

Conseqüències econòmiques de la invasió russa a Ucraïna

4 de març de 2022

La crisi a Ucraïna està tornant a posar de nou els riscos geopolítics en el radar dels mercats financers. L'entorn d'inversió, que ja per si mateix era incert, s'ha convertit en més complicat, si fos possible, amb una visibilitat molt escassa.

Malgrat que les crisis militars i geopolítiques solen tenir una durada curta pel que fa a intensitat en les cotitzacions dels actius, les condicions actuals de restricció de l'oferta i colls d'ampolla en les cadenes d'aprovisionament a causa dels efectes de la pandèmia canvien sensiblement l'escenari de partida. Per això, la principal problemàtica del mercat, que encara és el control dels nivells de preus a escala general, amb tota probabilitat s'estendrà en el temps des d'un escenari central previ de desacceleració durant la segona part de 2022. En altres paraules, el terme "stagflation", que fa referència en anglès a períodes en què el creixement econòmic és limitat i els nivells de preus es mantenen elevats, fet que genera fortes ineficiències en el teixit productiu, és el nostre pa de cada dia. De produir-s'hi aquest escenari, la posició dels bancs centrals, principal punt de suport de les economies en darrer terme, es torna més complexa, ja que han de decidir entre dinamitzar l'activitat econòmica a través de polítiques monetàries laxes o provar de tenir les inflacions a ratlla a través de l'enduriment monetari.

Per tractar de comprendre què pot passar en l'àmbit econòmic, és clau entendre quines poden ser les conseqüències per a Rússia derivades del conflicte ucraïnès en clau econòmica. Per això, hem tractat d'enumerar les principals sancions que, fins ara, els països del G7 estan adoptant amb Rússia, amb l'objectiu d'analitzar la magnitud de les conseqüències i les seves principals implicacions sobre els mercats financers i el preu dels actius.

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)

Rússia ha estat desconnectada de la plataforma internacional de pagaments interbancaris SWIFT. L'esmentada desconexió serà gradual en el temps. La mesura no s'imposa a totes les entitats. De moment, Sberbank i Gazprombank n'estan exemptes precisament per mantenir un canal obert per a les transaccions comercials energètiques amb la UE.

Aquesta mesura és, potser, una de les de més impacte en l'àmbit financer, ja que suposa un autèntic cop a la infraestructura financera russa en tant que s'elimina la seva capacitat de canalitzar el flux de diners bancari fora del país.

Aquesta mesura ja havia estat descartada en episodis bèl·lics anteriors, com l'annexió de Crimea el 2014, per la magnitud de les seves conseqüències no només per a Rússia, sinó també per a les contraparts comercials.

La falta d'infraestructura suposarà greus ineficiències en els moviments interbancaris, principalment per l'absència de seguretat en les transaccions. I no només es delimita a les transaccions internacionals, ja que es calcula que en fins a un 70 % de les transaccions bancàries locals russes s'utilitza aquest mecanisme. El sistema SWIFT té una quota de mercat superior al 50 % i s'hi intercanvien més de 40 milions de missatges diaris. Si bé Rússia pot treballar en futures vies d'escapament, com ara el sistema propi desenvolupat per la Xina, el cas és que no serà una tasca ni fàcil ni ràpida.

Però quin és l'impacte real per a les entitats bancàries europees? Tenint en compte que el sistema bancari està interconnectat globalment i que, a més, existeixen certes entitats amb una exposició significativa a Rússia en els seus llibres de préstecs, el potencial de pèrdues en entitats europees és important però manejable. A més, la capacitat de finançament d'aquestes entitats europees en el mercat interbancari continua oberta, així com l'obtenció tradicional de recursos, per exemple, a través de comptes corrents i dipòsits.

Finalment, les posicions de solvència i liquiditat bancàries encara són còmodes després d'anys d'esforç i gràcies als tallafocs dissenyats pels organismes reguladors durant la gran crisi financera i la crisi sobirana. A més, els bancs centrals mantenen certa capacitat operativa per actuar en cas necessari a través de mesures de caràcter heterodox, per la qual cosa es podria concloure que, amb els paquets de sancions actuals, l'estabilitat financera de la UE sembla estar sota control.

Mercat de capitals

Restricció a l'accés de capitals. Combinació d'iniciatives amb l'objectiu de minar l'accés al capital estranger per part de les organitzacions russes a través dels mercats de capitals. Així, la majoria d'accions es troben restringides per a la seva operativa i la majoria d'índexs representatius, com, per exemple, MSCI o FTSE Russell, han catalogat les accions russes com a no invertibles. Aquesta iniciativa se superposa amb el tancament de la borsa nacional russa *sine die*.

En aquest sentit, les accions GDR (Global Depositary Receipts) i ADR (American Depositary Receipts), que bàsicament es componen de certificats emesos de manera privada entre les companyies i els bancs dipositaris internacionals per permetre la cotització en mercats públics d'accions internacionals, es troben tancades fins un altre avís, fet que ha suposat la destrucció de fins a un 98 % del seu valor en només dues setmanes. Com a exemple, Sberbank, el banc rus més gran que cotitzava a la Borsa de Londres, ha passat de tenir un valor d'uns 85.000 milions de USD al tancament de 2021 a un valor de 244 milions de USD abans de ser suspès de cotització dijous passat.

Paral·lelament, i encara que el pes de Rússia dins dels índexs globals i carteres és molt limitat, els inversors estrangers amb exposició a companyies cotitzades russes s'estan trobant en un carreró sense sortida, amb les accions locals i internacionals suspeses de cotització, fet que a la pràctica suposa teòricament haver de fer una provisió del valor d'aquestes participacions a 0. Per això, molts fons d'inversió i ETF amb forta exposició a Europa de l'Est i Rússia estan anunciant el tancament de les estratègies davant de la impossibilitat de fer front a la sortida dels inversors, fluxos que s'estima que superin els 40.000 milions de USD.

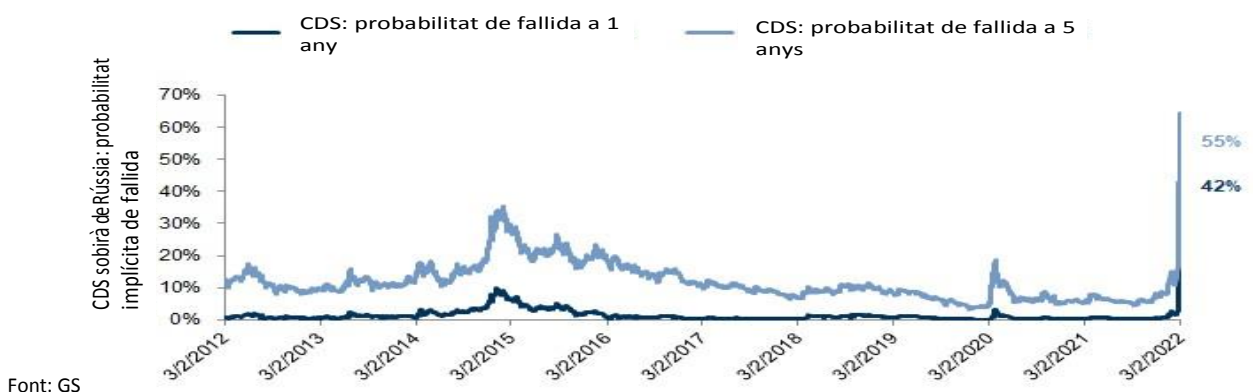
Desinversió estrangera amb operacions locals

Tenint en compte l'extremisme de la situació, les corporacions internacionals estan començant a anunciar la retirada de les seves operacions del sòl rus. Com a exemples, algunes de les grans companyies internacionals, com ara Apple, Google, Nike, Ford o Adidas, ja han anunciat que deixaran d'operar en el país. Addicionalment, algunes grans companyies petrolieres europees, com ara BP o Total, les quals tenen interessos estratègics a través de les participacions en companyies energètiques estatals russes, ja han anunciat el seu interès a desinvertir en les esmentades participacions.

No obstant això, a diferència de les companyies amb operacions pròpies, aquestes s'enfronten a un problema afegit: el Govern rus ha prohibit qualsevol involucració de corporacions locals en operacions corporatives amb entitats estrangeres, la qual cosa *de facto* restringeix, en el dia d'avui, la possibilitat de trobar qualsevol tipus de comprador que permeti les desinversions.

Rebaixa de la qualificació creditícia

També en aquesta línia d'aïllament internacional, les principals agències de qualificació creditícia, com ara Moody's o Fitch, han rebaixat la qualificació del deute rus fins a grau especulatiu (bo porqueria), fet que dificulta alguns inversors a accedir a la inversió via deute, encarint el seu cost per al país rus. Amb una economia en plena recessió i la limitació de les exportacions, els ingressos es veuran materialment reduïts, mentre que, pel costat de la despesa, la factura de defensa, juntament amb l'increment del cost del servei del deute i la impossibilitat d'acudir als mercats de capitals, suposarà una autèntica clatellada per a les finances del país. Mostra d'això es pot observar en el fort repunt dels CDS (Credit Default Swaps o contractes de cobertura de crèdit), els quals han començat a cotitzar un augment significatiu de la probabilitat implícita de fallida del país i s'han situat per moments per sobre del 50 %.



Altres sancions

Amb la idea de desestabilitzar políticament el règim rus, el món occidental s'ha consensuat per aplicar dures sancions als oligarques russos, els quals solen estar prop del president tant econòmicament com políticament. Així, els actius internacionals d'alguns dels empresaris més importants s'estan retenint i, encara que el Regne Unit no està sent tan estricte com la resta de països de la UE (el Regne Unit és el principal punt de destinació de les fortunes milionàries russes), això està començant a asfixiar alguns dels implicats, els quals comencen gradualment a rebutjar la idea de la guerra, si bé sense apuntar l'actual president rus. Tancar l'espai aeri: el transport aeri ha estat vetat a la UE, als Estats Units i a altres països per a aeronaus de propietat russa, controlades o registrades a Rússia.

Primeres conseqüències

L'artilleria de sancions imposada per Occident a Rússia comportarà un dur impacte no només en l'àmbit econòmic, sinó també en els àmbits polític i social. Algunes fonts parlen d'anys de retrocés, i en cas de no haver-hi mediació pel mig, el camí serà llarg i tortuós.

En aquest sentit, només durant l'última setmana el ruble s'ha depreciat en un 34 %. Les accions i els bons han col·lapsat i, en general, el valor econòmic tant públic com privat s'ha enfonsat. Hi ha indicis de cues a les sucursals per retirar diners i un tancament de l'aixeta de crèdit. A part d'implementar controls de capital, el Banc Central rus s'ha afanyat a apujar els tipus d'interès fins al 20 % amb l'objectiu d'intervenir amb l'escalada de preus, frenar la depreciació de la moneda, mantenir els dipòsits atractius i evitar potencials *corralitos* i lluitar contra el potencial desproveïment de l'economia fruit de les inflacions galopants, fet que impulsarà el país inevitablement a una recessió. La qüestió serà veure el grau d'aquesta recessió.

La clau a futur per entendre la seva magnitud passa, d'una banda, per conèixer el grau d'exportacions d'energia que es permetrà als països de la UE i, de l'altra, per saber quina serà la implicació de la Xina en aquest assumpte i quin paper comercial jugarà respecte a Rússia. Si serveix de precedent, en crisis anteriors que va patir el país el 1998 i el 2009, el PIB va retrocedir en un 5,3 % i un 7,8 %, respectivament.

Ara per ara, el contagi cap a la resta del món hauria de ser limitat i circumscrit al problema energètic. Dit això, els escenaris potencials als quals s'enfrontaria el món podrien ser tres, els quals limitarem a Europa i als Estats Units tenint en compte la seva rellevància.

Escenari	Impacte a Europa	Impacte als Estats Units
Petroli i gas continuen fluïnt; els mercats s'estabilitzen	Preus elevats de l'energia i efectes lleugers negatius en el creixement econòmic. Pujades de tipus d'interès per part del BCE encara vigents el 2022.	Preus energètics elevats i condicions financeres més dures impliquen menys de 8 pujades per part de la FED.
Oferta energètica es restringeix; continua l'aversion al risc en els mercats	Preus elevats de l'energia i efectes negatius moderats en el creixement econòmic. Pujades de tipus d'interès per part del BCE es retarden al 2023.	Preus energètics elevats i condicions financeres més dures, desacceleració econòmica i biaix lax més gran per part de la FED.
Oferta energètica es tanca; xoc de sentiment	Combinació d'escassetat energètica i caiguda de sentiment empenyen cap a una recessió econòmica. Polítiques monetàries laxes per part del BCE.	Combinació entre preus energètics elevats, espiral inflacionista i la FED obligada a endurir la política monetària indueixen a una forta desacceleració econòmica.

Com a conclusió, l'evolució del conflicte ucraïnès és una incògnita que, sens dubte, continuarà generant sessions de volatilitat en els diferents actius financers. Com en la majoria de conflictes geopolítics, el paper negociador de les dues parts serà dinàmic i definirà els titulars i les reaccions del mercat. Una pressió militar russa més gran a la zona de conflicte podria desencadenar una nova onada de sancions per part dels països occidentals. No obstant això, sempre que l'escalada de les tensions no es converteixi en un fre per a la recuperació econòmica global i els fonamentals corporatius es mantinguin sòlids com fins ara, l'impacte a escala global hauria d'estar relativament contingut.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, el dia d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.A.U., en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni citant-ne les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.G.I.I.C., S.A.U. *All rights reserved.*