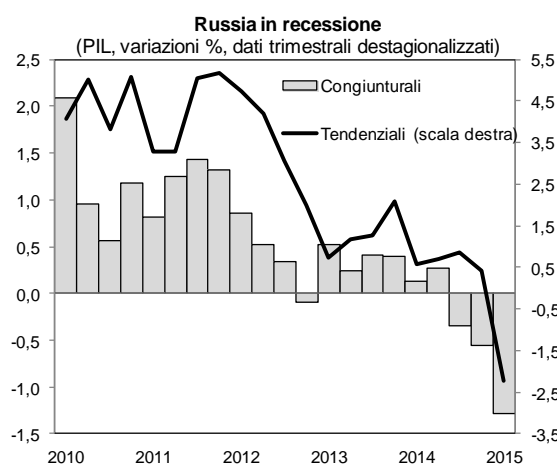
24 giugno 2015

Nota sull'economia russa per il Consiglio di Presidenza

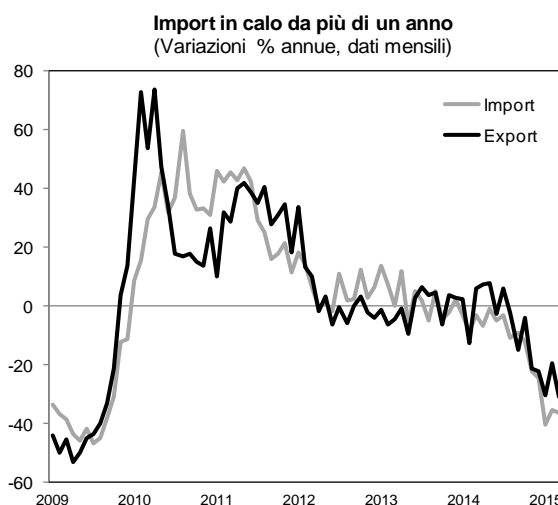
Russia in recessione solo nel 2015: segnali di miglioramento, la tempesta perfetta sta passando

L'economia russa, dopo aver chiuso il 2014 con un +0,6% (superiore alle attese), si è contratta del 2,2% annuo nel primo trimestre 2015 (rivisto al ribasso in seconda lettura rispetto a una stima *flash* di -1,9%). Tutti i settori hanno registrato una contrazione, ad eccezione dell'agricoltura (+2,9%) e dell'estrazione delle risorse naturali (+4,9%), soprattutto i comparti produttori di servizi orientati ai consumatori che hanno registrato variazioni negative a due cifre (-22,1% il commercio, -19,5% alberghi e ristoranti, -12,9% trasporti, -12,6% i servizi sanitari). La diminuzione della domanda interna, e in particolare dei consumi privati, è legata al calo di salari reali e fiducia, all'inflazione che in marzo ha toccato il picco dal 2002 (16,9%) e, infine, al forte rallentamento del credito al dettaglio. Il più alto costo del capitale e l'incertezza legata alle conseguenze dello scontro con l'Ucraina, a seguito delle sanzioni imposte nel luglio 2014 da UE e altri paesi avanzati (e rinnovate a giugno 2015 fino a gennaio 2016), hanno inciso negativamente sugli investimenti. Le sanzioni occidentali hanno colpito il paese essenzialmente attraverso il canale finanziario, cosicché i processi di acquisto sono stati rallentati dalla maggiore difficoltà di accedere al credito estero¹.

La contrazione dell'import, iniziata ormai da più di un anno, ha accelerato alla fine del 2014 (-37,3% annuo nel primo trimestre 2015) per il forte deprezzamento del rublo, causato dalla fuga di capitali che in dicembre ha portato la valuta russa a scambiare fino a 67 contro il dollaro (da 33 a gennaio 2014) e 91 contro l'euro (da 45). La tempesta perfetta, iniziata con la crisi ucraina e proseguita con la fuga di capitali e la crisi valutaria, si è completata con il crollo del prezzo del greggio, arrivato fin sotto i 50 dollari al barile in dicembre. Il settore energetico (petrolio e gas naturale) contribuisce alla metà delle entrate fiscali russe e ha rappresentato oltre il 68% dell'export nel 2013. Sulle vendite all'estero (-27,6% nei primi tre



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

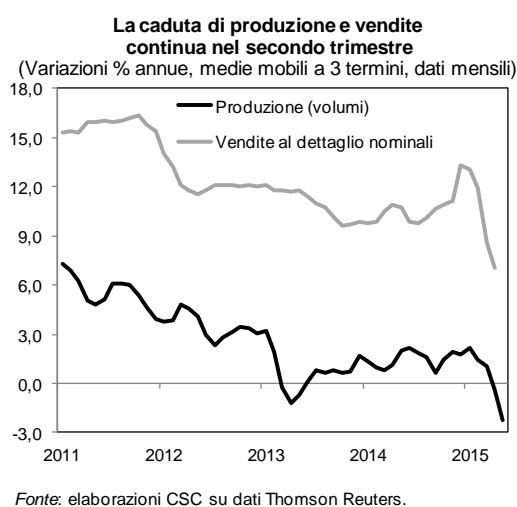
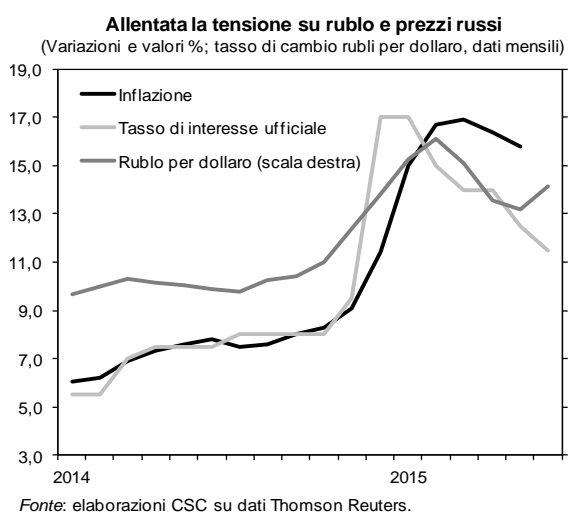


¹ Le altre sanzioni sono il divieto di esportare tecnologie militari, *dual-use* e legate al settore energetico.

mesi dell'anno) hanno pesato e continuano a pesare dunque le sanzioni del G-7, ma nei prossimi mesi il moderato recupero di rublo e prezzo del petrolio dovrebbero rallentare il loro ritmo di caduta.

La stabilizzazione della situazione è stata possibile grazie agli interventi della Banca centrale, la cui reazione alla fuga di capitali e al deprezzamento del rublo è stata decisa²: lasciando il rublo fluttuare e deprezzarsi liberamente nei confronti del dollaro, l'autorità monetaria ha ridotto le perdite in rubli derivanti da minori introiti per il bilancio pubblico causate dalla forte caduta del prezzo del petrolio. I tassi ufficiali sono stati aumentati fino al 17,00% alla fine del 2014, ma da inizio 2015 prezzo del petrolio e rublo hanno recuperato parte del loro valore e la Banca centrale ha potuto allentare la politica monetaria: il tasso ufficiale è stato abbassato quattro volte nel corso del 2015 ed è tornato al 11,50% a giugno. Il proseguimento dell'espansione monetaria dipenderà dalla dinamica dell'inflazione nei prossimi mesi: se l'indice dei prezzi, che sembra aver toccato un massimo in marzo al 16,9%, continuerà a scendere (15,8% in maggio) la politica monetaria potrà essere ulteriormente allentata con effetti positivi su prestiti a famiglie e imprese. La maggiore stabilità si è accompagnata con un marginale recupero della fiducia: consumi e investimenti si contrarranno, dunque, meno di quanto precedentemente ipotizzato.

La tempesta non è ancora passata: in maggio la produzione industriale ha registrato la contrazione più forte su base annua dal 2009 (-5,5%, dopo il -4,3% in aprile) e le variazioni congiunturali su base mensile confermano che la caduta dell'*output* industriale continua nel secondo trimestre (-0,6% in maggio dopo il -1,6% in aprile e +0,4% in marzo). Le vendite reali al dettaglio si sono contratte del 9,2% annuo in maggio (-9,6% in aprile).



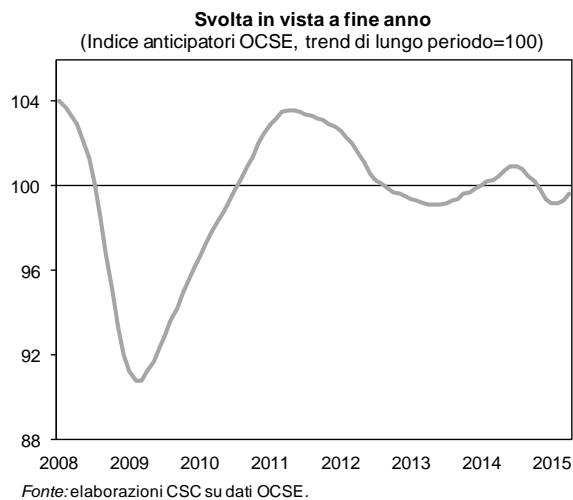
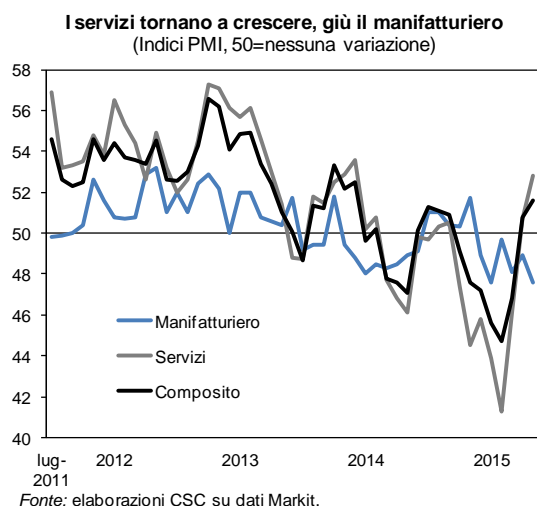
Tuttavia, segnali di miglioramento o, comunque, di una congiuntura meno negativa di quella attesa solo qualche mese fa da tutti gli istituti di previsione stanno emergendo nel corso dell'anno. Innanzitutto, la caduta del PIL nel primo trimestre 2015 si è rivelata meno forte di quanto atteso.

Inoltre, gli indicatori congiunturali qualitativi lanciano segnali di risveglio dell'attività: il PMI composito si è trovato in maggio per il secondo mese consecutivo in area espansiva a 51,6 (da 50,8), grazie all'attività nel settore dei servizi (52,6, ai massimi da fine 2013) e alla marginale

² Si veda FMI, *Russian Federation: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission*, maggio 2015 e OCSE, *Economic Outlook*, giugno 2015.

diminuzione della produzione del settore manifatturiero (49,3 ma la componente nuovi ordini a 46,2 ha registrato il minimo da sei anni).

Segnali favorevoli arrivano anche dall'indice anticipatore OCSE (che precorre le svolte del ciclo di 6-9 mesi): in contrazione da gennaio 2014 l'indice è salito per il secondo mese consecutivo in aprile e registra le prime indicazioni di una svolta positiva del ciclo economico (+0,27% in accelerazione sul +0,15% di marzo).



L'economia è prevista tornare a crescere nel corso della seconda metà del 2015, guidata dagli investimenti dei piani di sostituzione dell'import e dall'export di gas e petrolio che beneficerà del rimbalzo delle quotazioni degli idrocarburi. La dinamica del PIL sarà positiva nel 2016 secondo i principali previsori. Rischi al ribasso restano il possibile riaccendersi del conflitto in Ucraina e l'eventuale inasprimento delle sanzioni a Mosca da parte del G-7.

Le previsioni del CSC (aggiornate a giugno) per la Russia: -3,2% il PIL nel 2015 e +0,4% nel 2016.