

Focus Area Euro

Gli effetti economici delle tensioni tra Russia e Ucraina

La crisi ucraina rischia di avere pesanti ripercussioni sull'economia dell'area euro, fortemente dipendente dalle forniture russe di gas naturale. Sul fronte diplomatico, **lo scenario attuale appare ancora piuttosto incerto e frammentato**: nella conduzione delle trattative, agli Stati Uniti – che conservano un ruolo di primo piano all'interno della NATO – si starebbe affiancando la Francia, la quale (anche per evidenti ragioni di consenso, connesse alle prossime elezioni presidenziali di aprile) starebbe assumendo un ruolo di capofila nei bilaterali con Mosca e Kiev. Le forti interrelazioni economiche esistenti tra Germania e Russia, infine, spiegherebbero la maggiore "cautela" fin qui mostrata da Berlino.

Secondo le nostre simulazioni, lo shock esogeno sul prezzo delle materie prime (petrolio e gas) avrà come effetto **non solo un ampio aumento dell'inflazione, ma anche un freno alla crescita del PIL** nel breve termine. L'aumento delle tensioni geopolitiche sull'Ucraina accresce anche l'incertezza sull'andamento del PIL nel medio-periodo.

L'elevata incertezza di breve termine rende possibili diversi scenari. Abbiamo in prima battuta analizzato due ipotesi alternative di rialzi dei prezzi delle materie prime energetiche, ovvero uno **scenario che assume una crisi diplomatica transitoria (scenario 1) e uno di tensioni permanenti (scenario 2)**. Abbiamo, inoltre, ipotizzato anche uno **scenario estremo di conflitto locale con conseguenze persistenti (scenario 3)**.

Nello **scenario 1**, si vedrebbe un impatto sull'inflazione media annua di otto decimi quest'anno, cui si contrapporrebbe un ribasso di -0,2% nel 2023; il differenziale di crescita del PIL area euro risulterebbe di -0,6% nel 2022 e nullo nel 2023.

L'aumento dei prezzi delle materie prime prospettato nello **scenario 2** determina un rialzo dell'inflazione media annua nell'Eurozona di ben +1,1% nel 2022 e +1,2% nel 2023. La crescita del PIL sarebbe più bassa di -0,7% nel 2022 e di -0,8% nel 2023.

Sotto l'ipotesi di conflitto locale con conseguenze persistenti (**scenario 3**), il rialzo dell'inflazione media annua rispetto alle nostre previsioni centrali ammonterebbe a +1,8% sia nel 2022 che l'anno prossimo; la crescita del PIL sarebbe più bassa di -1,1% nel 2022 e -0,9% nel 2023.

Tab. 1 – Effetti su crescita ed inflazione nei tre scenari analizzati

	2022		2023	
	HICP inflation	Real GDP growth	HICP inflation	Real GDP growth
Scenario 1	0.8%	-0.6%	-0.2%	0.0%
Scenario 2	1.1%	-0.7%	1.2%	-0.8%
Scenario 3	1.8%	-1.1%	1.8%	-0.9%

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

16 febbraio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Crisi Russia-Ucraina: gli scenari

La crisi russo-ucraina è l'episodio più recente di un processo avviato con la defenestrazione del Governo filo-russo nel 2014 e la ripresa del percorso di avvicinamento dell'Ucraina a NATO e Unione Europea. Per una cronistoria, si veda l'Appendice *Le origini della crisi russo-ucraina*. L'Ucraina è lo Stato più esteso tra la Russia e i Paesi che fanno parte dell'alleanza atlantica. Tra i possibili obiettivi perseguiti da Mosca, vi sarebbe secondo molti commentatori la volontà di **scongiorare una stabile permanenza delle forze militari occidentali in prossimità del confine russo**.

Per la Russia, l'Ucraina resta un irrinunciabile terreno di separazione dalle forze atlantiche

In subordine, non è possibile escludere che la Russia possa perseguire anche **ulteriori scopi**, peraltro non mutuamente esclusivi, tra i quali:

- annessione definitiva delle province russofone orientali (Luhansk e Donetsk, già auto-proclamate Repubbliche Federali del Donbass);
- creazione di un collegamento terrestre con la Crimea;
- insediamento a Kiev di un Governo filo-russo.

Al momento non è chiaro se la presenza massiccia di truppe russe nell'area sia soltanto uno strumento di pressione per ottenere concessioni dal Governo ucraino e/o una maggiore influenza nell'ampio scacchiere dell'Europa orientale, oppure se preluda a un'azione militare sul campo. In quest'ultimo caso, è stata ipotizzata dagli analisti un'ampia gamma di opzioni. Un'ulteriore **incertezza** concerne i tempi della crisi. L'indeterminatezza dei possibili sviluppi rende molto arduo quantificare i rischi di natura economica e inserirli in una linea temporale.

In quanto segue, ipotizziamo tre scenari:

- **Scenario 1 – tensioni transitorie.** In questo caso, i contrasti tra Russia ed Occidente si inaspriscono (senza che si arrivi ad un'*escalation* militare), ma la fase acuta si risolve entro 6 mesi, poiché la via diplomatica porta a una rapida normalizzazione dei rapporti nella seconda metà dell'anno. Nei prossimi mesi, la Russia potrebbe ridurre ulteriormente le forniture di idrocarburi, anche come possibile risposta a eventuali sanzioni economiche e finanziarie, ma per un periodo limitato. Nell'immediato i mercati delle materie prime energetiche reagiscono all'incertezza con violenti aumenti dei corsi, che rientrano rapidamente – e quasi integralmente – non appena le tensioni si allentano.
- **Scenario 2 – tensioni persistenti.** Nel secondo scenario, la crisi diplomatica tra Russia ed Occidente è destinata a durare nel medio periodo e le sanzioni, minacciate o imposte, potrebbero essere più punitive. Gli effetti immediati sono simili a quelli descritti dallo scenario 1 ma il rientro dei prezzi degli idrocarburi è più lento, poiché le trattative diplomatiche si trascinano più a lungo alimentando una persistente incertezza sulla sicurezza delle forniture dalla Russia. Anche nel lungo periodo i mercati finanziari continuano a incorporare un premio al rischio geopolitico per la perdita di credibilità della Russia come fornitore affidabile e per la volontà politica europea di ricercare fonti energetiche alternative, più costose, per ridurre la dipendenza dalle importazioni russe.
- **Scenario 3 – conflitto locale con conseguenze persistenti.** Sotto questa ipotesi, la crisi diplomatica degenera in un conflitto militare, che si protrae per molti mesi. Il mix di sanzioni, da una parte, e di riduzione dell'offerta di petrolio e gas, dall'altra, porta a un aumento dei prezzi permanente delle materie prime. Come nel punto precedente, i mercati finanziari continuano a incorporare anche nel medio periodo un premio per il rischio geopolitico.

Sanzioni contro la Russia: passato e (possibile) futuro

In risposta all'[annessione illegale della Crimea](#), avvenuta nel 2014, e per scoraggiare nuove aggressioni nei confronti di altri Paesi, l'UE applica nei confronti della Russia diversi tipi di sanzioni economiche e diplomatiche ([cronistoria](#)); analogo atteggiamento è stato assunto dagli Stati Uniti, la cui attuale amministrazione – di concerto con il Congresso – da inizio 2022 valuta [l'opportunità di introdurre di ulteriori](#) (restano tuttavia divisioni tra Democratici e Repubblicani, sull'opportunità di adottarle prima o dopo un eventuale attacco russo). Tali sanzioni potrebbero includere:

- limitazioni alle transazioni effettuate con istituzioni finanziarie russe;
- limitazione all'export di tecnologia USA verso la Russia;
- cancellazione (concordata con la Germania¹) del progetto per la realizzazione del gasdotto Nord Stream 2, in caso di invasione russa dell'Ucraina;
- ulteriori sanzioni, mirate a colpire il settore energetico russo, nonché il mercato secondario dei titoli del debito russo (tali misure sono ancora in fase di discussione).

Le [nuove misure](#) preannunciate da Washington, qualora venissero effettivamente applicate, determinerebbero un significativo **cambio di rotta** nella strategia economica del conflitto. Secondo alcuni studi², le **sanzioni** applicate fin qui alla Russia avrebbero prodotto un **impatto relativamente modesto** sul piano economico. Inoltre, talune sanzioni sono state imposte da UE e Stati Uniti, con il precipuo scopo di **condizionare l'economia russa nel lungo termine** (ad esempio, rendendo più difficile il processo di ammodernamento del settore petrolifero, limitando l'accesso a capitali e tecnologie occidentali), e questo fa sì che gli effetti economici non siano ancora del tutto apprezzabili. All'opposto, secondo uno [studio dell'Atlantic Council](#), l'impatto delle sanzioni imposte alla Russia sarebbe stato rilevante, quantificabile in una mancata crescita del PIL pari a 2,5-3 punti di PIL (circa 50 miliardi di dollari) all'anno.

USA e NATO minacciano un giro di vite sulle sanzioni alla Russia. Mosca paventa ulteriori cali di forniture energetiche

¹ Indicazione emersa all'esito del vertice bilaterale USA-Germania, tra Joe Biden e Olaf Scholz del 7 febbraio 2022 ("[If Russia invades Ukraine, there will be no Nord Stream 2, Biden says.](#)") Fonte: Reuters

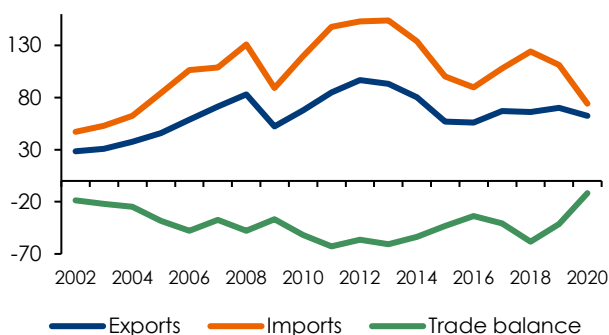
² International Monetary Fund (IMF), Russian Federation: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation, July 10, 2017; and Daniel P. Ahn and Rodney D. Ludema, "The Sword and the Shield: The Economics of Targeted Sanctions," *European Economic Review*, vol. 130, November 2020.

Tab.2 – Attuali sanzioni UE nei confronti della Russia (applicate per la prima volta il 17 marzo 2014)

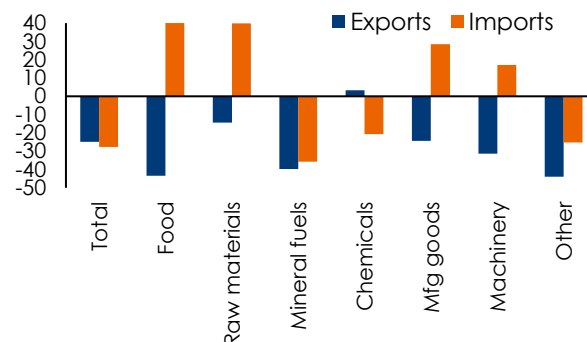
Target	Sanzione	Termine previsto e revisione
Nei confronti di specifici settori dell'economia russa	di natura economica, nei settori: -energia - finanza - difesa - beni a duplice uso ³ ,	31 luglio 2022 - riviste ogni 6 mesi, sulla base di una valutazione dello stato di attuazione degli accordi di Minsk ⁴ ,
Nei confronti di persone (185) ed entità (48):	- i beni dei soggetti sottoposti a sanzioni nell'UE sono congelati - agli operatori UE è fatto divieto di mettere fondi a disposizione dei soggetti sottoposti a sanzione - le persone soggette a sanzioni, non possono recarsi nell'UE	15 marzo 2022 - riviste ogni 6 mesi
Restrizioni alle imprese in Crimea e a Sebastopoli:	- divieto di importazione di beni provenienti dal territorio - divieto di esportazione di taluni beni e tecnologie - divieto di fornitura di servizi turistici in Crimea e a Sebastopoli	23 giugno 2022 - riviste ogni 12 mesi
Misure diplomatiche:	la Russia non è più invitata alle riunioni del G8, e i vertici periodici con la Russia sono sospesi	-
Restrizioni alla cooperazione economica:	nessun nuovo prestito alla Russia da parte di Banca europea degli Investimenti (BEI) e Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS)	-

Fonte: Consiglio Europeo

L'esposizione dell'area euro al commercio con la Russia è limitata (circa l'1% del PIL) e sia l'export che l'import non hanno ancora recuperato i livelli raggiunti prima delle tensioni in Crimea (nel 2019 il gap era pari al 25% per l'export e al 28% per l'import). Nel caso di nuove eventuali sanzioni e contro-sanzioni da parte di Mosca, l'eventuale impatto diretto sull'economia dell'Eurozona attraverso il canale estero sarebbe quindi complessivamente modesto.

Fig. 1 – Area euro: flussi commerciali con la Russia

Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 – Area euro: dinamiche commerciali con la Russia nel periodo 2013-19 (var. %)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

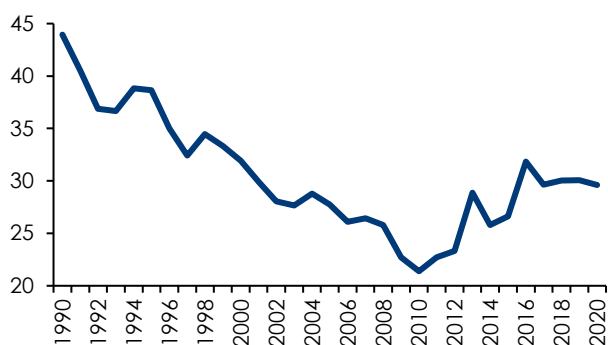
Le ripercussioni sui mercati delle materie prime energetiche

I rischi più rilevanti provengono, al contrario, dal fronte energetico. **Circa il 30% del gas utilizzato in area euro è infatti di provenienza russa; tra le principali economie sono Germania e Italia le più esposte**, con quote che salgono rispettivamente al 65% e al 36%; in altri Paesi, come Austria e Lituania, la totalità del gas utilizzato è importato dalla Russia.

³ Con il termine *dual use* (duplice uso) si identificano quei beni e quelle tecnologie che, pur essendo principalmente utilizzati per scopi civili, possono essere adoperati nella fabbricazione e sviluppo di diverse tipologie di armamenti.

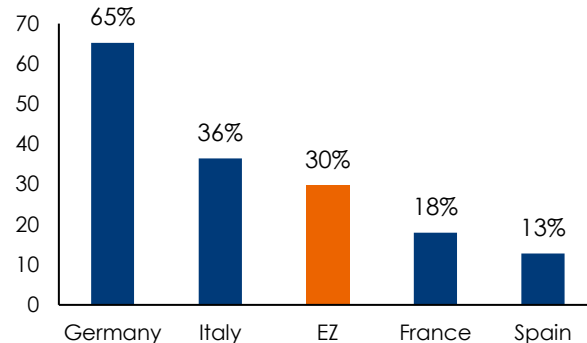
⁴ Gli Accordi di Minsk integrano la tabella di marcia con la quale si intende porre fine alla Guerra nell'Ucraina orientale; tali accordi fino ad oggi non hanno trovato piena attuazione (ragion per cui le sanzioni UE applicate vengono rinnovate ogni sei mesi).

Fig. 3 – Importazioni di gas russo in area euro (% del totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 4 – Importazioni di gas russo in area euro (% del totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

L'economia russa e le entrate del Governo di Mosca sono altrettanto dipendenti dalle esportazioni di idrocarburi, in particolare verso l'Europa (si stima che quasi il 20% siano dirette verso la Germania). **L'elevata interdipendenza tra la Russia e l'Europa Occidentale limita dunque i rischi di uno stop alle forniture**, che risulterebbe dannoso per entrambe le parti. Il principale shock dovrebbe piuttosto provenire da un ulteriore rialzo dei prezzi sull'onda delle tensioni geopolitiche, sia per una reazione autonoma dei mercati a fronte dell'accresciuta incertezza, sia per l'eventualità di riduzioni delle forniture per tenere sotto pressione i prezzi e dividere il fronte dei paesi europei.

Simulazioni sui possibili effetti sull'economia dell'Eurozona

I possibili nuovi shock su petrolio e gas naturale potrebbero avere un significativo impatto sui livelli della produzione e dei prezzi. Come descritto a pagina 2, ai fini delle nostre simulazioni abbiamo considerato **tre ipotesi alternative**, ossia uno scenario di tensioni temporanee (scenario 1), uno di crisi diplomatica persistente (scenario 2) e, infine, uno scenario di conflitto localizzato con conseguenze di lungo periodo (scenario 3) - quest'ultimo, al momento, viene ritenuto il meno probabile.

Le figure 5 e 6 mostrano l'evoluzione dei prezzi di gas naturale e petrolio nei casi analizzati. In sintesi, **un peggioramento del quadro geopolitico, senza che si arrivi però a un'escalation militare, potrebbe portare a un ritorno dei prezzi del gas naturale su livelli visti lo scorso dicembre** (180 EUR/MWh) già nelle prossime settimane; inoltre, lo scenario 2 sconta l'ipotesi di un aumento del prezzo del gas in autunno per via di un taglio nelle forniture dei prossimi mesi e, quindi, di un più basso livello di stoccaggio atteso.

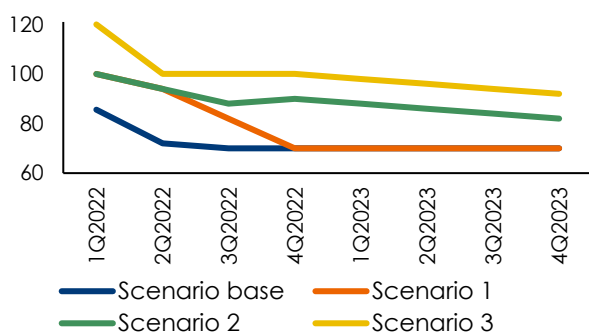
L'ordine di grandezza dell'impatto dello shock dei prezzi energetici sulle principali variabili macroeconomiche può essere inferito attraverso un'analisi empirica a **due fasi**:

1. la prima consiste nello stimare l'**effetto sul livello dei prezzi domestici** utilizzando un *fool* di simulazione sviluppato da Intesa Sanpaolo. Tale strumento permette di trasferire i rincari di petrolio e gas sull'inflazione dei prezzi al consumo dei beni energetici nell'Eurozona; l'inflazione energetica è inoltre contenuta all'interno delle equazioni che stimano rispettivamente l'inflazione core⁵ e quella sugli alimentari freschi; di conseguenza, l'impatto sull'indice generale viene calcolato attraverso l'aggregazione delle tre componenti;

⁵ Le proiezioni per l'indice core sono ottenute dall'equazione $\Delta\Pi_{t+1} = c + \sum_{i=0}^p \Delta\Pi_{t-i} + f(u_t) + \sum_{i=0}^n x_{t-i} + \epsilon_{t+1}$ (non linear PC), dove Π misura l'inflazione sottostante, u la disoccupazione, x l'inflazione energetica e ϵ è una *white noise*.

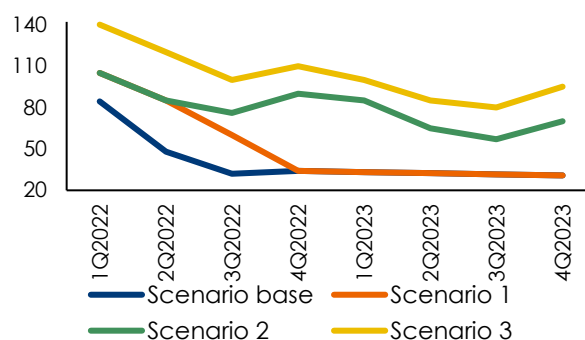
2. successivamente, il profilo inflattivo dello scenario ipotizzato viene fissato nel modello a equazioni simultanee di Oxford Economics per cogliere appieno gli **effetti su variabili macroeconomiche reali in un modello internazionale a equazioni simultanee**; è importante evidenziare che la nostra analisi ipotizza una politica monetaria invariata negli scenari alternativi e l'assenza di ulteriori shock esogeni legati alla situazione sanitaria.

Fig. 5 – Prezzo del petrolio: scenario attuale vs. scenari alternativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP

Fig. 6 – Prezzo del gas naturale in Europa: scenario attuale vs. scenari alternativi

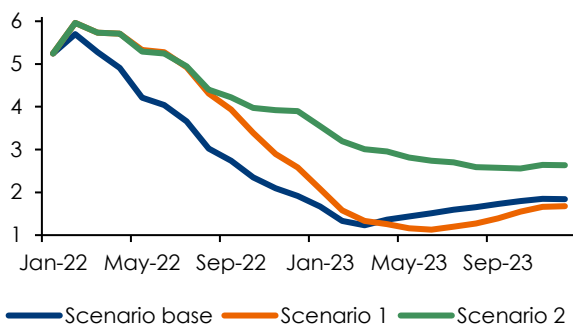


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP

Come si evince dalla Tabella 3, **nello scenario 1 la crescita addizionale dell'inflazione media annua ammonterebbe a +0,8% per il 2022 e -0,2% per il 2023 sull'indice generale**, mentre l'impatto sull'indice core risulterebbe marginale (un decimo sia quest'anno che nel 2023). Il differenziale con lo scenario centrale toccherebbe il massimo a cavallo tra il 2° e il 3° trimestre, con l'inflazione che poi seguirebbe un trend di discesa più rapido rispetto al nostro scenario base; a partire dal 2° trimestre 2023 la dinamica dei prezzi dovrebbe spostarsi sotto le previsioni nel caso di assenza di shock. Il gap dell'inflazione core è atteso chiudersi, invece, a fine 2023.

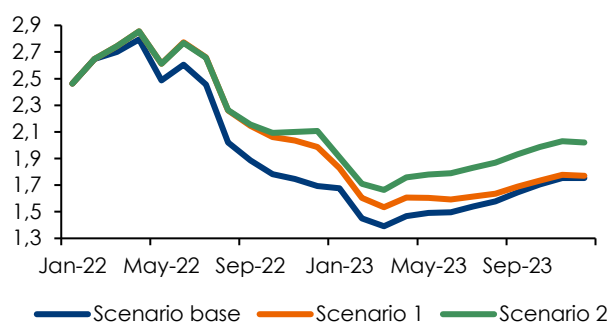
L'aumento dei prezzi delle materie prime prospettato nello **scenario 2 determina un rialzo dell'inflazione media annua di +1,1% nel 2022 e +1,2% nel 2023** (Tabella 4); il picco si avrebbe nel 1° trimestre 2022 ma la differenza tra scenario 2 e quello attuale toccherebbe il suo massimo nella parte finale dell'anno (vedi Fig. 7); in dicembre 2022 l'inflazione potrebbe stazionare poco sotto il 4% contro l'1,8% nello scenario base. L'impatto dello shock sulla componente core sarà ritardato, per via della più lenta trasmissione dei rincari dei beni energetici all'inflazione di fondo. L'effetto sul differenziale tra scenari è massimo a fine 2022 e l'inflazione core staziona sopra le previsioni del nostro scenario base anche nel 2023.

Fig. 7 – Dinamica dell'inflazione headline negli scenari 1 e 2



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Dinamica dell'inflazione core negli scenari 1 e 2

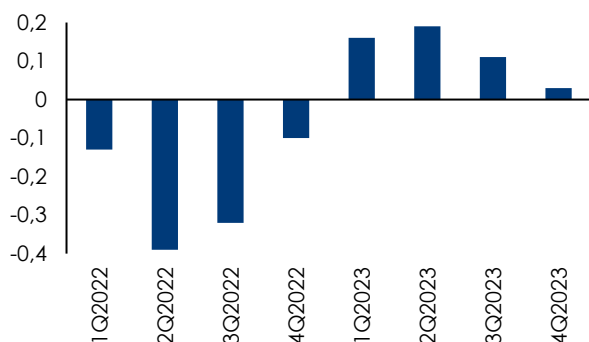


Fonte: Intesa Sanpaolo

La Tabella 3 mostra inoltre i risultati dell'analisi per le principali **variabili macroeconomiche reali nel caso di tensioni transitorie (scenario 1): il differenziale di crescita del PIL rispetto allo scenario base sarebbe di circa -0,6% nel 2022**, con un massimo assoluto di -0,4% nel 2° trimestre 2022. Ad ogni modo, lo shock sulla crescita del PIL dovrebbe essere riassorbito nel 2023. L'impatto dei maggiori costi dell'energia sarebbe più ampio sugli investimenti fissi (-1,1% in media quest'anno) che sui consumi. Dal lato delle famiglie, **l'erosione del reddito disponibile dovrebbe risultare significativa (-0,7% nel trimestre primaverile), ma è possibile che l'impatto sui consumi venga in parte spazzato dall'utilizzo dei risparmi**. Il saldo commerciale si deteriorerebbe di circa -0,8 punti di PIL nel 2022.

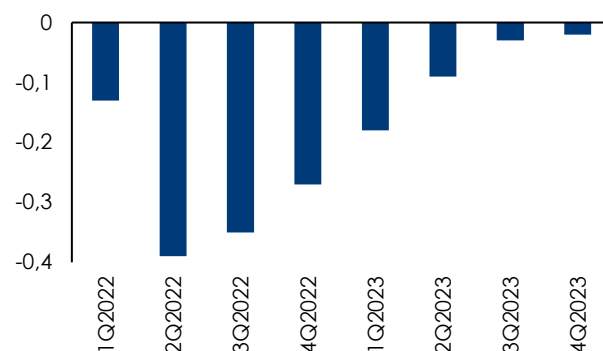
Nell'ipotesi di tensioni persistenti (scenario 2, Tabella 4), **la crescita del PIL risulta più bassa rispetto allo scenario base di -0,7% nel 2022** e di -0,8% nel 2023. Sarebbero soprattutto i trimestri centrali del 2022 a subire maggiormente lo shock energetico, con effetti sia sui consumi delle famiglie che sugli investimenti delle imprese. Gli **investimenti** risultano più bassi di -1,3% quest'anno e -1,8% nel 2023; sui consumi, l'effetto risulta più contenuto (-0,8% sia nel 2022 che nel 2023), grazie al calo della propensione al risparmio. Il deterioramento delle ragioni di scambio implica che nel 2022 **la bilancia commerciale peggiori di circa 159 miliardi** rispetto allo scenario base; l'impatto sarebbe consistente anche il prossimo anno (-126 miliardi). La più alta inflazione impatterebbe negativamente **sul reddito disponibile reale delle famiglie** per -1,5% nel 2022 e -1% nel 2023.

Fig. 9 – Impatto dello shock da scenario 1 sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Impatto dello shock da scenario 2 sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo

Tab. 3 – Scenario 1 (tensioni transitorie)

	2022	2023
HICP inflation (%)	0.8	-0.2
Trade balance (EUR Bn)	-108.1	-1.3
Trade balance-to-GDP ratio (%)	-0.8	0.0
Real GDP growth (%)	-0.6	0.0
Real consumption growth (%)	-0.6	0.0
Real investment growth (%)	-1.1	-0.2
Household disposable income (%)	-1.2	0.4
Saving rate (%)	-0.5	-0.2

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 4 – Scenario 2 (tensioni persistenti)

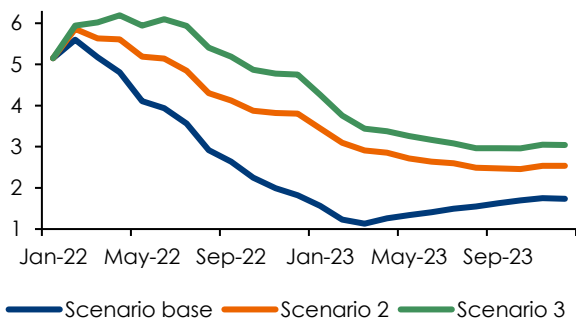
	2022	2023
HICP inflation (%)	1.1	1.2
Trade balance (EUR Bn)	-158.7	-125.8
Trade balance-to-GDP ratio (%)	-1.2	-0.9
Real GDP growth (%)	-0.7	-0.8
Real consumption growth (%)	-0.8	-0.8
Real investment growth (%)	-1.3	-1.8
Household disposable income (%)	-1.5	-1.0
Saving rate (%)	-0.7	-0.8

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

In ultima analisi, discutiamo dei risultati della simulazione nel caso di **conflitto locale con conseguenze persistenti (scenario 3)**, che vedrebbe quindi il profilo previsivo sui prezzi di petrolio e gas spostarsi al di sopra di quanto previsto dallo scenario 2. Sotto questa ipotesi, **il rialzo dell'inflazione media annua rispetto alle nostre previsioni centrali risulterebbe di +1,8% sia nel 2022 che l'anno prossimo**. La dinamica dei prezzi stazionerebbe in un intorno del 6% da febbraio a luglio (con un picco mensile al 6,2% in aprile); a fine anno l'inflazione risulterebbe solo di poco

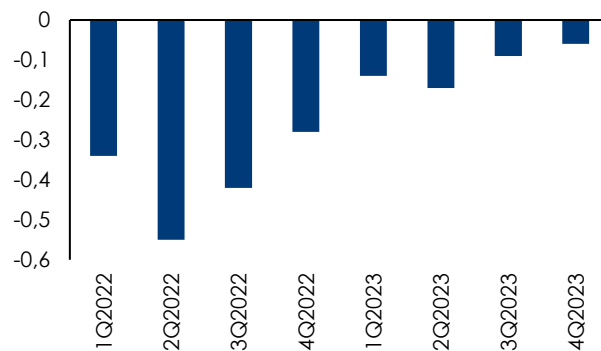
inferiore al 5%. Infine, in questo scenario **la crescita del PIL nel 2022 risulterebbe più bassa di ben -1,1%**, con un massimo di -0,6% (t/t) nel 2° trimestre 2022; il differenziale tra scenario 3 e scenario base calerebbe solo marginalmente nel prossimo anno (-0,9%).

Fig. 11 – Dinamica dell'inflazione headline nello scenario di base, nello scenario 2 e nello scenario 3 (conflitto localizzato con conseguenze permanenti)



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Impatto dello shock da scenario 3 sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo

Appendice – Le origini della crisi russo-ucraina

Le ragioni alla base delle attuali tensioni tra Russia e Ucraina affondano le radici nel 2014, quando il Paese allora guidato dal presidente Janukovyč si trovò a un passo dalla firma di un importante accordo politico e commerciale con l'Unione Europea (cd. **accordo di associazione**⁶). La sospensione delle relative trattative⁷, decisa dal Governo (filo-russo) per scongiurare un'ulteriore integrazione del Paese con la UE, portò a violenti scontri di piazza (noti come **Euromaidan**, guidati dalla leader dell'opposizione, Yulia Tymoshenko), che si conclusero con la deposizione e la successiva incriminazione del presidente Janukovyč. Questo desiderio di sganciamento dalla Russia dei cittadini ucraini, unito al vuoto di potere lasciato dal deposto Presidente, nel marzo 2014 spinse la Russia all'**annessione della Crimea**⁸ (regione strategica sia sul piano commerciale che militare) attraverso un referendum popolare (non riconosciuto sul piano internazionale) che portò al 97% di voti favorevoli al distacco. Di conseguenza, **la Russia fu estromessa momentaneamente dal G8**, dal quale si auto-escluse poi ufficialmente nel 2017. Poco dopo (aprile 2014) la pressione si spostò nel **Donbass**⁹, nelle province di Luhansk e Donetsk, territori a maggioranza filo-russa, dove si sviluppò un conflitto armato contro il Governo ucraino. L'accordo di associazione tra UE e Ucraina è successivamente entrato in vigore il **1° settembre 2017**¹⁰ (nella sua parte economica, prevede una zona di libero scambio globale e approfondita, **DCFTA**), determinando in tal modo il definitivo avvicinamento del Paese all'Unione Europea. Inoltre, nel giugno 2017 il parlamento ucraino ha definito l'ingresso del Paese nella NATO un obiettivo strategico della politica estera e di sicurezza. L'obiettivo di aderire alla NATO è stato ribadito dalla nuova strategia di sicurezza nazionale approvata nel settembre 2020.

In questa **fase più recente**, l'*escalation* delle tensioni tra Russia e Ucraina è da ricondurre allo schieramento di truppe militari sovietiche (si stimano tra le 100 e le 150 mila unità) lungo i confini orientali ucraini; nel gioco delle parti, Stati Uniti e Paesi alleati accusano Mosca di minacciare apertamente l'invasione del Paese, mentre la Russia nega qualsiasi intenzione di aggressione militare. Cionondimeno, tra le **richieste inviate da Mosca agli Stati Uniti e alla NATO** affinché i contingenti militari vengano richiamati, vi sarebbero: la rinuncia a un ulteriore allargamento a est della NATO, il disimpegno delle proprie truppe da Bulgaria, Romania e altri Paesi dell'Europa est-orientale, il ripristino dello schieramento delle infrastrutture militari in Europa alle posizioni esistenti

La Russia avrebbe schierato al confine ucraino almeno il 70% delle forze militari necessarie per un attacco terrestre

⁶ Accordi di associazione (art. 310 Trattato CE). Sono trattati stipulati dalla Comunità europea con uno o più Stati per instaurare una cooperazione in campo economico-commerciale. In particolare l'accordo di associazione può sancire la liberalizzazione degli scambi, fissare tariffe o dazi doganali, disciplinare le importazioni e le esportazioni, prevedere forme di assistenza volte alla promozione di Stati in via di sviluppo. Una tipologia particolare di accordi di associazione sono quelli stipulati con alcuni Stati dell'Europa orientale e che per le loro peculiari caratteristiche sono denominati "accordi europei". La principale caratteristica che li differenzia dai numerosi accordi di associazione stipulati nel corso degli anni è quella di disciplinare forme di cooperazione non strettamente legate alla dimensione economica; accanto all'istituzione della consueta area di libero scambio, infatti, sono previste anche delle procedure per il rafforzamento del dialogo politico e per la cooperazione in campo culturale. Scopo principale di tale differenziazione è quello di avviare con tali Stati più strette relazioni economiche in vista di una futura adesione.

⁷ Le trattative per la conclusione di un Accordo di associazione tra l'Ucraina e la UE erano state avviate dal precedente Governo pro-occidentale guidato da Viktor Andriyovych Juščenko.

⁸ Alla città di Sebastopoli la Russia riconobbe lo status di città federale, "*privilegio*" concesso soltanto a Mosca e San Pietroburgo.

⁹ Donbass significa Doneckji-Bassejn, cioè bacino del Donec, territorio confinante con la Russia, storicamente indipendentista e ad alta vocazione industriale, oltre che ricco di materie prime (carbone, acciaio), il cui apporto al PIL dell'Ucraina è storicamente assai rilevante.

¹⁰ L'11 luglio 2017 il Consiglio ha adottato una decisione relativa alla conclusione a nome della UE dell'accordo di associazione con l'Ucraina. Si è trattato della fase finale del processo di ratifica che ha consentito la piena attuazione dell'accordo a partire dal 1° settembre 2017. I negoziati con l'Ucraina erano stati avviati nel 2007. I primi capitoli politici sono stati firmati nel marzo 2014. Dopo le elezioni presidenziali in Ucraina, i capitoli rimanenti sono stati firmati il 27 giugno 2014, a margine del Consiglio Europeo. Parti importanti dell'accordo sono già applicate in via provvisoria dal 1° settembre 2014. L'applicazione provvisoria della zona di libero scambio globale e approfondita ha avuto inizio il 1° gennaio 2016 (Fonte: Consiglio Europeo).

nel 1997 (quando è stato firmato l'Atto istitutivo Russia-NATO). Le **risposte scritte** consegnate dalla NATO a Mosca (attraverso un documento non pubblico), se da un lato confermerebbero l'apertura al dialogo (ma solo in caso di de-escalation), dall'altro ribadirebbero la più totale libertà di Kiev nella scelta dei propri alleati.

Per quanto riguarda l'ipotizzato **ingresso dell'Ucraina nella NATO** (per il quale è richiesta l'approvazione unanime dei Paesi membri) **mancherebbero in ogni caso i presupposti oggettivi** (oltre – a monte – a una formale richiesta del Paese) e cioè: che il Paese sia regolato da una democrazia funzionante, sia rispettoso delle minoranze etniche e soprattutto, non abbia dispute territoriali esterne irrisolte. Le rivendicazioni circa la sovranità sulla Crimea, le tensioni nel Donbass, nonché le stesse discriminazioni di cui sarebbero destinatari i cittadini ungheresi presenti nel territorio ucraino, sembrano escludere ogni possibilità di ingresso dell'Ucraina nell'Alleanza atlantica almeno nel breve termine.

L'ingresso dell'Ucraina nella NATO non sembra un'ipotesi di breve termine

Nel frattempo, la NATO – attraverso un [comunicato](#) pubblicato sul proprio sito – conferma l'impegno militare di diversi Paesi membri (Danimarca, Spagna, Francia, Paesi Bassi, oltre agli Stati Uniti) che stanno dispiegando mezzi navali, aerei e terrestri in Europa dell'Est.

Per rilevanza strategica-militare, sia la **NATO** che la **Russia** hanno le **medesime e contrapposte motivazioni** ad esercitare un controllo sul territorio ucraino (fortemente diviso al suo interno tra cittadini filo-russi e filo-occidentali).

Oltre a reagire alle scelte anti-russe del Governo di Kiev, Mosca potrebbe aver deciso di sfruttare un momento che appare particolarmente favorevole sul fronte degli impegni e degli equilibri della politica internazionale occidentale:

- gli **Stati Uniti** hanno una nuova amministrazione, apparsa debole sul fronte della politica estera dopo il ritiro dall'Afghanistan (percezione avallata anche dalla revoca delle sanzioni su Nord Stream 2). Putin potrebbe anche approfittare della finestra temporale da qui alle prossime **elezioni di midterm** (novembre 2022), all'esito delle quali la pressione USA su Mosca potrebbe aumentare sensibilmente qualora i Repubblicani ottenessero il controllo della Commissione affari esteri al Congresso. L'impegno richiesto dal *Pivot to Asia*, infine, potrebbe "distrarre" risorse da impiegare nel contrasto all'espansione della Cina;
- l'**Europa**, dal canto suo, non sta mostrando un'ampia coesione: ai paesi membri dell'Europa centro-orientale, apparsi maggiormente risolti rispetto a un'azione contro Mosca, si contrappongono – per motivi diversi – Italia, Francia e Germania. **Macron** è impegnato sul fronte **elezioni presidenziali** (aprile 2022) e lo scorso 7 febbraio ha ottenuto – come chiedeva insistentemente da tempo – un dialogo diretto con Putin senza un coinvolgimento americano, alimentando timori circa una spaccatura tra gli alleati occidentali¹¹. Non ci sono ancora conferme ufficiali, circa un presunto accordo di de-escalation, che sarebbe stato raggiunto tra i due leader. La **Germania** è invece coinvolta, assieme alla Russia (di cui è **secondo partner commerciale, dopo la Cina**), nella realizzazione del gasdotto **Nord Stream 2**, il che spiegherebbe alcune decisioni dell'attuale Governo, tra cui il rifiuto all'Estonia di far giungere all'Ucraina proprie armi fabbricate in Germania, piuttosto che l'invio alla stessa Ucraina di elmetti, un aiuto giudicato inadeguato da Kiev. Nel corso del vertice bilaterale del 7 febbraio alla Casa Bianca tra Biden e Scholz, quest'ultimo – nel ribadire l'unità d'intenti tra Germania e Stati Uniti nell'applicazione di sanzioni in caso di invasione russa – ha eluso la questione dell'eventuale congelamento del progetto Nord Stream 2.

¹¹ Timori amplificati proprio dalle dichiarazioni del presidente francese rilasciate nel corso di un'intervista a *Journal de Dimanche*, e interpretate come una presa di distanza dagli alleati europei e atlantici: "Occorre riconoscere i traumi contemporanei di questo grande popolo e questa grande nazione" e "l'obiettivo geopolitico della Russia oggi chiaramente non è l'Ucraina ma quello di rendere chiari i rapporti con la UE e la NATO".

Tab. 5 – Progressivo allargamento ad est dei Paesi NATO

Paesi fondatori (1949)	1952	1955	1982	1999	2004	2009	2017	2020
Belgio	Grecia	Germania	Spagna	Repubblica Ceca	Bulgaria	Albania	Montenegro	Macedonia del nord
Canada	Turchia			Ungheria	Estonia	Croazia		
Danimarca				Polonia	Lettonia			
Francia					Lituania			
Islanda					Romania			
Italia					Slovacchia			
Lussemburgo					Slovenia			
Olanda								
Norvegia								
Portogallo								
Regno Unito								
Stati Uniti								

Fonte: NATO

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com