

El conflicte Rússia-Ucraïna, el nou «cigne negre» del 2022

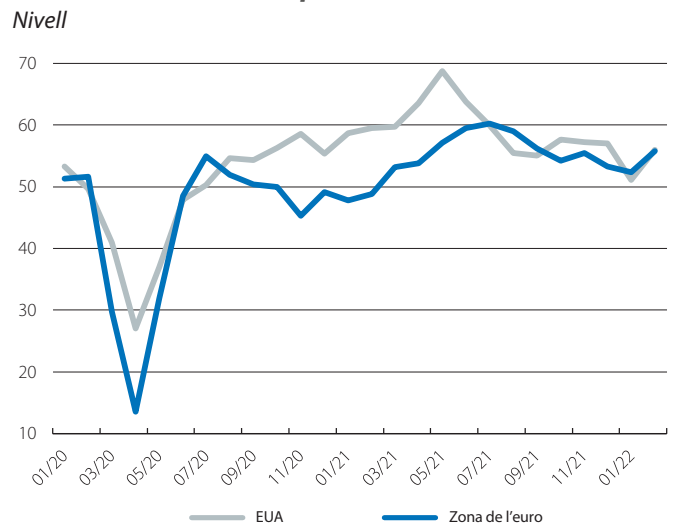
La invasió d'Ucraïna per l'exèrcit rus tindrà importants efectes sobre els escenaris econòmic i financer. L'economia mundial començava a confiar que la «gripalització» de la COVID pogués ser una realitat en els propers mesos. Això es reflectia en la millora substancial registrada pels principals indicadors de confiança empresarial i de les llars al gener i al febrer, que apuntaven a una part central de l'any amb ritmes de creixement força robustos i en què les distorsions de les cadenes globals començarien, lentament, a corregir-se. Els agents estaven més preocupats per l'evolució de la inflació i com aquesta podia afectar el full de ruta dels principals bancs centrals.

No obstant això, la decisió de Putin, el 22 de febrer, de reconèixer la independència de les regions separatistes de l'est d'Ucraïna (Donetsk i Lugansk) ha estat un punt d'inflexió en l'escenari considerat. Els esdeveniments es van precipitar en l'última setmana de febrer, i, finalment, s'ha materialitzat el pitjor dels escenaris possibles: un conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna. Els grans interrogants que s'obren ara serien, d'una banda, la durada del conflicte i els seus efectes sobre la confiança i els preus de l'energia i, de l'altra, l'impacte de les sancions a Rússia.

Un dels principals canals d'impacte serà a través de l'encariment de les primeres matèries. La capacitat de Rússia per afectar l'economia mundial no rau en la seva dimensió (amb prou feines supera Itàlia i, a més a més, és una economia força tancada), sinó en el seu paper com a principal productor d'algunes primeres matèries claus. A més a més, aquest nou xoc es produeix quan encara no s'havia normalitzat el funcionament de les cadenes globals d'oferta després de la irrupció de la COVID, la qual cosa agreujarà els problemes d'oferta que està patint una part important del teixit industrial. L'impacte serà asimètric i especialment important per a Europa, ja que Rússia és el cinquè major soci comercial de la regió, i, en concret, per a Alemanya, un dels països més exposats al canal comercial, perquè destina el 2,0% de les exportacions a Rússia, al voltant del 0,6% del seu valor afegit brut (VAB).

Europa, de les regions més penalitzades per l'elevada dependència energètica de Rússia. La regió té una alta dependència de combustibles fòssils en general i dels procedents de Rússia en particular. Segons el BCE, gairebé el 80% de l'energia que es consumeix a la zona de l'euro correspon a gas i a petroli. A més a més, de Rússia procedeix gairebé el 46% del gas que importa la regió, amb uns inventaris que es troben en nivells gairebé el 30% inferiors a la mitjana del febrer dels 10 últims anys. Això deixa el continent en una situació força vulnerable si Rússia decideix retallar el subministrament. Segons les estimacions del BCE, una reducció del 10% en l'oferta de gas provocaria una disminució de 0,7 p. p. en el VAB de la zona de l'euro. Per països, Alemanya seria el més afectat, ja que gai-

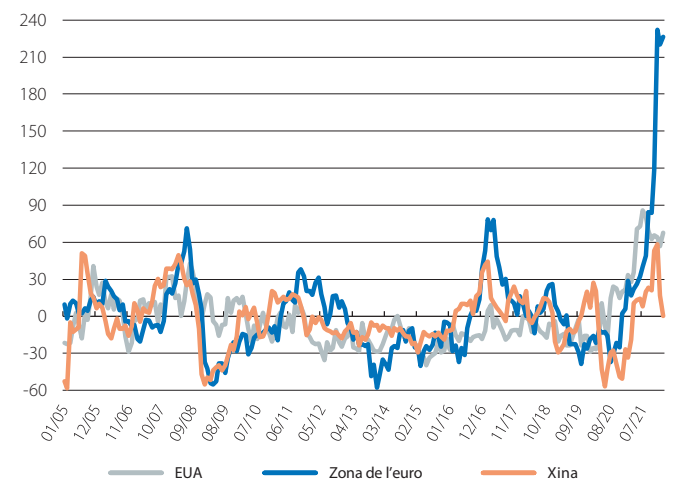
Índex de sentiment empresarial (PMI)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de PMI Markit (via Refinitiv).

Índex de sorpreses sobre la inflació

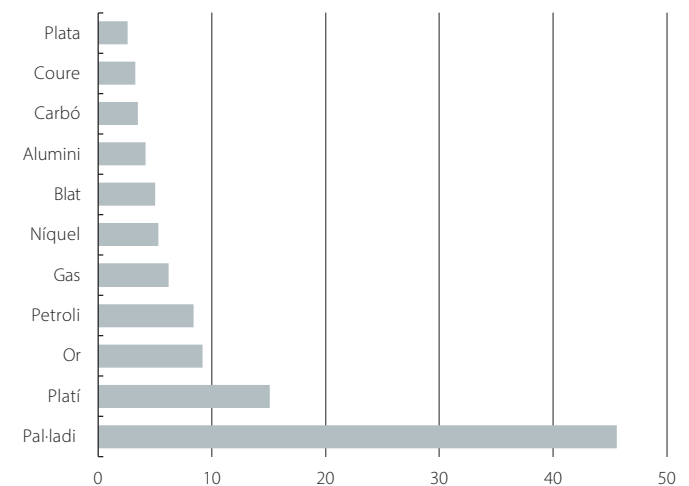
(Desviació en relació amb el que s'esperava)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

Rússia: producció de primeres matèries

(% de la producció mundial)



Font: CaixaBank Research, a partir de diverses fonts.

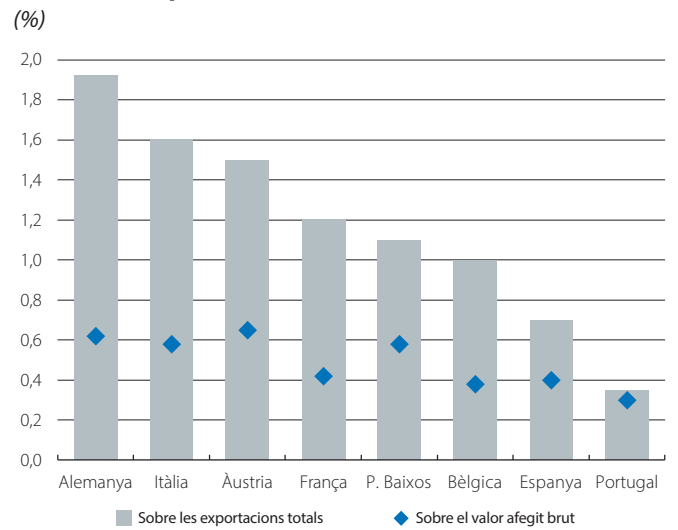
rebé el 65% de les seves importacions de gas procedeixen de Rússia. Tenint en compte que, ja abans de l'esclat del conflicte bèl·lic, es descomptava un 1T 2022 molt feble i, fins i tot, una nova caiguda de l'activitat, l'escenari és especialment complex per a Alemanya. En conseqüència, els riscos per a la zona de l'euro se centren a la baixa en creixement i a l'alça per a la inflació. Tot i que encara és massa aviat per quantificar la magnitud d'aquestes revisions, en una primera anàlisi de sensibilitat estimariem un efecte superior a 1 p. p. en el cas del creixement de la zona de l'euro el 2022.

Rússia s'enfronta a dures sancions per l'atac a Ucraïna, tot i que la política de sancions no és nova per a Rússia, perquè encara continua afrontant algunes de les sancions aplicades després de l'annexió de Crimea el 2014. L'FMI va estimar que aquestes mesures van restar 0,2 p. p. al creixement rus anual durant el 2014-2018, i a això caldria afegir l'impacte negatiu del fort abaratiment del cru en aquest període (va poder restar uns altres 0,6 p. p. addicionals a l'any). En l'actualitat, l'escalada bèl·lica iniciada per Rússia contra Ucraïna ha provocat que les principals potències occidentals hagin imposat una nova ronda de fortes sancions, que, segons algunes estimacions, podria retallar el 5,0% el PIB rus. A grans trets, les sancions adoptades, a més d'afectar de forma directa el patrimoni i la riquesa de Putin i d'altres oligarques russos, tanquen l'accés de Rússia als mercats internacionals de finançament, limiten la utilització de les reserves acumulades pel banc central i afecten l'activitat de gairebé el 70% del sector financer del país.

Entre les sancions a Rússia, cal destacar l'estratègia que s'adoptarà contra el seu banc central. Des de la invasió de Crimea el 2014, Rússia ha acumulat un volum de reserves superior als 600.000 milions de dòlars (gairebé el 40% del seu PIB). La UE, els EUA, el Regne Unit i el Canadà han decidit «paralitzar els actius del banc central» per limitar la seva capacitat de defensa del ruble i per evitar la utilització d'aquests fons per compensar l'impacte de les sancions aprovades. L'efectivitat potencial d'aquesta mesura es posa de manifest quan s'analitza la composició de les reserves. Gairebé 160.000 milions de dòlars corresponen a or (guardat dins el país) i uns 90.000 milions a iuans. No obstant això, les reserves denominades en divises dels països que s'han sumat a les sancions representen gairebé el 60% del total.

Una bona part del sistema financer rus serà desconnectat del sistema Swift. Després d'un intens debat, s'ha decidit excloure una sèrie de bancs russos del sistema de pagaments internacional Swift (connecta més d'11.000 institucions financeres del món). És cert que Rússia està treballant en el seu propi sistema de pagaments des del 2014 (l'SPFS), però engloba només unes 400 entitats, la majoria russes, de manera que el volum d'ordres que transmet és reduït. Per tant, les entitats que es vegin excloses del sistema Swift no podran intermediar els fluxos de fons des de l'exterior del país, la qual cosa és un cop dur per al sector exportador rus.

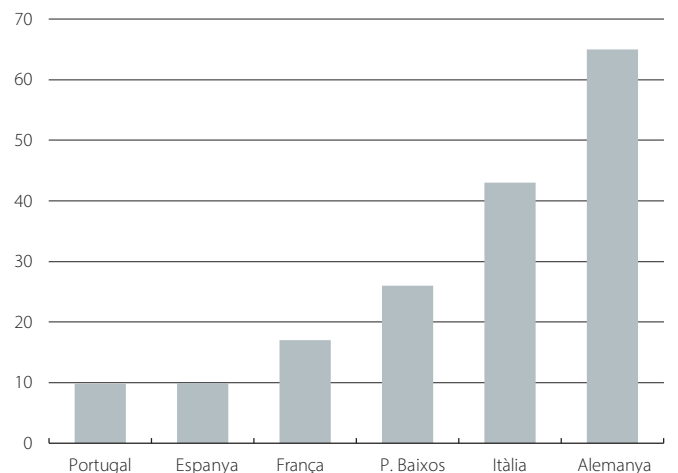
Pes de les exportacions a Rússia



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics.

Dependència del gas rus

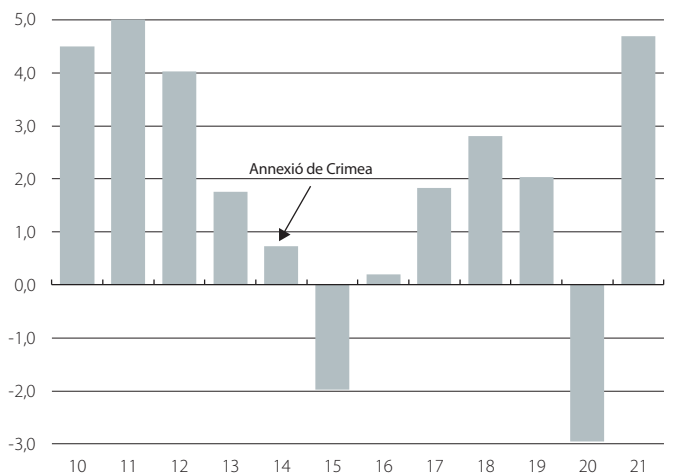
(% de gas rus sobre les importacions totals de gas)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics.

Rússia: PIB

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

Per tant, l'amplitud i la duresa de les mesures posades en marxa contra Rússia limiten els intercanvis comercials amb la resta del món, restringeixen al màxim el funcionament del canal financer, drenen una bona part de la liquiditat i poden acabar provocant una espiral de preus i una forta depreciació del ruble, que acabarà amb la imposició de controls de capitals i amb una recessió. No hi ha precedents de sancions tan importants en els últims anys, amb l'excepció de l'Iran i de Corea del Nord.

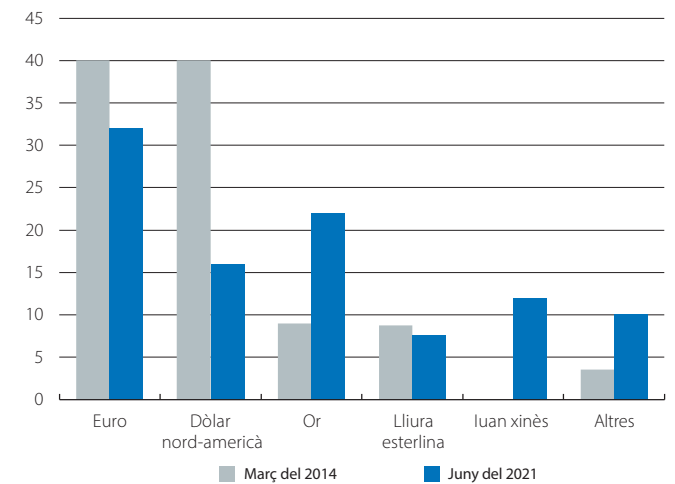
Impacte desigual d'aquest nou escenari sobre les economies emergents. La majoria de les economies emergents van pujar els tipus d'interès amb més o menys intensitat durant el 2021 per tractar de frenar l'avanç de la inflació. D'aquesta manera, van ampliar els graus de llibertat de la política econòmica per respondre a possibles sorpreses en l'escenari econòmic. Així i tot, cal ser conscients que, en el context actual d'augment de la incertesa i de pujades dels preus de les primeres matèries, l'impacte serà força desigual per economies.

En primer lloc, la localització geogràfica dels emergents serà determinant. Les economies de l'est d'Europa seran les més afectades. Un exemple del contagi que ja s'està estenent a la regió el trobem en el comunicat del BCE en què fa referència al fet que la filial europea del banc rus Sberbank i les seves dues filials a Croàcia i a Eslovènia estan en fallida o és probable que ho estiguin aviat a causa del deteriorament de la seva situació de liquiditat.

En segon lloc, l'estructura econòmica dels emergents també serà important en el grau d'impacte. Així, les economies exportadores de primeres matèries amb una posició excedentària en les seves balances per compte corrent seran les més beneficiades per la pujada que ja han acumulat les cotitzacions de les principals *commodities*. En canvi, les economies importadores de primeres matèries, que, tradicionalment, presenten dèficit en les balances per compte corrent, seran les més vulnerables i les que més difícil tinguin la resposta de política econòmica al nou escenari. Així mateix, la regió en conflicte és coneguda com el «graner d'Europa»: el blat de Rússia i d'Ucraïna proveeix el nord d'Àfrica, l'Àfrica subsahariana, l'Orient Mitjà i el sud-est asiàtic. Aquestes regions engloben economies amb rendes molt baixes, de manera que la forta pujada que mostrarà aquest bé de primera necessitat (ens apropem a un 80% des que ha començat l'any) pot alimentar tensions socials. Finalment, en el context actual d'elevada incertesa, podem assistir a una sortida de capitals de les economies emergents cap a destinacions més «segures», la qual cosa pot desestabilitzar les economies més vulnerables.

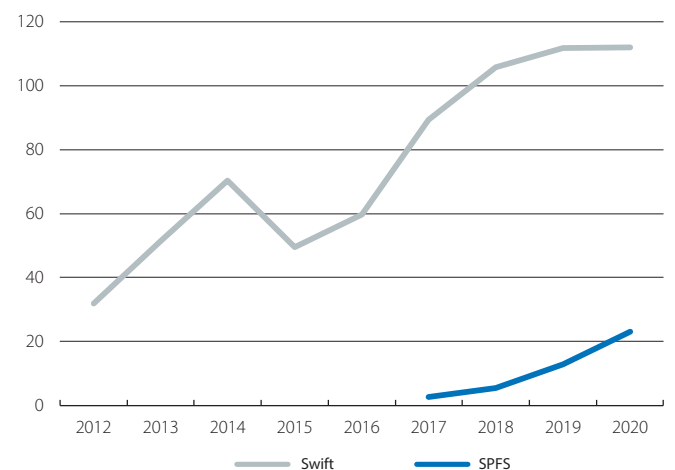
En definitiva, l'augment del risc geopolític serà un nou xoc per a l'economia internacional quan començàvem a veure la llum al final del túnel en l'evolució de la pandèmia. És massa aviat per estimar els efectes sobre les principals variables econòmiques i financeres, però l'augment de la incertesa i de la volatilitat que veurem en el comportament dels preus energètics obligarà a respondre la política econòmica per intentar minimitzar els efectes de l'enèsima perturbació sobre el cicle internacional en els últims anys.

Composició de les reserves del banc central rus (% del total)



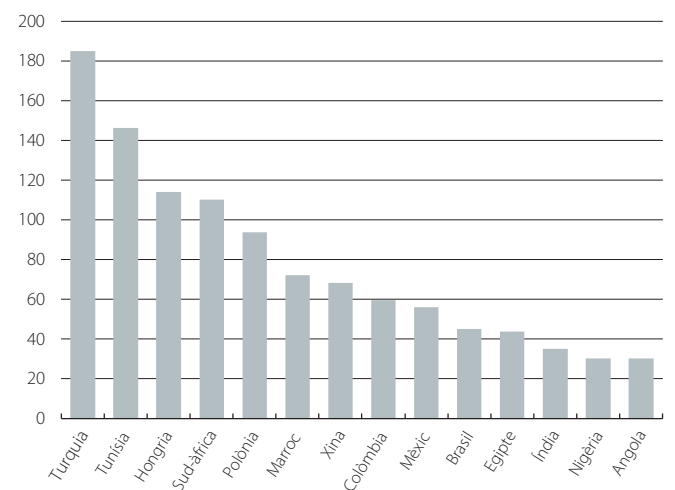
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'If.

Ordres de pagament al mercat rus (Milions)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'If.

Índex de vulnerabilitat externa * (%)



Nota: * Necessitats de divisa a curt termini en relació amb el nivell de divises.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Moody's.