

Russia: i fondamentali restano intatti, con rischi di ribasso legati alle sanzioni



Alessia Berardi
Senior Economist



Debora Delbo
EM Strategist



Gon Abhishek
EM Strategist



Karine Herve
Senior Economist, PhD



Yerlan Syzdykov
Deputy Head of EM
Co-Head of EM Fixed
Income

“In questa fase, restiamo costruttivi sulle prospettive per la Russia perché vediamo ancora fattori di sostegno come il prezzo del petrolio e la bassa vulnerabilità esterna”.

- **Le prospettive macro:** Le prospettive per l'economia russa sono positive, sostenute da una politica monetaria espansiva, da un commercio globale solido e dall'aumento del prezzo del petrolio, anche se il contesto attuale si è deteriorato a causa dell'ultimo ciclo di sanzioni. La posizione verso l'estero della Russia rende l'economia resiliente agli shock esterni. Il rischio maggiore è rappresentato da un calo del prezzo del petrolio, sebbene la recente adozione di una nuova legislazione fiscale abbia reso i conti fiscali del Paese meno vulnerabili rispetto a prima alle oscillazioni dei prezzi del petrolio.
- **Rublo:** Ci aspettiamo che il rublo continui a essere un ammortizzatore, visti i rischi di coda sollevati dall'ultimo round di sanzioni statunitensi. Tuttavia, dal punto di vista delle valutazioni, secondo il nostro modello, una corretta valutazione del cambio USD/RUB si attesta a 61-62, se il prezzo del petrolio rimane ben impostato. Non ci aspettiamo che la Banca Centrale Russa (CBR) aumenti i tassi nel breve termine, ma potrebbe prendere una pausa nel primo semestre 2018 dall'attuale orientamento di allentamento e ristabilirlo una volta che la situazione si sarà calmata.
- **Azionario:** Rimaniamo costruttivi sull'azionario russo, tuttavia incombono ancora rischi di ingresso di ulteriori nuove aziende o manager nell'elenco delle sanzioni. L'indice azionario russo sembra abbastanza conveniente; riteniamo che sarà cruciale selezionare i nomi e i settori meno esposti ad eventuali interruzioni della filiera produttiva e più al riparo da potenziali sanzioni future.
- **Obbligazionario:** Manteniamo un approccio costruttivo sul mercato obbligazionario russo, con preferenza su governativi, emittenti quasi-governativi e finanziari sul segmento societario. Vediamo un rischio di contagio contenuto verso altri mercati emergenti, avendo la Russia una storia particolare.

Quali sono le vostre previsioni sulla Russia, dopo le imposizioni delle ultime sanzioni statunitensi?

KH: Dopo due anni di recessione, l'anno scorso la crescita del PIL è tornata all'1,5%. In questa fase, restiamo costruttivi sulle prospettive: l'inflazione ha rallentato (lasciando Banca Centrale Russa spazi per un allentamento della politica monetaria, se necessario), il commercio globale è rimasto robusto nonostante le tensioni commerciali e il prezzo del petrolio è recentemente aumentato a causa delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. L'impatto delle sanzioni sulla crescita del PIL reale è difficile da stimare, poiché gli effetti potenzialmente includono fattori diretti e indiretti. Mentre gli effetti diretti dovrebbero essere limitati, gli effetti indiretti potrebbero essere molto più dannosi, soprattutto a causa di un inasprimento delle condizioni finanziarie per l'intera economia. In primo luogo, l'incertezza e le nuove pressioni sul rublo potrebbero far sì che la CBR debba sospendere il suo percorso di allentamento. In secondo luogo, gli investimenti interni potrebbero essere scoraggiati e alcuni deflussi potrebbero anche bloccare gli investimenti diretti esteri e gli investimenti di portafoglio. Attualmente, circa un terzo dei titoli di stato russi è nelle mani di stranieri. Escludendo un'ulteriore escalation delle sanzioni economiche contro la Russia, stimiamo che su un orizzonte di un anno, l'impatto negativo dell'attuale regime di sanzioni sulla crescita del PIL potrebbe essere compreso tra lo 0,2% e l'1,0%. Ciò potrebbe essere compensato da variazioni positive delle ragioni di scambio commerciale e da un continuo impulso fiscale dato il programma infrastrutturale associato ai Mondiali di calcio, che la Russia dovrebbe ospitare questa estate. Gli effetti a lungo termine delle sanzioni dipenderanno dall'evoluzione delle relazioni della Russia con l'Occidente.

Negli ultimi anni la Russia è diventata più resiliente dopo gli shock esterni?

AB: La Russia è rimasta solitamente abbastanza in alto nella nostra classifica di vulnerabilità esterna, il che significa che ha una bassa vulnerabilità esterna. Il rapporto saldo delle partite correnti/PIL era in surplus al 2,6% nel quarto trimestre 2017, che non è un massimo storico, ma il livello più alto registrato dal secondo trimestre 2016. Il rapporto debito estero/PIL al 33% nel quarto trimestre 2017 è al di sotto della media del 49% per i paesi emergenti. In particolare, la parte a breve scadenza è molto contenuta, pari a circa l'11% del debito estero totale. Inoltre, i livelli di adeguatezza delle riserve hanno supportato le capacità di difendere la valuta dell'autorità monetaria. A partire da queste considerazioni, il deprezzamento del rublo non deve essere considerato come una conseguenza della vulnerabilità, bensì come ammortizzatore utilizzato per ristabilire l'equilibrio delle partite correnti (sebbene potenzialmente a costo di un'inflazione più elevata, al momento ai minimi storici). Il più grande shock "esterno" per la Russia sarebbe rappresentato da un significativo calo del prezzo del petrolio.

L'economia russa dipende molto dal prezzo del petrolio: quali sono le leve attuali del prezzo del petrolio? Quali sono i rischi in caso di un calo?

AB: L'economia della Russia è ancora legata al prezzo del petrolio. Nonostante un contesto più favorevole per un rafforzamento del prezzo del petrolio, sono necessari ulteriori progressi in termini di riforma fiscale per proteggere i conti fiscali del Paese. Consideriamo un valore equo del prezzo del petrolio, basato sui fondamentali (dinamica della domanda e dell'offerta), tra i 60 e i 70 dollari al barile. Detto questo, gli eventi geopolitici sembrano attualmente spingere al rialzo i prezzi del petrolio e, a breve termine, potrebbero aumentare ulteriormente. Per quanto riguarda la Russia, la recente adozione di una nuova legislazione fiscale ha reso i conti fiscali del Paese meno vulnerabili, rispetto al passato, al calo dei prezzi del petrolio. La soglia fissata per il bilancio dell'esercizio in corso è pari a 40 dollari al barile, il che consente di accumulare un cuscinetto fiscale significativo al prezzo attuale del petrolio. Questa soglia era molto prudente quando era stata a suo tempo definita; è ancora più prudente ora e può essere aumentata alla prossima discussione sul budget. Detto questo, a nostro avviso dovrebbe essere portata avanti una riforma fiscale più completa che riduca l'inefficienza dal lato della spesa e protegga i conti fiscali del Paese per il futuro.

Qual è la vostra view sul rublo?

AG: L'ultima serie di sanzioni contro la Russia è stata una sorpresa negativa sia per il mercato che per il governo. L'autorità di politica monetaria ha pertanto lasciato fluttuare il rublo per fungere da ammortizzatore per l'economia russa. Ci aspettiamo che il rublo continui a essere sotto pressione, dati i rischi di coda provocati dall'ultimo round di sanzioni statunitensi e dal maggiore rischio di rimpatrio di capitali da parte di stranieri. Tuttavia, dal punto di vista delle valutazioni, il nostro modello mostra un cambio equo USD/RUB nella fascia 61-62, poiché i prezzi del petrolio rimangono resilienti.

Vi aspettate che la Banca Centrale alzi i tassi per mitigare il deprezzamento del rublo, deviando dal suo percorso attuale?

AG: Non ci aspettiamo un rialzo dei tassi da parte della Banca nel breve termine, ma potrebbe sospendere l'attuale orientamento di allentamento per alcuni mesi. Con il tasso di inflazione attualmente ben al di sotto del livello obiettivo della CBR (4%), il recente indebolimento del rublo sullo sfondo della tensione geopolitica tenderà ad accelerare il ritmo di avvicinamento verso l'obiettivo di inflazione. Tuttavia, secondo la CBR, ciò non crea rischi di crescita dell'inflazione oltre l'obiettivo. Inoltre, l'istituto ha esplicitamente dichiarato che la sua stima del tasso neutrale si è avvicinata al limite superiore del range del 6-7% a causa dell'aumento del premio per il rischio russo e dei tassi più alti nei mercati sviluppati. Ha inoltre confermato che prevede ancora di passare a una politica neutrale quest'anno.

Con il tasso ufficiale nominale attualmente al 7,25%, ci aspettiamo una riduzione di 75 pb nella seconda metà dell'anno, una volta che la situazione si sarà calmata. La Banca si è espressa a proposito del controllo della volatilità valutaria, ma di recente non ha mostrato preoccupazioni significative. Tra le misure che la CBR ha utilizzato finora, indichiamo:

“La sensibilità della Russia al prezzo del petrolio è migliorata ma sono necessari ulteriori progressi in termini di riforma fiscale per proteggere i conti fiscali del Paese.”

“La Banca Centrale ha confermato il suo piano di ridurre il tasso ufficiale verso il livello neutrale. Ci aspettiamo una ripresa del taglio dei tassi nel secondo semestre del 2018”

- a. una pausa del governo nel programma di acquisto di valuta estera: la dimensione degli acquisti di valuta è determinata principalmente dal prezzo del petrolio. Come parte della "regola fiscale" del governo, gli acquisti in valuta estera vengono effettuati quando il prezzo del greggio degli Urali supera i 40 dollari al barile, soggetta a una revisione al rialzo del 2% all'anno.
- b. Dichiarazione di disponibilità a ricorrere a una gamma più ampia di strumenti per contenere potenziali rischi. Ciò include il mantenimento o addirittura l'inversione del ciclo di allentamento dei tassi, la limitazione dei prestiti in valuta estera e stress test per le banche.

Detto questo, se il rischio di coda rimane elevato per un periodo prolungato, potremmo assistere a una ripresa significativa dei deflussi di capitali dalle attività russe (poiché la proprietà straniera delle obbligazioni russe è prossima al 30%). In tale scenario, la CBR potrebbe aver bisogno di fare qualcosa in più rispetto alla loro posizione attuale, che a nostro avviso è improbabile in questa fase.

I rischi politici ed economici sono entrambi aumentati dopo la recente decisione del Presidente Trump di imporre maggiori sanzioni. Vedete ancora opportunità nel mercato azionario?

DD: La volatilità sulla Borsa di Mosca è aumentata dal 6 aprile, quando Washington ha imposto sanzioni a primarie società russe e ad alcuni dei più importanti uomini d'affari del Paese ma restiamo costruttivi sull'azionario russo perché ci sono alcuni segnali di ridimensionamento delle tensioni. I rischi di inclusione di ulteriori aziende o uomini d'affari nell'elenco delle sanzioni rimangono tuttavia sullo sfondo a meno che non si assista ad un significativo passo avanti tra la Russia e gli Stati Uniti (abbastanza improbabile a breve termine). Inoltre, la Siria rimane un motivo di disaccordo.

L'indice azionario russo sembra al momento abbastanza conveniente. Prevediamo ancora una crescita degli utili a due cifre per la Russia nel 2018, sostenuta dal prezzo del petrolio, ma le recenti sanzioni potrebbero influire in qualche modo negativamente sulle prospettive macroeconomiche e aumentare il rischio di risultati societari inferiori alle aspettative per molte aziende. Inoltre, l'incertezza potrebbe peggiorare il sentiment degli investitori. Le contro-sanzioni proposte dalla Russia (la decisione è stata rinviata a metà maggio, dopo l'insediamento del presidente Putin che ha vinto un altro mandato di sei anni alle elezioni presidenziali di marzo), includono quanto segue: 1) divieti sulle importazioni dagli USA di prodotti alimentari, prodotti farmaceutici, alcool e tabacco; 2) divieto per studi legali, società di consulenza e di revisione statunitensi di offrire servizi a società statali russe; e 3) restrizioni alla cooperazione sull'energia nucleare e sulle esportazioni di titanio (utilizzato nell'ingegneria aeronautica) agli Stati Uniti. In particolare, i potenziali divieti sui prodotti farmaceutici e sui prodotti utilizzati nell'aerospaziale potrebbero, a nostro avviso, generare un boomerang e influenzare i russi più di quanto non lo siano le aziende e gli individui nei paesi importatori. Dove vediamo le opportunità in questo scenario? 1) in aziende meno vulnerabili alle interruzioni della filiera, perché le operazioni e le materie prime si trovano in Russia e possono anche beneficiare delle sanzioni imposte ai concorrenti; e 2) nelle società del settore petrolifero che mostrano la maggiore capacità di resilienza in termini di rischio / rendimento in questa fase di aumento del prezzo del petrolio e di un rublo più debole (favorevole per le esportazioni). Il potenziale di sanzioni sul petrolio è attualmente molto basso, a nostro avviso.

Quali potrebbero essere le implicazioni per il segmento del reddito fisso? Vedete, in futuro, il rischio di contagio per gli altri mercati emergenti?

YS: Manteniamo un approccio costruttivo sul mercato obbligazionario russo, con preferenza per gli emittenti governativi e quasi governativi, e per i finanziari sul fronte dei societari. A livello settoriale, suggeriamo una esposizione più modesta all'industria di base. I fondamentali appaiono solidi e il mercato ha probabilmente reagito in maniera eccessiva alle sanzioni a causa di una generale posizione di sovrappeso. Consideriamo futuri rischi di contagio agli altri mercati emergenti molto limitati, poiché la causa specifica della vendita delle attività russe è esterna, e gli investitori probabilmente distingueranno il caso russo dalle situazioni negli altri

“Restiamo costruttivi sull'azionario russo sulla base dei fondamentali e delle valutazioni ma la selezione sarà cruciale dati i rischi attuali.”

“Manteniamo un approccio costruttivo verso il mercato obbligazionario russo, con preferenza per gli emittenti governativi e quasi governativi e per i finanziari nel segmento societario.”

paesi. Potenziali squilibri di approvvigionamento nei mercati dei metalli causato dall'imposizione di sanzioni rimangono una possibilità, con impatti anche su altri produttori di metalli.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [2 maggio 2018](#).