

Recuadro 1
EL CONFLICTO ENTRE RUSIA Y UCRANIA: CANALES DE TRANSMISIÓN
SOBRE LA ECONOMÍA GLOBAL

El conflicto entre Rusia y Ucrania implica una serie de impactos sobre los mercados globales que dependerán de la duración de dicho conflicto. En primer lugar, existen impactos directos asociados a interrupciones en los flujos de comercio de bienes producidos por esos países (principalmente energía y granos) que han generado presiones al alza en las cotizaciones internacionales. En el caso de los alimentos, hacia el cierre del presente reporte, Ucrania y Rusia han limitado sus exportaciones de alimentos y, adicionalmente, han prohibido las exportaciones de fertilizantes. Estas presiones pueden prolongarse, incluso una vez concluido el conflicto, debido a daños en la infraestructura (en particular en Ucrania) y a dificultades en la producción y en el comercio internacional a raíz de las sanciones comerciales y financieras. Presiones similares se han observado en el precio de la energía, más aún en un contexto donde la oferta de los países productores de la OPEP ha crecido por debajo de lo previsto. Asimismo, la participación de Rusia en otros productos—paladio, platino, níquel, oro, aluminio y cobre refinado, entre otros—podrían acentuar los problemas existentes en la cadena global de suministros, en particular si las sanciones contra Rusia persisten por un tiempo prolongado.

A consecuencia de estos choques, las presiones inflacionarias permanecerían altas más allá de lo previsto en el anterior reporte. Respecto al crecimiento, el impacto se daría a través de los mayores costos de la energía y los alimentos, las disrupciones en las cadenas de suministros, el impacto de la inflación sobre la capacidad adquisitiva de los consumidores y el deterioro de la confianza de los inversionistas. Aparte de Rusia y Ucrania, el mayor impacto se prevé en las principales economías de Europa, dado los vínculos comerciales (en particular la fuerte dependencia de energía).

Por el lado financiero, como en similares episodios de incertidumbre, se registra un incremento en la aversión global al riesgo que puede llevar a la liquidación de activos de economías emergentes y a la búsqueda de activos percibidos como libres de riesgo. Ello genera mayores presiones en aquellas economías emergentes que enfrentan una mayor vulnerabilidad externa (asociada a elevados déficits en cuenta corriente, alta deuda externa o débil posición de reservas internacionales).

Los impactos directos: el mercado de energía

A raíz del conflicto entre Rusia y Ucrania, se han incrementado los temores sobre nuevos choques de oferta en los mercados de *commodities*. Dos son los grupos más sensibles: la energía y los alimentos.

PARTICIPACIÓN DE RUSIA EN LA PRODUCCIÓN MUNDIAL DE COMMODITIES
 (En porcentaje)

	2018	2019	2020
Petróleo	12,2	12,3	12,1
Gas natural	17,4	17,1	16,6
Carbón	5,6	5,5	5,2
Cobre	4,3	4,3	4,3
Aluminio	5,9	6,2	6,1
Níquel	6,8	6,3	6,1
Zinc	1,9	1,5	1,5
Oro	8,1	9,1	9,5
Plata	5,1	5,3	5,4
Platino	10,8	11,7	14,1
Paladio	39,4	41,0	43,9
Trigo	9,8	9,7	11,0

Fuente: JP Morgan.

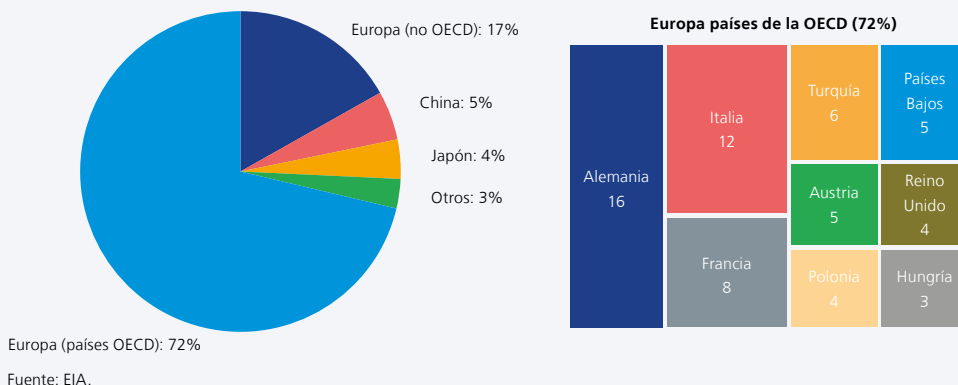


En el caso de la **energía**, Rusia es un productor importante de **gas natural, petróleo y carbón** con participaciones de 17, 12 y 5 por ciento. Las actividades productivas y comerciales se han visto afectadas por sanciones directas, como en el caso del gas, o en forma indirecta a través de las sanciones impuestas a Rusia que podrían generar dificultades en el proceso productivo, en las operaciones logísticas o en las transacciones comerciales con el exterior (que, eventualmente, podrían ser parcialmente compensadas a través del redireccionamiento hacia terceros mercados). Los impactos sobre la producción y exportación de estos bienes se darían en mercados que ya enfrentan un balance oferta y demanda ajustado.

En el caso particular del **gas**, Alemania postergó la certificación y Estados Unidos anunció sanciones a la empresa operadora Nord Stream 2 AG, empresa encargada de transportar directamente el gas desde Rusia hacia Alemania, a través de un gasoducto construido bajo el mar. Cabe señalar que aproximadamente el 40 por ciento del gas que consume la Unión Europea proviene de Rusia. A su vez, Europa representa para Rusia la mayor parte del mercado con una participación de 89 por ciento (dado el tamaño del mercado europeo y su proximidad geográfica). Según datos para 2020, el 16 por ciento de las exportaciones rusas de gas se orientó a Alemania, el 12 por ciento a Italia y el 8 por ciento a Francia. China sólo representó el 5 por ciento.

EXPORTACIONES DE GAS NATURAL RUSO POR DESTINO

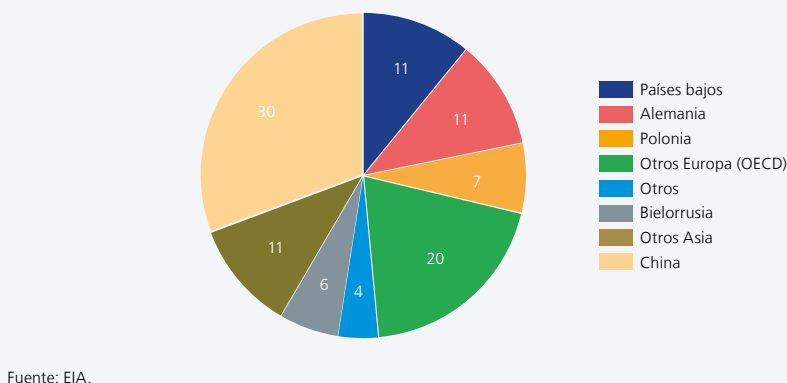
(En porcentaje)



La dependencia del mercado europeo es menor en el caso del petróleo y sus productos condensados. Las exportaciones rusas de este producto se dirigen en un 30 por ciento a China, participación mayor a la de Alemania y Países Bajos (11 por ciento). Sin embargo, como bloque, la Unión Europea sigue siendo el socio más importante con cerca de la mitad del mercado.

EXPORTACIONES RUSAS DE PETRÓLEO POR DESTINO

(En porcentaje)



El mercado de alimentos

En el caso de los alimentos, el maíz y el trigo constituyen los productos más sensibles. Ucrania y Rusia representan el 25 por ciento de la producción global de **trigo** y el 28 por ciento del comercio global. Existe una alta probabilidad de que el conflicto entre Rusia y Ucrania ocasione una interrupción significativa en la producción o en el comercio de estos países y afecte el balance oferta y demanda global.

En el caso del **trigo**, el mayor riesgo radica en la proximidad del inicio de la siembra del **trigo de primavera** que se inicia en el mes de abril. En el caso de Ucrania habría un impacto directo sobre la siembra por la ubicación geográfica de las zonas productoras (directamente afectadas por el conflicto), por la escasez de mano de obra y por falta de insumos (en particular fertilizantes). En el caso de Rusia, la siembra podría verse perjudicada por la incertidumbre sobre el acceso efectivo a mercados de exportación y sobre la disponibilidad oportuna de insumos (como algunos fertilizantes y pesticidas).

En el caso del **trigo de invierno**, cuya siembra finalizó en diciembre 2021 y cuyas cosechas empezarían en mayo y se concentraría en los meses de junio y julio, existe el riesgo de que la producción que entre al mercado encuentre dificultades por el deterioro de infraestructura (canales, carreteras y puertos). En el caso del **maíz**, al igual que el trigo, el mayor riesgo radica en la proximidad del inicio de la siembra en Ucrania (que se inicia en marzo y concentra en abril y mayo). Ucrania representa alrededor del 15 por ciento del total de las exportaciones mundiales de este producto.

Las sanciones a Rusia y potenciales impactos sobre la cadena de suministros

A raíz del agravamiento del conflicto, se han introducido una serie de restricciones comerciales y financieras que afectan el normal desempeño de bancos, compañías y empresarios rusos.

Ello podría afectar a empresas rusas tanto productoras de materias primas como de productos manufacturados. Incluso en algunos productos como el petróleo, excluido de las sanciones, los importadores de petróleo ruso presentan dificultades para realizar pagos, temen que problemas logísticos retrasen o impiden envíos o encuentran dificultades para conseguir financiamiento o coberturas de seguros. Estos obstáculos pueden llevar a los compradores a cambiar a proveedores generando mayores presiones sobre la provisión oportuna de estos bienes¹.

Medidas comerciales adoptadas contra Rusia

- Postergación de certificación del gasoducto ruso Nord Stream 2 por parte de Alemania.
- Cierre del espacio aéreo a vuelos rusos por parte de los países del G7, Finlandia, Suiza y Singapur.
- Suspensión de envíos desde y hacia Rusia por parte de las Navieras (Mersk y MSC).
- Cierre de participación y de negocios con empresas rusas de las empresas petroleras (BP, Shell y Equinor).
- Suspensión de financiamiento a operaciones de materias primas con Rusia (Société Générale, Credit Suisse e ING).
- Prohibición por parte de Estados Unidos, de importaciones de petróleo y sus derivados, gas y carbón desde Rusia. Similar medida ha sido adoptada por Reino Unido, pero sólo para el caso del petróleo.
- Bloqueo de exportaciones de tecnología rusa hacia Estados Unidos (semiconductores, seguridad de encriptación, láseres, sensores, navegación, aviónica y tecnologías marítimas).

Medidas financieras adoptadas contra Rusia

- Inmovilización de los activos en divisas del Banco Central de Rusia (CBR). Medida afectaría al 82% de las reservas rusas, excluido el oro.
- Exclusión de 7 bancos rusos de la red de mensajería financiera SWIFT. Sberbank y Gazprombank, los mayores canales de pago de exportaciones rusas de petróleo y gas, fueron excluidos de la medida.
- Veto de cualquier tipo de financiamiento occidental que se aplicará a nuevos bonos rusos emitidos después de 1 de marzo.
- Restricción del uso de tarjetas en bancos rusos por parte de operadores de crédito (Visa y Mastercard).
- Eliminación de 61 empresas rusas de sus índices de activos (Stoxx)
- Inclusión de bancos y empresarios rusos en la lista SDN (Specially Designated Nationals List), con lo que se prohíbe transacciones con ellos y se bloquea sus activos en EUA.
- Eliminación de todo activo ruso en propiedad del fondo soberano noruego.
- Impedimento a Sberbank de realizar pagos en libras esterlinas. Congelamiento de activos a varios bancos rusos.
- Sanciones a otros 14 empresarios rusos, suspensión de relaciones con el BC de Bielorrusia y otros tres bancos comerciales de ese país (medidas adoptadas por parte de la Unión Europea).

1 The Economist, 5-mar-2022, "How Europe's commodities traders took a gamble too far on Putin's regime"



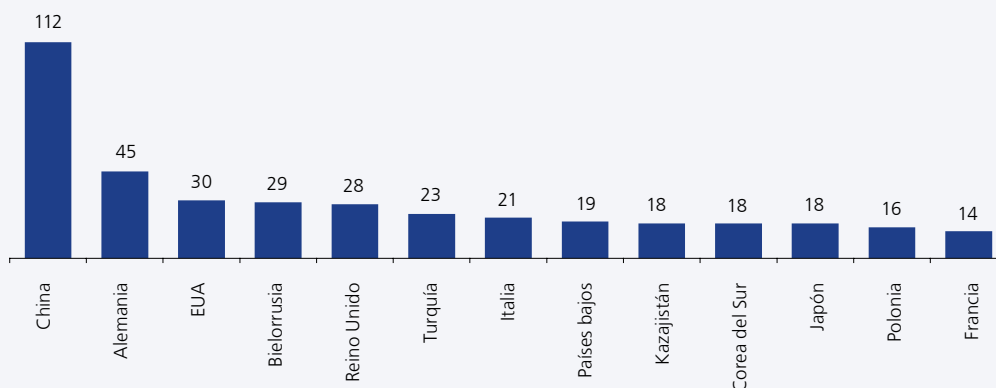
A pesar del bajo peso de Rusia dentro del comercio mundial (1,9 por ciento), problemas similares en la cadena de suministros podrían ser significativos en varias actividades. Rusia es el principal productor de paladio (44 por ciento de la producción mundial y 38 por ciento del comercio global). También tiene una participación en el comercio mundial de platino (14 por ciento) y del níquel (13 por ciento), así como una participación cercana al 10 por ciento en los mercados de oro, platino, aluminio y cobre refinado.

Por ejemplo, de interrumpirse la producción de paladio, una serie de industrias (joyería, aparatos y dispositivos médicos, contactos eléctricos y relojería, entre otros) podrían verse seriamente afectados por la fuerte participación de Rusia en ese mercado. Similar situación podría darse en el caso de fertilizantes (Rusia es el segundo productor mundial de amoníaco, urea y potasio y el quinto mayor productor de fosfatos procesados), de aluminio (Rusia es el mayor exportador de aluminio primario) y de aceite de girasol (donde Rusia es el primer exportador a nivel global).

Ello acentuaría los problemas en la cadena de suministro que surgieron a raíz de la pandemia y que generan, simultáneamente, presiones al alza en los precios y presiones recesivas sobre la actividad económica global.

COMERCIO CON RUSIA POR PAISES (2020)

(Exportaciones más importaciones, en miles de millones de US\$)



Los cambios en la aversión al riesgo global

El conflicto ha llevado a un aumento en la aversión global al riesgo. En este contexto, los agentes económicos tienden a demandar más activos libres de riesgo (bonos del tesoro de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas y oro, entre otros) y a liquidar activos considerados de mayor riesgo relativo (como acciones y bonos soberanos de economías emergentes, entre otros).

En episodios similares, las economías emergentes han experimentado menores entradas de capitales (tanto en los mercados de renta variable como de renta fija), han visto depreciarse su moneda y han enfrentado condiciones menos favorables en el financiamiento externo. En esas oportunidades, los mayores impactos se han dado en economías que enfrentaban desequilibrios en sus cuentas externas o débil posición fiscal, entre otros fundamentos macroeconómicos.

Sin embargo, en el presente episodio, las presiones depreciatorias sobre las monedas de la región se han visto aminoradas por la elevación casi generalizada en el precio de los *commodities*. A diferencia de otros episodios de mayor aversión global al riesgo, donde los precios de los *commodities* mostraron

fuertes presiones a la baja, en esta oportunidad los precios de los *commodities* muestran una tendencia contraria: las preocupaciones se han centrado más en un agravamiento de los choques de la oferta que en la caída de la demanda producto de un menor crecimiento global.

Los cambios en el crecimiento e inflación globales

A través de los canales de transmisión señalados anteriormente, los choques de oferta persistirían más allá de lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre. Por un lado, estos choques reforzarían las presiones al alza en la inflación y, por otro, podrían acentuar la desaceleración que observaba la economía mundial en los primeros meses del año.

- a. Respecto a la inflación, como se ha señalado en el presente Reporte, las **presiones inflacionarias** se han acentuado en los últimos meses. Las tensiones bélicas refuerzan y dotan de mayor persistencia a muchos de los factores que explican esta tendencia al alza como son el alza en el precio de los alimentos y de la energía y los problemas en la cadena de suministros. De acuerdo con el FMI, los choques de oferta, en particular los asociados a la cadena de suministro, habría tenido aproximadamente un impacto 1 punto porcentual en la inflación de 2021. Cabe señalar que los rubros directamente afectados por el alza de alimentos y energía (comida dentro del hogar, energía y transporte) tienen un peso importante dentro de la canasta del consumidor.

PARTICIPACIÓN DE LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA EN LA CANASTA DEL CONSUMIDOR

	Estados Unidos	Eurozona	Reino Unido	Perú
Alimentos dentro del hogar	7,2 1/	5,0 2/	10,4 1/	24,5
Energía	7,4	10,9	3,6	4,8
Transporte	5,6	6,6	7,0 3/	9,1

1/ Comida dentro del hogar excluyendo bebidas.

2/ Comida no procesada.

3/ Incluye gasto de transporte más y gastos de mantenimiento de equipo de transporte.

Fuente: Institutos nacionales de estadística.

- b. Por el lado del **crecimiento**, las tensiones geopolíticas se han traducido en una mayor persistencia de los choques negativos de oferta que han venido afectando a la economía global y que, de acuerdo con estimados del FMI señalados anteriormente, han supuesto un impacto de aproximadamente entre 0,5 y 1,0 punto porcentual de menor crecimiento en 2021. Asimismo, se registraría una disminución mayor en el poder adquisitivo de los consumidores a raíz de la mayor inflación considerando, como se ha mencionado, el peso que tiene el consumo de energía y alimentos en la canasta del consumidor. Por último, una caída en la confianza de los consumidores e inversionistas que afectan las perspectivas de crecimiento más allá del corto plazo.

A nivel de bloques económicos las mayores revisiones a la baja en el crecimiento se registran en Europa, dado sus mayores vínculos comerciales con Rusia, en particular por la mayor dependencia de energía. A nivel de actividades específicas, aquellas intensivas en el uso de energía son las más sensibles como es el caso de las refinerías, las empresas de fertilizantes, la industria química y de papel, entre otras. En el caso de las economías emergentes, las mayores revisiones a la baja en el crecimiento corresponden a aquellas importadoras de *commodities* y a aquellas que enfrentarán la actual coyuntura internacional con débiles fundamentos macroeconómicos.

