

El conflicto Rusia-Ucrania, el nuevo «cisne negro» de 2022

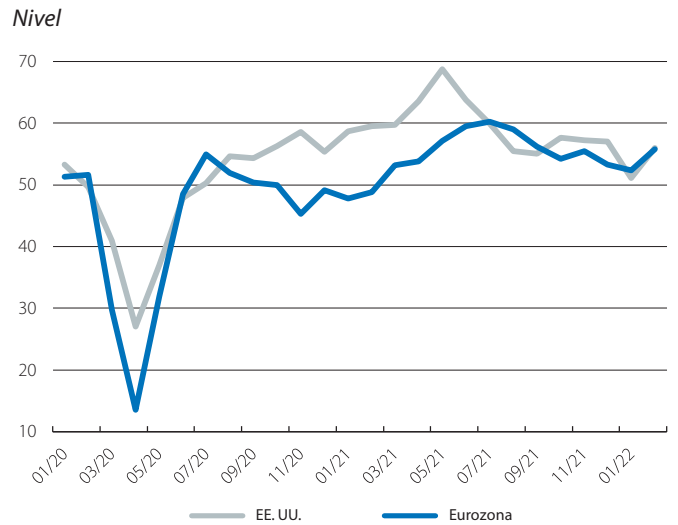
La invasión de Ucrania por el ejército ruso tendrá importantes efectos sobre los escenarios económico y financiero. La economía mundial empezaba a confiar en que la «gripalización» de la COVID pudiera ser una realidad en los próximos meses. Esto se reflejaba en la sustancial mejora registrada por los principales indicadores de confianza empresarial y de los hogares en enero y febrero, que apuntaban a una parte central del año con ritmos de crecimiento bastante robustos y en el que las distorsiones de las cadenas globales empezarían, lentamente, a corregirse. Los agentes estaban más preocupados por la evolución de la inflación y cómo esta podía afectar a la hoja de ruta de los principales bancos centrales.

Sin embargo, la decisión de Putin el 22 de febrero de reconocer la independencia de las regiones separatistas del este de Ucrania (Donetsk y Luhansk) ha supuesto un punto de inflexión en el escenario que manejábamos. Los acontecimientos se precipitaron en la última semana de febrero y finalmente se ha materializado el peor de los escenarios posibles: un conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Los grandes interrogantes que se abren ahora serían, por un lado, la duración del conflicto y sus efectos sobre la confianza y los precios de la energía, y, por otro, el impacto de las sanciones a Rusia.

Uno de los principales canales de impacto será a través del encarecimiento de las materias primas. La capacidad de Rusia para afectar a la economía mundial no reside en su tamaño (apenas supera a Italia y, además, es una economía bastante cerrada), si no en su papel como principal productor de algunas materias primas claves. Además, este nuevo shock se produce cuando todavía no se había normalizado el funcionamiento de las cadenas de oferta global tras la irrupción de la COVID, lo que agravará los problemas de oferta que está sufriendo una parte importante del tejido industrial. El impacto va a ser asimétrico y especialmente importante para Europa, dado que Rusia es el quinto mayor socio comercial de la región: Alemania, uno de los países más expuestos al canal comercial, pues destina el 2,0% de sus exportaciones a Rusia, en torno al 0,6% de su valor añadido bruto (VAB).

Europa, de las regiones más penalizadas ante su elevada dependencia energética rusa. La región tiene una alta dependencia de combustibles fósiles en general y de los procedentes de Rusia en particular. Según el BCE, casi el 80% de la energía que se consume en la eurozona corresponde a gas y a petróleo. Además, de Rusia procede casi el 46% del gas que importa la región, con unos inventarios que se encuentran en niveles casi un 30% inferiores a la media de febrero de los últimos 10 años. Esto deja al continente en una situación bastante vulnerable en caso de que Rusia decidiera recortar el suministro. Según estimaciones del BCE, una reducción del 10% en la oferta de gas provocaría una disminución de 0,7 p. p. en el VAB de la eurozona. Por países, Alemania sería el más afectado, dado que casi el 65% de

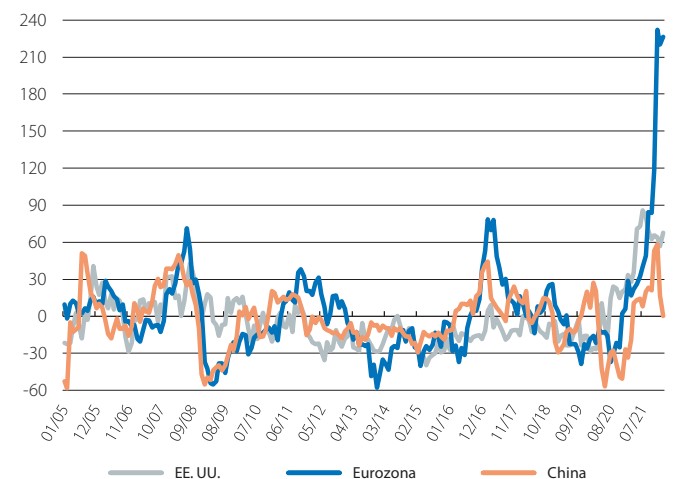
Índice de sentimiento empresarial (PMI)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit, vía Refinitiv.

Índice de sorpresas sobre la inflación

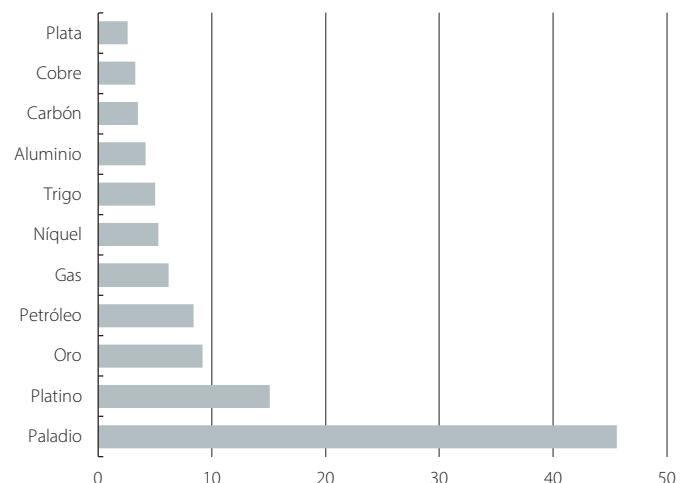
(Desviación respecto a lo esperado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

Rusia: producción de materias primas

(% de la producción mundial)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de varias fuentes.

sus importaciones de gas proceden de Rusia. Teniendo en cuenta que ya antes del estallido del conflicto bélico se descontaba un 1T 2022 muy débil e, incluso, una nueva caída de la actividad, el escenario resulta especialmente complejo para Alemania. En consecuencia, los riesgos para la eurozona se centran a la baja en crecimiento y al alza para la inflación. Aunque todavía es demasiado pronto para cuantificar la magnitud de estas revisiones, en un primer análisis de sensibilidad estimaríamos un efecto superior a 1 p. p. en el caso del crecimiento de la eurozona en 2022.

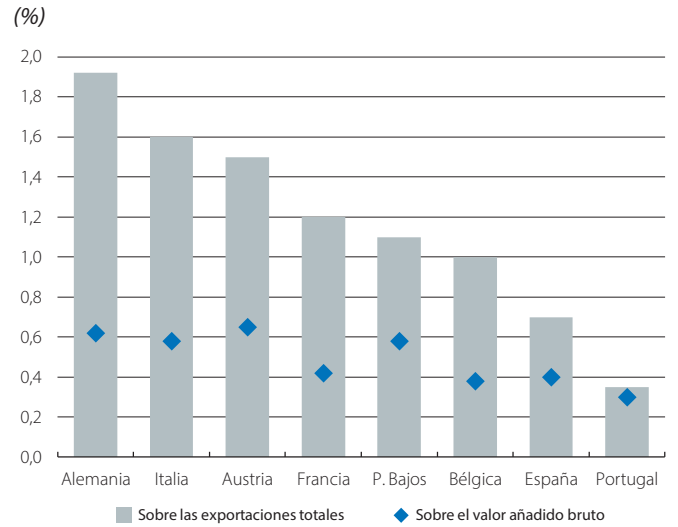
Rusia se enfrenta a duras sanciones por el ataque a Ucrania, aunque la política de sanciones no es nueva para Rusia, pues todavía sigue afrontando algunas de las sanciones aplicadas tras la anexión de Crimea en 2014. El FMI estimó que esas medidas restaron 0,2 p. p. al crecimiento ruso anual durante 2014-2018, a lo que se sumó el impacto negativo del fuerte abaratamiento del crudo en ese periodo (pudo restar otros 0,6 p. p. adicionales al año). En la actualidad, la escalada bélica emprendida por Rusia contra Ucrania ha provocado que las principales potencias occidentales hayan impuesto una nueva ronda de fuertes sanciones que, según algunas estimaciones, podría recortar en un 5,0% el PIB ruso. A grandes rasgos, las sanciones adoptadas, además de afectar directamente al patrimonio y riqueza de Putin y de otros oligarcas rusos, cierran el acceso de Rusia a los mercados internacionales de financiación, limitan la utilización de las reservas acumuladas por el banco central y afectan a la actividad de casi el 70% del sector financiero del país.

Entre las sanciones a Rusia, cabe destacar la estrategia que se adoptará contra su banco central. Rusia ha acumulado desde la invasión de Crimea en 2014 un volumen de reservas superior a los 600.000 millones de dólares (casi el 40% de su PIB). La UE, EE. UU., Reino Unido y Canadá han decidido «paralizar los activos del banco central» con la finalidad de limitar su capacidad de defensa del rublo, así como evitar la utilización de esos fondos para compensar el impacto de las sanciones aprobadas. La efectividad potencial de esta medida se pone de manifiesto cuando se analiza la composición de las reservas. Casi 160.000 millones de dólares corresponden a oro (guardado dentro del país) y unos 90.000 millones a yuanes. Sin embargo, las reservas denominadas en divisas de los países que se han sumado a las sanciones representan casi el 60% del total.

Buena parte del sistema financiero ruso será desconectado del sistema Swift. Tras un intenso debate, se ha decidido excluir a una serie de bancos rusos del sistema de pagos internacional Swift (conecta a más de 11.000 instituciones financieras del mundo). Es cierto que Rusia está trabajando en su propio sistema de pagos desde 2014 (el SPFS), pero abarca solo a unas 400 entidades, la mayoría rusas, por lo que el volumen de órdenes que transmite es reducido. Por tanto, las entidades que se vean excluidas del Swift no podrán intermediar los flujos de fondos desde el exterior del país, lo que implica un duro golpe al sector exportador ruso.

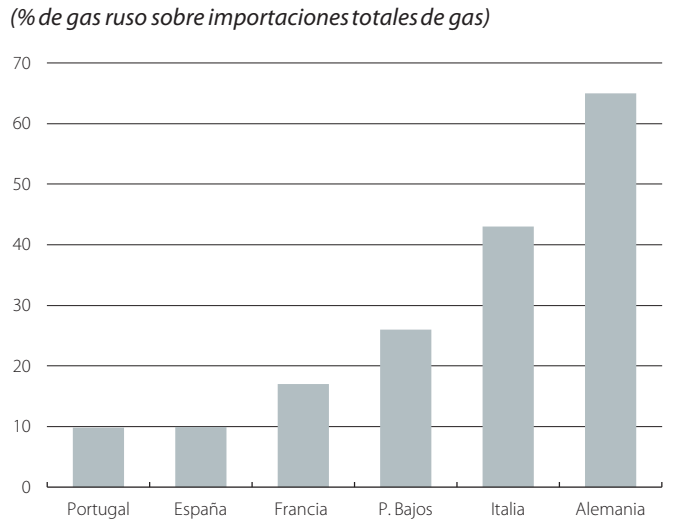
Por tanto, la amplitud y dureza de las medidas puestas en marcha contra Rusia limitan los intercambios comerciales con el

Peso de las exportaciones a Rusia



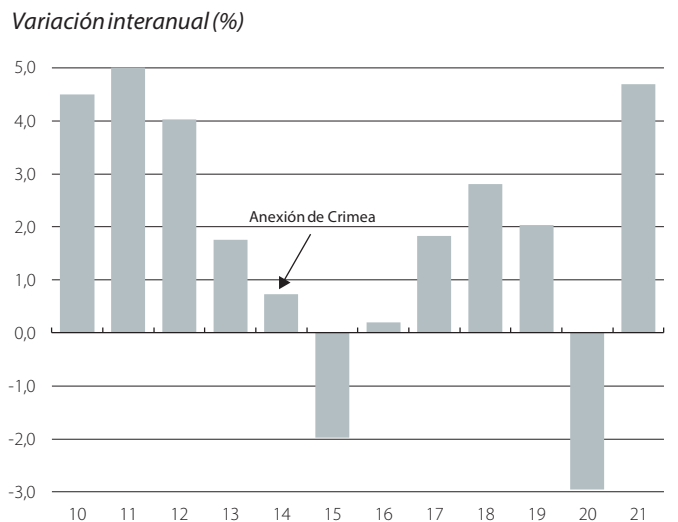
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Capital Economics.

Dependencia del gas ruso



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Capital Economics.

Rusia: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

resto del mundo, restringen al máximo el funcionamiento del canal financiero, drenan buena parte de la liquidez y pueden terminar provocando una espiral de precios y una fuerte depreciación del rublo que terminará con la imposición de controles de capitales y una recesión. No hay precedentes de sanciones tan importantes en los últimos años con la excepción de Irán y Corea del Norte.

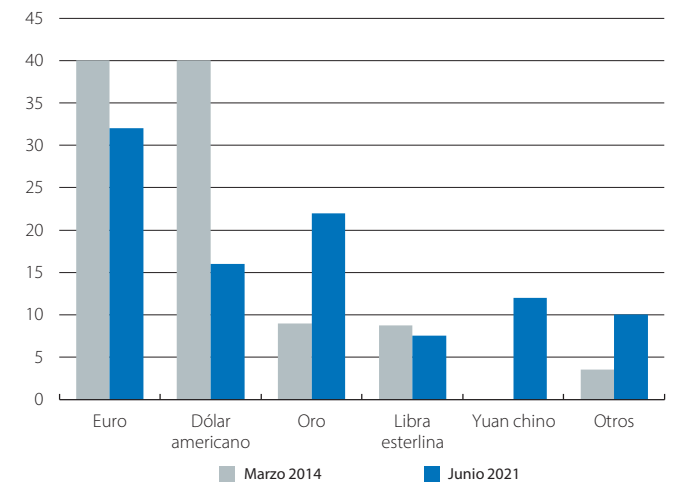
Impacto desigual de este nuevo escenario sobre las economías emergentes. La mayoría de las economías emergentes subieron los tipos de interés con mayor o menor intensidad durante 2021 para tratar de frenar el avance de la inflación. De este modo, ampliaron los grados de libertad de la política económica para responder a posibles sorpresas en el escenario económico. Con todo, hay que ser conscientes de que, en el contexto actual de aumento de incertidumbre y subidas de los precios de las materias primas, el impacto será bastante desigual por economías.

En primer lugar, la localización geográfica de los emergentes resultará determinante. Las economías del este de Europa serán las más afectadas. Un ejemplo de que el contagio ya se está extendiendo a la región es el comunicado del BCE de que la filial europea del banco ruso Sberbank y sus dos filiales en Croacia y Eslovenia están en quiebra o es probable que lo hagan pronto debido al deterioro de su situación de liquidez.

En segundo lugar, la estructura económica de los emergentes también será importante en el grado de impacto. Así, las economías exportadoras de materias primas, con una posición excedentaria en su balanza por cuenta corriente serán las más beneficiadas por la subida que ya han acumulado las cotizaciones de las principales *commodities*. Por el contrario, las economías importadoras de materias primas, que tradicionalmente presentan déficit en sus balanzas por cuenta corriente, serán las más vulnerables y las que más difícil tengan la respuesta de política económica al nuevo escenario. Asimismo, la región en conflicto es conocida como el «granero de Europa»: el trigo de Rusia y Ucrania abastece al norte de África, al África subsahariana, a Oriente Medio y al Sudeste asiático. Estas regiones engloban a economías con unas rentas muy bajas, por lo que la fuerte subida que mostrará este bien de primera necesidad (nos acercamos a un 80% en lo que va de año) puede alimentar tensiones sociales. Por último, en el actual contexto de elevada incertidumbre, podemos asistir a una salida de capitales de las economías emergentes hacia destinos más «seguros», lo que puede desestabilizar a las economías más vulnerables.

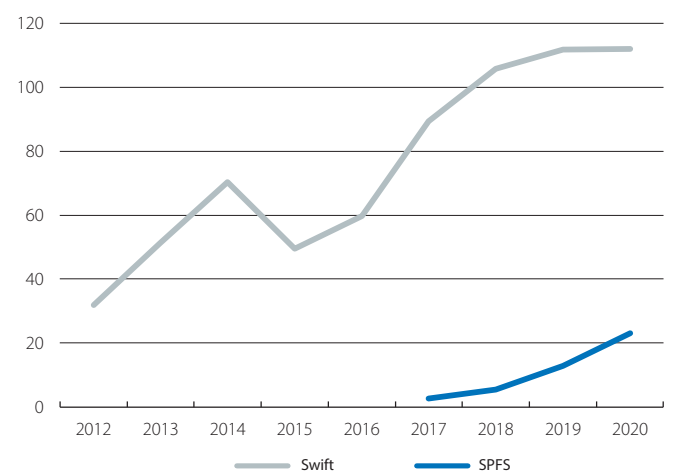
En definitiva, el aumento del riesgo geopolítico va a suponer un nuevo shock sobre la economía internacional cuando empezábamos a ver la luz al final del túnel en la evolución de la pandemia. Es demasiado pronto para estimar los efectos sobre las principales variables económicas y financieras, pero el aumento de la incertidumbre y la volatilidad que veremos en el comportamiento de los precios energéticos obligará a responder a la política económica para intentar minimizar los efectos de la enésima perturbación sobre el ciclo internacional en los últimos años.

Composición de reservas del banco central ruso (% del total)



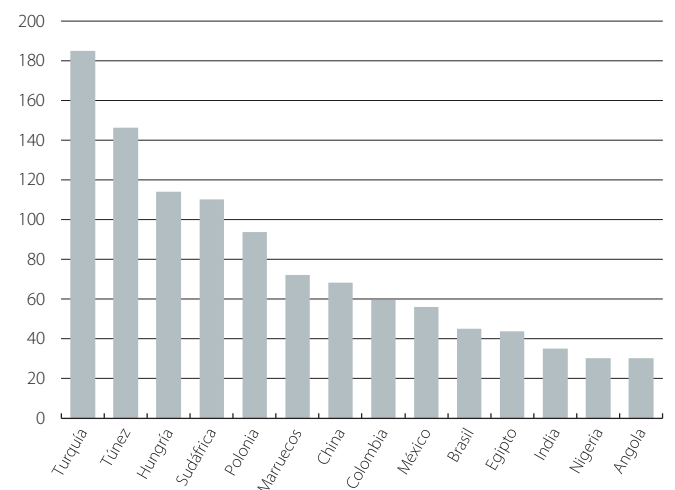
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

Órdenes de pago en el mercado ruso (Millones)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

Índice de vulnerabilidad externa * (%)



Nota: * Necesidades de divisa a corto plazo respecto al nivel de divisas. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Moody's.