

Le vendite di gas e greggio  
sono il salvagente di Mosca

di **Tito Boeri e Roberto Perotti**  
● a pagina 11

## Le sanzioni

# L'energia salva la Russia l'export vale 300 miliardi

di **Tito Boeri e Roberto Perotti**

I proventi dalla vendita di gas e petrolio proseguono. Anzi l'aumento dei costi porta più valuta estera e compensa lo stop agli asset della Banca centrale deciso dall'Occidente

**I**eri la Russia avrebbe dovuto pagare 117 milioni di dollari di cedole sul debito pubblico detenuto da investitori esteri. Ha 30 giorni di tempo per farlo, ma ha già fatto sapere che al più pagherà in rubli. Si tratta di cifre irrisorie, ma tecnicamente sarebbe il primo passo verso un default. Su questo punto si è fatta parecchia confusione. Il debito del governo russo detenuto da stranieri è di 70 miliardi, di cui però 30 miliardi in dollari e 40 miliardi denominato in rubli. Non è chiaro se la banca centrale russa consentirà di pagare gli interessi, nemmeno in rubli, e nemmeno sul debito denominato in rubli, ai detentori di paesi "ostili", ma anche un default totale su tutto il debito estero del governo russo avrebbe un impatto limitato, dato che già ora ha perso l'80 per cento del valore. Ma ovviamente sarebbe solo un primo passo: e ci sono altri 400 miliardi di debito estero privato. Quali ulteriori sviluppi aspettarsi per l'economia russa e per i mercati finanziari mondiali?

È opinione diffusa che i provvedi-

menti sulla banca centrale russa siano stati la vera sanzione nucleare, e che il default russo possa scatenare crisi finanziaria mondiale. Abbiamo qualche dubbio su entrambi i punti.

Il 28 febbraio i paesi aderenti alle sanzioni hanno di fatto congelato 400 dei 630 miliardi di riserve in oro e valuta della banca centrale russa. Lo scopo è di impedire alla banca centrale di usare le riserve per comprare rubli e limitarne il deprezzamento e di fornire valuta direttamente alle aziende, per acquistare beni all'estero.

Tuttavia, in una economia semi statalizzata come quella russa, nulla vieta al governo di utilizzare le aziende esportatrici che guadagnano valuta estera come banca centrale "surrogata", per distribuire valuta al governo, alle banche e alle aziende importatrici. Infatti il governo ha già obbligato (con efficacia retroattiva!) chiunque riceva dollari a convertire l'80 per cento in rubli. Questa strategia può riuscire perché i ricavi annuali dal petrolio e dal gas attualmente coprono un terzo del bilancio russo, e quasi due anni di spese militari (ai livelli precedenti la guerra, oggi probabilmente poco più di un anno), forse

l'unica cosa che interessa a Putin in questo momento. Questi proventi finora sono quasi intatti, eccetto per la quota statunitense. Probabilmente anzi la Russia incrementerà l'attivo delle partite correnti da 20 a 30 miliardi di dollari al mese, grazie all'aumento dei prezzi dell'energia e alla diminuzione delle importazioni: in un solo anno significa 300 miliardi in valuta estera, tre quarti degli asset della banca centrale congelati.

Anche gli effetti sul sistema finanziario russo potrebbero essere contenuti. Le riserve in valuta sarebbero servite per fornire liquidità in valuta alle banche russe prese d'assalto da cittadini che volevano convertire i depositi in rubli in valuta. Ma il governo ha già introdotto una forte limitazione all'esportazione di capitali, e se ci fosse una corsa alla conversione sicuramente la proibirà.

Certo, perché ci sia una corsa agli sportelli non è necessario che i cittadini vogliano convertire i depositi in dollari: se non si fidano più del sistema bancario potrebbero decidere di prelevare tutto in rubli. La Bce e la Fed hanno bisogno di motivazioni molto forti per salvare le singole banche da una corsa agli

sportelli. Ma in una dittatura come quella russa la banca centrale, su ordine del governo, può stampare tutti i rubli necessari per soddisfare qualsiasi richiesta.

Le riserve potevano inoltre fornire valuta estera anche alle aziende e alle banche russe per pagare i loro debiti in valuta. Questo ovviamente ha un impatto su un eventuale default del settore privato, e qui è più difficile fare previsioni anche perché i dati sono incerti. A parte il governo, i vari settori dell'economia russa hanno una esposizione debitoria estera di circa 400 miliardi di dollari, di cui solo 300 miliardi in valuta estera. Inoltre 140 miliardi sono prestiti interaziendali di imprese che hanno investito in Russia, la maggior arte in rubli. Una stima spannometrica è che di

ciò che rimane meno di 200 miliardi siano debiti in valuta, e la stragrande maggioranza sono prestiti, non obbligazioni. Le aziende maggiori come Gazprom, che hanno accesso a dollari, stanno continuando a pagare le cedole sulle obbligazioni in dollari, anche se non si sa se i creditori possano ricevere il pagamento. Inoltre la maggior parte di questo debito ha una maturità residua alta.

Poi ci sono circa 90 miliardi di azioni russe detenute da stranieri, ovviamente tutte in rubli. Dal 28 febbraio non hanno più mercato perché la Borsa di Mosca è chiusa, ma è probabile che il loro valore sia vicino a zero: in molti casi dovranno essere cancellate dai loro detentori (fondi pensione, hedge funds, fondi di investimento etc.). Tutta-

via, eccetto che per alcuni fondi espressamente dedicati alla Russia, le esposizioni di ogni singola istituzione sono molto limitate: le azioni russe erano rischiosissime anche prima della guerra, e i fondi pensione non avrebbero potuto detenerne più di una quota minima.

In definitiva, senza una drastica riduzione delle importazioni di gas e petrolio russo anche le sanzioni sulla banca centrale rischiano di avere un effetto meno dirompente di quanto si pensi. Allo stesso tempo, un default del governo russo avrà effetti limitatissimi sul sistema finanziario occidentale; un default del settore privato sarebbe più problematico, ma probabilmente gestibile, anche perché è difficile immaginare un default totale e permanente di tutti i debitori russi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



▲ La sede principale della Banca Centrale, a Mosca

