

FOCUS



Por el Departamento de Investigación Económica de Coface, en colaboración con el Instituto Francés de Relaciones Internacionales (IFRI)

Guerra en Ucrania: Muchos (grandes) perdedores, pocos (verdaderos) ganadores

RESUMEN EJECUTIVO

Más de dos meses después del inicio de la invasión rusa de Ucrania, el 24 de febrero, y a pesar de varias rondas de negociaciones, las perspectivas de una rápida resolución de la guerra parecen cada vez más improbables. A medida que el conflicto se ha ido intensificando, las sanciones occidentales contra Rusia han seguido acumulándose, con no menos de cinco oleadas de sanciones -seis muy pronto- impuestas por la Unión Europea desde el comienzo de la guerra. En este contexto, un rápido levantamiento de las sanciones económicas y la vuelta a la situación anterior a la guerra parecen completamente ilusorios, incluso si se firma un acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania. En cuanto a las consecuencias económicas, hemos revisado al alza nuestra estimación inicial (publicada a principios de marzo[1]) del coste a corto plazo para la economía mundial, hasta aproximadamente un punto porcentual en 2022.

En un entorno fuerte y persistentemente adverso, la guerra en Ucrania tendrá pocos ganadores y muchos perdedores. La importancia de los beligerantes -principalmente Rusia, pero también Ucrania y Bielorrusia- en la producción de muchas materias primas y el temor a las interrupciones del suministro han provocado un aumento de los precios, que, a pesar de la reciente caída de algunos de ellos, se mantienen en niveles muy elevados. Las presiones inflacionistas, ya presentes en la mayoría de las regiones, se ven así exacerbadas, lo que conduce a una disminución de la renta disponible de los hogares y, en última instancia, del consumo, ya que el actual entorno de ansiedad y la elevadísima incertidumbre fomentarán, con toda probabilidad, el ahorro por precaución. La volatilidad y la incertidumbre también pesarán en las decisiones de inversión de las empresas, cuya situación financiera, a pesar de los elevados niveles de tesorería, también es probable que se deteriore significativamente a medida que los costes de producción sigan aumentando o se mantengan elevados. Más allá de las economías de Europa Central y Oriental, que tienen importantes vínculos económicos y flujos comerciales con Rusia, los países de Europa Occidental son los más expuestos debido a su gran dependencia de los combustibles fósiles rusos. Aunque la onda expansiva se sentirá de forma diferente y en distintos momentos en las distintas partes del mundo, ninguna región se librará de la inflación importada, las interrupciones de la cadena de suministro y la consiguiente atonía del comercio mundial. Por lo tanto, estimamos que la guerra también tendrá un impacto negativo importante en Estados Unidos, donde la Fed se verá obligada a realizar más subidas de tipos de interés de las previstas inicialmente, con consecuencias masivas para el resto del mundo. Al igual que con cualquier endurecimiento monetario significativo por parte de la Fed, la mayoría de los mercados emergentes tendrán que seguir su ejemplo para evitar las salidas de capital y la depreciación de la moneda, especialmente aquellos con grandes déficits por cuenta corriente y/o una elevada deuda externa a corto plazo. Además, y como ya se mencionó en nuestro Barómetro de julio de 2021, el riesgo político ha aumentado significativamente con la pandemia: esta cuestión seguirá siendo más actual que nunca, ya que las dificultades de suministro y el aumento de los precios de los alimentos probablemente alimentarán las tensiones sociales.

Cabe mencionar que la balanza de riesgos se inclina claramente a la baja, ya que se están acumulando vientos en contra, sobre todo el resurgimiento de los casos de COVID-19 en China, que alimentará tanto las presiones inflacionistas mundiales como las interrupciones de la cadena de suministro. En este contexto, las opciones a las que se enfrentan actualmente las autoridades monetarias son probablemente tan difíciles como cruciales, en un entorno que combina una inflación elevada durante décadas, la necesidad de un margen de maniobra fiscal y unos niveles de deuda pública y privada muy elevados.

Dado que las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania se materializarán principalmente a partir del segundo semestre de 2022, afectarán obviamente a las cifras de crecimiento del PIB de 2022[2], pero aún más a las de 2023 y más allá, perspectivas a más largo plazo que cubrirá nuestro próximo Barómetro. En otras palabras, es probable que las cicatrices sean profundas y, más allá de las víctimas humanas, las consecuencias económicas se dejarán sentir durante años después de que haya terminado esta nueva guerra en suelo europeo. Aunque todavía es demasiado pronto para predecir cómo se rediseñará la economía mundial después de las sucesivas sacudidas de principios de 2020, la percepción que tenemos desde el comienzo de la pandemia sigue siendo válida: el mundo ha cambiado, y nada volverá a ser lo mismo.

1 - Coface Focus: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict: Stagflation ahead. March 7, 2022.

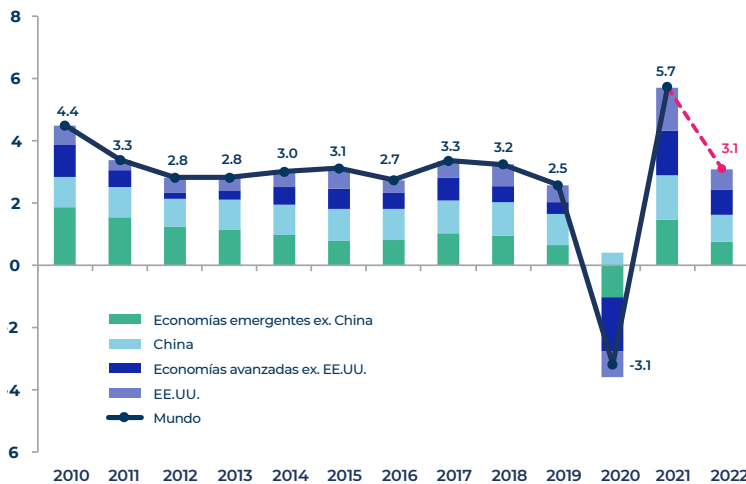
2 - Which should remain positive due to the post-pandemic rebound, still ongoing at the beginning of the year.



Europa en medio de la guerra y la agitación económica

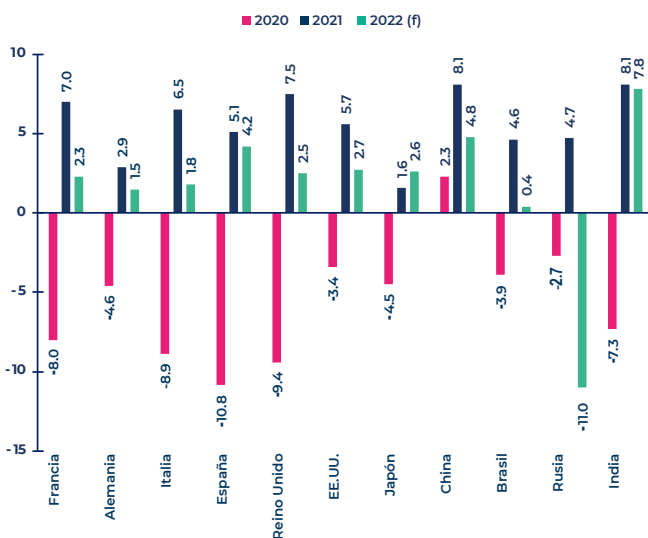
En nuestro mapa mundial del impacto económico de la guerra en Ucrania (véase el gráfico 6 de la página 7), los países beligerantes son, como era de esperar, los más afectados, aunque es difícil estimar con precisión la magnitud de los daños económicos. Mientras que Ucrania experimentará una recesión histórica debido a la paralización de muchas actividades mientras dure la guerra, la economía rusa también se verá fuertemente afectada[3] por las sanciones occidentales, la salida del país de la mayoría de las empresas occidentales y las medidas adoptadas por las autoridades locales como reacción a las sanciones (controles de capital, fuerte subida del tipo de interés clave) para limitar -con éxito- la depreciación del rublo. Tampoco es de extrañar que los otros países que parecen más afectados sean los que están cerca de los beligerantes, tanto geográfica como económicamente: las economías europeas y de Asia Central, con un efecto negativo neto estimado de ~1,5 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB de 2022 a nivel agregado (gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Crecimiento mundial del PIB real (media anual, %, contribuciones por región)



Sources : IMF, Coface

Gráfico 2: Crecimiento del PIB (países seleccionados, media anual, %)



Sources : IMF, Coface

RECUADRO 1: PERSPECTIVAS DE LA GUERRA (POR EL IFRI)

Tras el fracaso de la blitzkrieg contra Ucrania lanzada el 24 de febrero, el Kremlin parece confundido sobre sus objetivos y se esfuerza por adaptar su estrategia a los medios disponibles. En estas condiciones, la dinámica militar sobre el terreno será decisiva para determinar la duración y el resultado de la guerra. Este último dependerá de la capacidad de resistencia del ejército ucraniano y, por lo tanto, de la entrega de armas por parte de Occidente, que se ha adaptado rápidamente en esta materia y está proporcionando a Ucrania sistemas ofensivos.

Moscú necesita mostrar un logro convincente antes del 9 de mayo, día de la celebración de la Victoria soviética sobre la Alemania nazi. El escenario más adecuado habría sido la "liberación" del Donbass dentro de sus fronteras administrativas y la firma de un acuerdo de alto el fuego en términos rusos. Sin embargo, esto se ve obstaculizado tanto por la dificultad de las tropas rusas para avanzar rápidamente (incluso para vencer la resistencia en Mariupol) como por el cese de facto de las conversaciones, en el que cada parte acusa a la otra de no querer comprometerse. Existe un riesgo de estancamiento en el Donbass, una situación comparable a la que se produjo entre 2014 y principios de 2022, pero a una escala diferente y dentro de unas fronteras más amplias. Esta insatisfactoria situación podría llevar a Rusia a una escalada para lograr un avance con, por ejemplo, el uso táctico de armas de destrucción masiva en el campo de batalla. La reacción de Occidente será crucial: entonces podría producirse una escalada, lo que podría llevar a Rusia a atacar un objetivo de la OTAN, como un depósito de armas o un convoy en Polonia, comprometiendo así la credibilidad de la OTAN. La situación es, pues, tan incierta como en la primera fase del conflicto.

Su evolución dependerá también del ritmo al que otras dos dinámicas -económica y social- pesen sobre el esfuerzo bélico ruso. Hasta ahora, la economía rusa ha resistido y el Banco Central ha estabilizado el rublo. Sin embargo, el núcleo del modelo económico ruso, basado en las rentas energéticas, no se ha visto afectado hasta ahora. Mientras Occidente está dividido sobre el embargo de los hidrocarburos rusos, calculando el coste para sus economías, la propia Rusia parece acelerar el proceso cortando el gas a Polonia y Bulgaria. Esto indica que las consideraciones económicas son secundarias frente a lo que Rusia percibe como una amenaza para sus intereses vitales. Por parte de Occidente, a juzgar por las últimas declaraciones de Estados Unidos, las sanciones no se levantarán mientras Vladimir Putin siga en el poder y Rusia sea una amenaza para los países vecinos. Para aflojar el dominio de las sanciones, la ayuda de China será crucial para Moscú, pero aumentará gradualmente la dependencia de Pekín y la hará crítica.

Por último, la dinámica política y social dentro de Rusia está, por el momento, contenida por la propaganda y la represión, incluso contra las élites. Probablemente no se producirá una revolución palaciega o callejera, pero ya está en marcha una erosión del sistema de Putin, ya que el coste de sus acciones está pesando sobre el futuro del país. Si el 9 de mayo, en lugar de anunciar la victoria (aunque sea parcial), Vladimir Putin declara oficialmente la guerra y la movilización general, es probable que las consecuencias aceleren esta erosión.

3 - We have lowered our 2022 GDP growth forecast from -15% to -38% for Ukraine and from -7.5% to -11% for Russia since the Focus published in early March.

4 - The Ifo Business Climate sub-index for business expectation declined from 98.4 points in February to 85.1 points in March.

Aunque la onda expansiva se sentirá de forma diferente y en distintos momentos en las distintas partes del mundo, los países de Europa Central y Oriental (ECE) ya están experimentando las consecuencias de la guerra. La dependencia del comercio exterior de Rusia es especialmente alta para los países bálticos (por ejemplo, el total de las exportaciones e importaciones con Rusia representó el 15,1% del PIB lituano el año pasado), que se espera que sufran directamente la desaceleración rusa. En marzo, a pesar de las medidas gubernamentales para limitar el impacto, varios países de la CEE registraron una inflación de dos dígitos: Estonia, Lituania, la República Checa, Polonia y Rumanía. Para intentar frenar la inflación, los bancos centrales de la CEE han seguido endureciendo su política monetaria. Desde el comienzo de la invasión rusa de Ucrania, los bancos centrales checo y rumano subieron los tipos de interés en 50 puntos básicos, el húngaro en 200 puntos básicos, mientras que el banco central polaco ya realizó dos subidas, de 175 puntos básicos en total. Tras depreciarse a finales de febrero, la corona checa ya ha recuperado su valor medio registrado en enero de 2022, mientras que el zloty polaco y el forint húngaro siguen siendo ligeramente más débiles, en un ~2% y un ~5% respectivamente.

La semana pasada, Rusia interrumpió completamente el suministro de gas a Polonia y Bulgaria. La suspensión se produjo después de que el presidente ruso Putin firmara un nuevo decreto a finales de marzo por el que se exige a los compradores de la UE que paguen en rublos el gas ruso mediante un nuevo mecanismo de conversión de divisas. Aunque Polonia informó de que sus almacenes de gas estaban llenos en un 76% y había invertido en infraestructuras que permitían las importaciones desde otras direcciones que no fueran Rusia, sigue necesitando asegurar suministros alternativos para el resto del año en un mercado mundial ya ajustado. Aunque Bulgaria importa el 90% de sus necesidades de gas de fuentes rusas, el Ministerio de Energía búlgaro dijo que no tenía intención de imponer restricciones al consumo de gas, lo que podría provocar graves trastornos en la industria si el país se quedara sin gas natural.

La Eurozona, y en general Europa Occidental, no se salvará, ya que todos los países se verán afectados negativamente debido a la gran dependencia de la región de las importaciones de combustibles fósiles, especialmente de Rusia. Por el momento, sin interrupción de los flujos de gas natural pero con precios muy elevados, los países más afectados

son los que más dependen del gas, independientemente de su procedencia. Esto es tanto más cierto cuanto que todos los países de la eurozona son muy interdependientes, y entre los más dependientes del gas -y más concretamente del gas procedente de Rusia- se encuentran su primera y tercera economías, Alemania e Italia.

La fundamental industria manufacturera alemana, en particular la automotriz, la química y la metalúrgica, se está viendo fuertemente afectada por las interrupciones de la cadena de suministro, la escasez de materias primas y los altos precios de la energía. En marzo, las expectativas empresariales registraron una caída histórica[4], incluso más fuerte que la del inicio de la pandemia. Estimamos un fuerte impacto negativo de 1,6 pp en ambos países. El impacto sería más débil pero aún significativo en el resto de la región, a menudo superior a 1 pp. Como prueba de que incluso los países menos dependientes de la energía rusa se enfrentarán a una desaceleración, las perspectivas de producción de la industria en Francia registraron la segunda mayor caída de su historia (sólo superada por la de abril de 2020) y las expectativas de precios alcanzaron un récord en abril. Se espera que algunos países, como España y los Países Bajos, sufran un aumento aún más acusado de la inflación, ya que cerca de la mitad de los hogares tienen contratos de energía variable, lo que los hace especialmente vulnerables. Este último país se ve aún más afectado, ya que el 71% de los hogares holandeses utilizan gas natural para la calefacción.

Un corte total del suministro de gas natural procedente de Rusia, un escenario más adverso que parece cada vez más probable, afectaría aún más a la actividad económica con un impacto adicional de hasta 2-2,5 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB de la UE. Esta estimación es ligeramente inferior a la de principios de marzo, ya que ahora suponemos que la UE encontraría proveedores alternativos o cambiaría el gas natural por otras fuentes de energía primaria (siempre que sea posible) que compensarían parcialmente el corte de los flujos rusos (Recuadro 2).

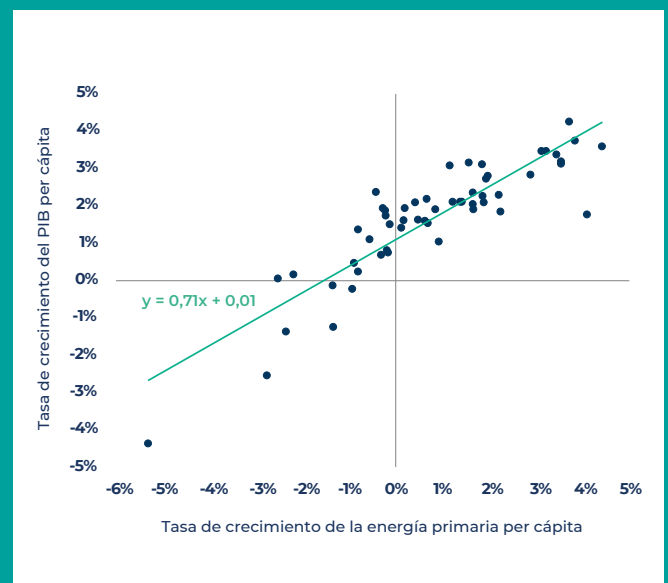
RECUADRO 2: CORTE TOTAL DEL GAS NATURAL RUSO: EVALUACIÓN RÁPIDA DEL DÉFICIT POTENCIAL EN LA UE Y SU IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB (EN COLABORACIÓN CON EL IFRI)

En 2021, el consumo total de gas de la UE alcanzó los 412.000 millones de metros cúbicos (bcm), un nivel muy alto debido a la actividad económica y al clima, e importó 337,5 bcm, de los cuales 155 bcm fueron suministrados por Gazprom y 16 bcm por GNL a través de la planta de Yamal LNG. En caso de interrupción total de las importaciones de gas ruso, habría que sustituir unos 170 bcm sobre una base anualizada.

En 2022, la demanda de gas natural en Europa debería ser aproximadamente un 6-7% inferior debido al clima más suave y a los niveles de precios extremos (~15% en lo que va de año, en parte debido a los efectos de base del primer trimestre). Esto debería contribuir a reducir la necesidad de importaciones desde Rusia, dado que la producción europea debería ser más o menos estable (en igualdad de condiciones). La caída de la demanda europea, junto con los suministros adicionales de GNL (por ejemplo, 15 bcm prometidos por EE.UU.) y más entregas por gasoducto de algunos países vecinos como Noruega o Argelia, sugiere que todavía habría que sustituir ~100 bcm (~25% de la demanda total europea en 2021) de gas natural ruso.

Suponiendo un descenso del 25% en la producción de electricidad por gas debido a un mayor uso del carbón y a una mejor disponibilidad de la energía hidráulica y de las energías renovables, podrían ahorrarse ~30 bcm de gas natural, lo que dejaría un déficit de ~70 bcm (~4% del consumo de energía primaria de la UE). Si los hogares reducen sus necesidades de calefacción por gas, podrían ahorrarse otros 20 bcm, lo que daría lugar a un déficit final de "sólo" 50 bcm (~3% del consumo de energía primaria de la UE). Suponiendo una elasticidad del PIB con respecto a la energía de entre 0,6 y 0,75, un orden de magnitud sugerido por un simple análisis de regresión (véase el gráfico siguiente), el impacto final en el PIB de la UE ascendería a unos 2-2,5 puntos porcentuales en un año completo, dependiendo de las opciones de reducción.

Gráfico 3: Tasas de crecimiento mundial de la energía primaria y del PIB per cápita (1965-2020)



5 - See, for instance, Giraud & Kahraman (2014), How dependent is growth from primary energy? The dependency ratio of Energy in 33 countries (1970-2011).

Algunos países serían especialmente vulnerables, sobre todo Alemania. Al no tener una terminal de GNL, el país tiene alternativas muy limitadas. Existen programas para fletar barcos flotantes con terminales de GNL, dos de los cuales empezarán a funcionar a finales de 2022 o principios de 2023. Sin embargo, sólo pueden compensar una parte muy limitada de las importaciones de gas natural procedentes de Rusia. Las terminales de nueva construcción podrían empezar a funcionar a partir de 2026. Por lo tanto, una interrupción total de las entregas de gas ruso o un embargo del mismo por parte de la UE pondría en peligro por completo el modelo económico de Alemania. A pesar de tener capacidad de sobra para importar más gas a través del gasoducto Transmed y de haber llegado a un acuerdo con Argelia para ampliar las entregas en un 50%, Italia también depende en gran medida del gas ruso, y aún no se vislumbra la plena diversificación fuera de Rusia. No hace falta mencionar que las incertidumbres serían aún mayores si tal escenario se materializara, con posibles efectos indirectos que podrían causar (mucho) más daño.

En este entorno que combina una inflación elevada durante décadas, la necesidad de un margen de maniobra fiscal -con todos los gobiernos adoptando medidas para limitar el impacto de este repunte de la inflación en las empresas y, sobre todo, en los hogares-, y unos niveles de deuda pública y privada ya elevados, la respuesta del Banco Central Europeo (BCE) tendrá una influencia significativa en nuestras previsiones. El BCE finalizó el programa de compras de emergencia en marzo y podría poner fin a todas las compras de QE en el tercer trimestre de 2022. Aunque se espera una primera subida del tipo de depósito hacia finales de año, los banqueros centrales serán probablemente cautos con las subidas de tipos, ya que quieren calmar a los mercados financieros y mantener bajos los rendimientos de los bonos europeos. Los diferenciales entre los bonos italianos y alemanes a 10 años no han dejado de aumentar desde octubre y se sitúan en torno a los 160 puntos básicos, 60 puntos por encima de los niveles de principios de 2021, pero todavía a solo la mitad de los observados durante la crisis política inducida por Salvini en 2018.

A diferencia del BCE, el Banco de Inglaterra (BoE) ya subió sus tipos tres veces consecutivas en previsión de un fortalecimiento de las presiones inflacionistas e incluso comenzó a reducir su balance tras haber comprado cantidades masivas de bonos del Estado durante la pandemia. Dado que se espera que los precios de las materias primas sigan siendo elevados, lo que llevaría a la Autoridad de la Energía del Reino Unido (Ofgem) a aumentar el límite anual de los precios de la energía en torno al 30% en octubre de 2022 (tras haber aumentado ya un 54% en abril), lo más probable es que el BoE se vea obligado a continuar en esta dirección a lo largo del año y a obstaculizar aún más el crecimiento de la actividad en el Reino Unido.

Como vecinos y socios de Rusia, las economías de Asia Central (Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán) y del Cáucaso Meridional (Armenia, Georgia, siendo Azerbaiyán una excepción como exportador de petróleo y gas) se enfrentan a importantes riesgos geopolíticos, sociales y económicos. El comercio con Rusia representa el 12,5% de las exportaciones de bienes de la CCA y el 25% de sus importaciones. Ya se ha observado una disminución de sus exportaciones a este último país, así como un descenso de los ingresos de los hogares debido a la caída de las remesas enviadas por los expatriados en Rusia: por ejemplo, Tayikistán reportó una caída del 75% en las remesas recibidas en los primeros 10 días de marzo de 2022. En la región, las remesas de los expatriados en Rusia son una fuente fundamental de ingresos para los hogares: 31% del PIB en la República Kirguisa, 27% en Tayikistán, 11% en Uzbekistán, 6% en Armenia, siendo Rusia el mayor proveedor. También se espera que Turquía esté en primera línea, ya que el país tiene fuertes vínculos económicos con Rusia, tanto en términos de comercio (11% del total de las importaciones) como de inversiones extranjeras (alrededor de una quinta parte de los proyectos emprendidos por el sector turco de la construcción en el extranjero están en Rusia). Dada la dependencia de Turquía de la importación de materias primas clave como el gas natural, los metales y los cereales, las interrupciones en las cadenas de suministro pesan sobre los volúmenes de producción del país. Además, el aumento de los precios de todo tipo de materias primas y del transporte golpea la rentabilidad del sector empresarial. En los dos primeros meses de 2022, las importaciones energéticas de Turquía aumentaron un 208%, hasta los 17.000 millones de dólares, con respecto al año anterior. Se espera que esto aumente el déficit por cuenta corriente y se sume a las presiones inflacionistas, que ya son muy elevadas. Por lo tanto, hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento del PIB en 1 punto porcentual, hasta el 2,5%.

Los efectos inflacionistas de la guerra empujan a una Fed halcón a enfriar la actividad más rápido de lo previsto

Al otro lado del Atlántico, se espera que el impacto sobre el crecimiento sea más modesto debido a la limitada exposición comercial y financiera a Rusia y Ucrania. No obstante, al igual que en Europa, es probable que el impacto en las perspectivas de inflación y en las cadenas de suministro pese sobre el consumo y la inversión residencial, especialmente en Estados Unidos. El rápido aumento de la inflación ya está erosionando la confianza de los consumidores, sobre todo en lo que respecta a sus perspectivas de futuro y sus planes de gasto. El impacto de la guerra en Ucrania sobre los precios ya se hizo visible en la impresión del IPC de marzo, ya que los alimentos y la energía fueron los principales impulsores de la tasa de inflación general, que alcanzó un máximo de 41 años (+8,5%). Al margen de estos elementos, el crecimiento de los precios en términos mensuales disminuyó. Si bien esto puede indicar que se está acercando un pico de inflación, ésta sigue estando muy por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal, y la ampliación de las presiones sobre los precios en los últimos meses está llevando al banco central estadounidense a reducir la acomodación de la política monetaria aplicada para responder a la pandemia más rápidamente de lo previsto.

Tras una primera subida de 25 puntos básicos del tipo de interés de los fondos federales en la reunión de marzo, la mayoría de los miembros del comité de política monetaria se han mostrado partidarios de situar el tipo en un nivel "neuro" -es decir, el tipo en el que la política monetaria no es ni restrictiva ni acomodaticia- a finales de año. La mayoría de las estimaciones sitúan el tipo neutro entre el 2% y el 3%, lo que supondría uno de los ciclos de endurecimiento más agresivos desde la década de 1990. Aunque estas subidas de tipos no son inamovibles, es probable que la Reserva Federal aumente su tipo de interés en medio punto porcentual en cada una de sus reuniones de mayo (3-4) y junio (14-15). A su vez, el endurecimiento de la política contribuirá a moderar el crecimiento de Estados Unidos, ya que amortigua la demanda agregada, empezando por la inversión residencial. Combinado con la inflación que erosiona el consumo, éste es el principal factor que explica nuestra revisión a la baja de nuestra previsión de crecimiento del PIB estadounidense para 2022, hasta el 2,7% (-1 ppt frente a nuestra previsión de febrero). Las perspectivas económicas parecen definitivamente menos sólidas y más inciertas que a principios de año. En Canadá, aunque nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2022 se mantiene sin cambios en el 3,8%, la guerra también está afectando a la economía, pero se prevé que el impacto negativo de la mayor inflación y el endurecimiento de la política monetaria sobre el consumo y la inversión en vivienda se vea compensado por el aumento de los ingresos procedentes de las materias primas, empezando por los de la energía.

Aunque la situación es desigual en África, algunos países se enfrentarán a todos los retos: restricción monetaria, escasez de alimentos y riesgo político

El continente africano, donde estimamos un efecto negativo neto global de 0,5 pp, es un ejemplo perfecto de cómo la situación actual está afectando a las economías emergentes y en desarrollo. Con la intensificación de las presiones inflacionistas, su posible amplificación por la depreciación de la moneda y las expectativas mal ancladas, el inicio del endurecimiento de la política de la Reserva Federal de Estados Unidos y su impacto en los flujos de capital, la mayoría de los mercados emergentes tendrán que seguir su ejemplo. Por ello, algunos bancos centrales africanos ya han elevado sus tipos de interés principales desde sus puntos más bajos: Sudáfrica (75 pb), Mozambique (200 pb), Namibia (50 pb), Zambia (50 pb), Zimbabue (2000 pb), Ghana (250 pb) y Egipto (100 pb). Los países de África Occidental y Central, que forman parte de uniones monetarias (UEMOA y UEMC), están relativamente protegidos por el vínculo entre sus monedas compartidas y el euro. En el resto del continente se esperan más subidas de los tipos de interés.

Las cuentas fiscales, ya golpeadas por la pandemia, corren el riesgo de deteriorarse aún más. La mayoría de los gobiernos optarán por suavizar el impacto del aumento de los precios de los alimentos y la energía (y posiblemente de la escasez) en su población para evitar el malestar social y el aumento de la inseguridad alimentaria, aumentando sus subvenciones y/o las transferencias sociales. En consecuencia, la carga de su deuda aumentaría, lo que podría empujar a muchos de ellos a un riesgo de endeudamiento, mientras que un puñado ya se encuentra en esta situación (Cabo Verde, Chad, Etiopía, Mozambique, Somalia, Sudán, Zambia y Zimbabue).

Al igual que durante la pandemia, su destino, en ese sentido, dependerá de la implicación financiera de los organismos multinacionales (FMI, Banco Mundial, Banco Africano de Desarrollo), y de los socios bilaterales (UE, Reino Unido, países del Golfo, China). Además, esta vez, algunos (sobre todo en el Cuerno y el Sahel) verán su suministro de alimentos aún más dependiente de los programas alimentarios de la ONU, que estarán bajo presión debido al aumento de los precios de los alimentos. Además, durante la pandemia, las cuentas públicas se debilitaron. Esta vez, las cuentas exteriores lo estarán igualmente debido al aumento de la factura de las importaciones. En este sentido, los países africanos emergentes y en desarrollo que tienen acceso a los mercados financieros estarán más expuestos que los que no lo tienen, ya que dependen en su mayoría de los préstamos en condiciones favorables.

Otra característica a tener en cuenta es su dotación de recursos naturales. Los exportadores netos de petróleo y gas, como Argelia, Angola y Gabón -los únicos países del continente para los que estimamos un impacto positivo-, así como el Congo, Chad, Guinea Ecuatorial, Ghana, Níger y Sudán del Sur, podrán equilibrar parte de su factura alimentaria. Sin embargo, los ingresos por exportaciones de crudo y GNL de Nigeria se verán equilibrados por sus importaciones de productos petrolíferos, al menos hasta finales de año, cuando debería entrar en funcionamiento una gigantesca refinería. Los países que tienen minerales metálicos (posiblemente preciosos) y cultivos de exportación, como Sudáfrica, que es exportador de platino, paladio, oro, cromo y manganeso, también conseguirán pagar la factura, al menos parcialmente. Los países de África occidental tienen cultivos alimentarios (arroz, maíz, yuca, mijo-sorgo, ñame, cacahuetes, lentejas, judías y caupí) que constituyen una gran parte de su consumo de alimentos, lo que reduce su dependencia de las importaciones. El norte de África, a excepción de Argelia y Libia, productores de petróleo, se verá muy afectado debido a su gran dependencia de los cereales, el aceite de cocina y la energía importados. Además, Marruecos y Túnez participan en la cadena de valor de la industria automovilística europea, que sigue

enfrentándose a la escasez de insumos. Egipto, a pesar de los mayores ingresos procedentes del oro, las exportaciones de gas y los ingresos del Canal de Suez, sufrirá la desertión de los turistas rusos y ucranianos. La ayuda multilateral y bilateral será muy apreciada, especialmente por Túnez, debido a la fragilidad de sus cuentas fiscales y exteriores.

Asia no se librará de las consecuencias de la guerra, además de la desaceleración relacionada con Omicron en China

Aunque la región se ha visto relativamente menos afectada por ahora, muchas economías de Asia son importadoras netas de petróleo y gas, por lo que los altos precios de la energía han agravado la inflación. En la región, Singapur, Camboya, Mongolia, Laos y Tailandia se encuentran entre los países más dependientes de las importaciones de combustible. El aumento de los precios de los combustibles también se traduce en un incremento de los precios de los fertilizantes, lo que aumenta los costes de los insumos para los productores agroalimentarios de la región. Dado que Ucrania y Rusia representan las tres cuartas partes del mercado mundial de aceite de girasol, y que las exportaciones están paralizadas, los precios de los aceites comestibles se han disparado, y se han reportado casos de escasez y altos precios de aceite de cocina en India e Indonesia. Todo esto se reflejó en los datos del IPC de marzo, que indicaron tasas de inflación notablemente más altas para muchas economías de Asia, impulsadas por los costes de los alimentos y la energía, con India y Tailandia registrando grandes aumentos. Los gobiernos de la región han recurrido a palancas fiscales para contener los precios de la energía. Japón ha aumentado las subvenciones a los distribuidores de petróleo, mientras que los minoristas de combustible de propiedad estatal de la India congelaron los precios de los surtidores. Tailandia proporcionó subsidios en efectivo para el aceite de cocina y el combustible. Sin embargo, los países que ya cuentan con subsidios a los combustibles, como Indonesia y Malasia, verán un aumento sustancial del gasto fiscal si los precios internacionales del petróleo se mantienen elevados a lo largo del año, lo que supondrá una mayor presión sobre sus presupuestos públicos. Mientras tanto, los exportadores netos de energía primaria, como Australia, Indonesia, Brunei y Mongolia, se beneficiarán de la subida de los precios de la energía. Dado que las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo un riesgo clave, varias economías han endurecido sus políticas monetarias, como Singapur, Taiwán, Corea del Sur y Nueva Zelanda. Se espera que otros bancos centrales asiáticos sigan su ejemplo, sobre todo porque se prevé que la Reserva Federal adelante sus subidas de tipos de interés en los próximos dos meses.



RECUADRO 3: AUMENTO DE LOS CASOS DE COVID-19 EN CHINA

El aumento de las nuevas infecciones en China desde principios de marzo requirió medidas de control de la pandemia más amplias y duras, ya que el país sigue comprometido con una política dinámica de COVID cero, en la que las autoridades pretenden romper la cadena de transmisión del virus adoptando medidas tempranas para detectar, reportar y poner en cuarentena los nuevos casos.

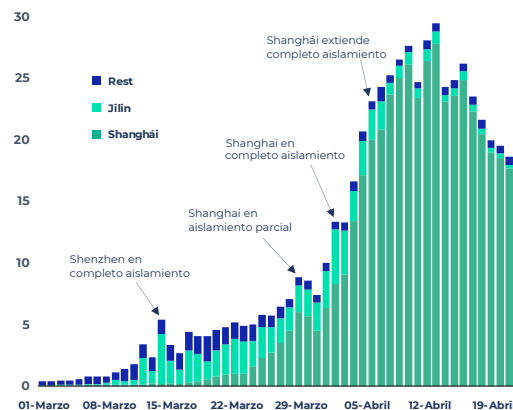
La ampliación de los controles de COVID en toda China tiene un impacto negativo en el consumo, la actividad económica y las operaciones logísticas. Según Gavekal Dragonomics, 87 de las 100 principales ciudades de China, que representan el 70% del PIB, han impuesto algún tipo de control de COVID. Shenzhen, uno de los principales centros de fabricación y tecnología, entró en un bloqueo de una semana el 14 de marzo, mientras que Shanghái comenzó a endurecer las restricciones a partir del 11 de marzo, antes de imponer un bloqueo en toda la ciudad a partir del 28 de marzo. Con el rápido aumento de las nuevas infecciones durante la primera mitad de abril, dominado por los nuevos casos notificados en Shanghai, la ciudad china lanzó una tercera ronda de pruebas masivas el 21 de abril.

Los buenos resultados de los dos primeros meses del año habían contribuido a que el crecimiento del PIB del primer trimestre superara las expectativas, con un 4,8% interanual, pero los datos de marzo reflejaron el impacto temprano de la actual ola omicrónica. Las ventas al por menor cayeron un 3,5% interanual en marzo (frente al 6,7% de enero-febrero), mientras que la producción de servicios se contrajo un 0,9% interanual (frente al 4,2% de enero-febrero). Las encuestas del PMI de marzo también indicaron el primer deterioro de las condiciones empresariales en siete meses, ya que tanto la producción manufacturera como la actividad de los servicios empeoraron con respecto a los niveles de febrero. La tasa de desempleo también subió al 5,8% en marzo, la más alta en casi dos años, en medio de signos de deterioro del mercado laboral. También se han reportado nuevas interrupciones en las operaciones de logística terrestre debido al cierre temporal de almacenes y a la reducción de la capacidad de los servicios de transporte por carretera.

El recrudescimiento de la política de cero-COVID y la ampliación de las perturbaciones de la actividad económica en abril significan que la economía china ha comenzado el segundo trimestre con una base notablemente más débil. Por ello, hemos revisado a la baja la tasa de crecimiento del PIB para 2022, hasta el 4,8% (desde el 5,4% anterior). Dado el destacado papel de China en la economía mundial, la desaceleración de la demanda china y los cuellos de botella de la oferta local afectarán al comercio y la producción mundiales. Por ejemplo, la mitad de los 200 principales proveedores de Apple operan en zonas afectadas por los controles COVID. Un período de bloqueo prolongado podría asestar un nuevo golpe a los sectores automotriz y la tecnología.

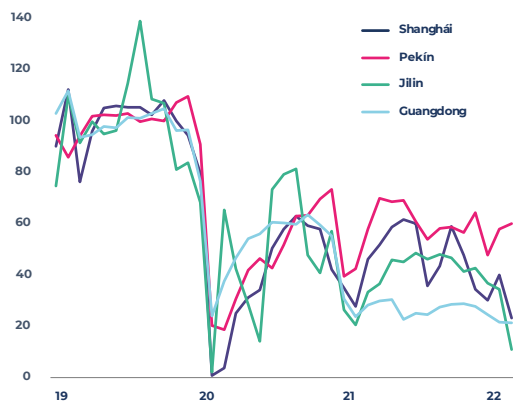
Un conflicto prolongado entre Rusia y Ucrania o una nueva escalada tendrán repercusiones a largo plazo en la confianza de los consumidores y las empresas en Asia, con un impacto negativo neto estimado en el crecimiento del PIB en 2022 de 0,5 puntos porcentuales en conjunto. En China, durante las últimas semanas, el impacto sobre la actividad económica se ha producido más a nivel local que debido al conflicto entre Rusia y Ucrania (véase el recuadro 3). No obstante, el país se verá inevitablemente afectado por el descenso de la demanda mundial, en particular de Europa (gráficos 4 y 5).

Gráfico 4: Nuevas infecciones diarias en China (número de casos, miles)



Sources : China's NHC, Coface

Gráfico 5: Tráfico de pasajeros por carretera en China (media de 2019 = 100)



Sources : China Ministry of Transport, Coface

Impacto neto incierto en América Latina, pero fuerte riesgo de disturbios sociales

América Latina es otra región especialmente vulnerable al endurecimiento repentino de la política monetaria por parte de la Fed, pero debería beneficiarse del aumento de los precios de las materias primas. Con unos ingresos de exportación más elevados que mitigan en cierta medida el impacto sobre el PIB, el efecto neto de la guerra en la región -que estimamos en -0,1 puntos porcentuales a nivel agregado- es incierto en el momento de redactar este informe y puede que no se perciba plenamente en un futuro próximo. Los importadores netos de petróleo (Chile, Perú, México y Argentina) son más vulnerables, ya que el fortalecimiento de los precios de la agricultura y los metales (que favorecen las exportaciones) podría no compensar totalmente el impacto del aumento de los precios de la energía. Aun así, la principal preocupación en cuanto al comercio es la de los fertilizantes, ya que las importaciones latinoamericanas procedentes de Rusia están muy concentradas en ese segmento (representan el 48% del total de bienes adquiridos), lo que podría afectar a la rentabilidad de las cosechas del año próximo. En general, los riesgos para la actividad se inclinan a la baja, en función de la duración del conflicto y, por tanto, de los efectos

de contagio en las interrupciones de la cadena de suministro mundial.

Además, esto también ha empañado las perspectivas de la ya elevada inflación general de la región. De hecho, los precios al consumo en las principales economías latinoamericanas se dispararon en marzo de 2022. Los aumentos mensuales de los precios han alcanzado máximos de varias décadas en Brasil (1,6% intermensual, 11% interanual), Chile (1,9% intermensual, 9% interanual) y Perú (1,5% intermensual, 7% interanual). Más preocupante es que en Argentina el IPC haya subido un 6,7% en el mes y un 55% en los últimos 12 meses.

Por lo tanto, es probable que la erosión general del poder adquisitivo en América Latina aumente la insatisfacción con los poderes gobernantes, elevando los riesgos de disturbios sociales. Esto es especialmente cierto en una región con un bajo PIB per cápita, donde los alimentos y la energía desempeñan un papel importante en la gran mayoría de las cestas de consumo de la población. Conscientes de este panorama, los gobiernos han tomado medidas para suavizar el choque inflacionario negativo (como subvenciones y recortes fiscales). Sin embargo, los riesgos sociales ya se han materializado en algunos casos. En abril, se desencadenaron grandes protestas en Perú por la fuerte subida de los precios de los combustibles y los fertilizantes. En cuanto a la política monetaria, la elevada inflación y el incipiente aumento de los tipos de interés oficiales en las economías desarrolladas presionaron a los bancos centrales de la región para que restringieran aún más sus propios tipos (lo que afecta a los costes de financiación). De hecho, Brasil ha aplicado la política monetaria más dura de toda la región. Su banco central elevó la tasa Selic de referencia al 11,75% durante su reunión de marzo de 2022, acumulando una subida de 975 puntos básicos en los últimos 12 meses.

Como resultado, Brasil es el primer país que alcanza un tipo de interés real positivo. No obstante, los demás bancos centrales con regímenes de objetivos de inflación también están siguiendo la misma tendencia (incluidas las autoridades monetarias de Chile, Colombia, México y Perú). Además, el programa de Argentina con el FMI exige que el tipo de interés real pase a ser positivo para hacer frente a la elevada inflación. Por ello, el tipo de interés oficial ha pasado del 38% en enero de 2022 al 47% en abril. En general, se espera que las elevadas presiones de los costes (debido a las interrupciones de la cadena de suministro y a la subida de los precios de las materias primas) y el endurecimiento de las condiciones crediticias mundiales pasen factura a la experiencia de pago en la región.

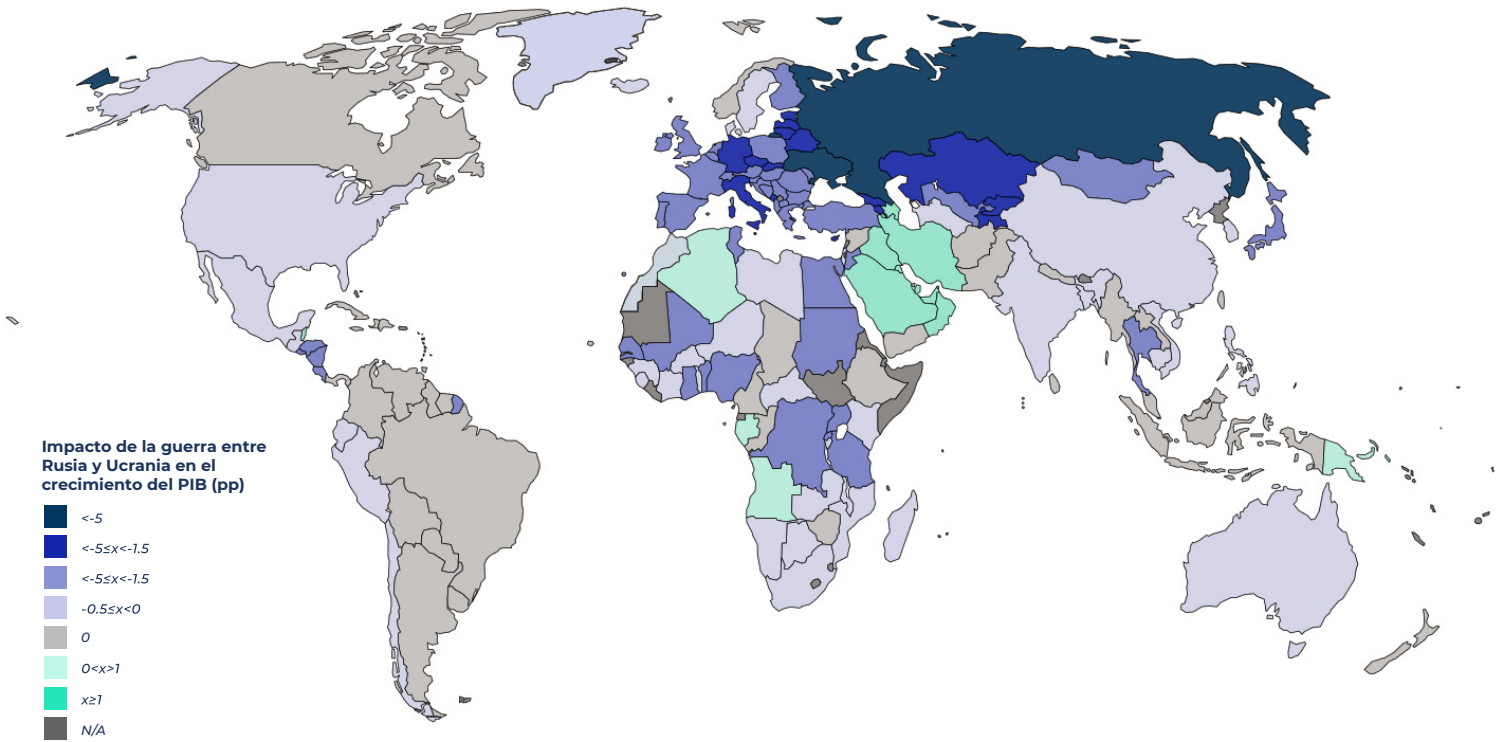
Los países del Golfo son de los pocos que se benefician de la situación, pero no sin riesgos

Se espera que los países del CCG se encuentren entre los pocos ganadores de la situación actual, con un efecto positivo neto estimado en el crecimiento del PIB en 2022 de +1,1 puntos porcentuales. A pesar de los esfuerzos de diversificación económica, la mayoría de las economías del CCG siguen dependiendo en gran medida de los ingresos del petróleo.

El aumento de los precios del petróleo permitirá un mayor consumo y gasto de inversión del sector público.

De este modo, impulsará el sentimiento del sector privado y dará lugar a mayores inversiones en actividades no petroleras. En consecuencia, se espera que el aumento de los precios de los hidrocarburos y los metales respalde los resultados del crecimiento y mejore las balanzas fiscales de los países del CCG. Los últimos datos del PMI indican que el crecimiento de la producción siguió siendo fuerte en los EAU y Arabia Saudí. Este último país registró la tasa de crecimiento económico más rápida en una década en el primer trimestre de 2022, con un aumento del PIB del 9,6% interanual, impulsado por el aumento de los precios y la producción del petróleo. Sin embargo, cabe señalar que los países del CCG importan alrededor del 85% de sus alimentos, por lo que el aumento de los precios de las materias primas agrícolas podría poner en peligro la seguridad alimentaria de la región. Por lo tanto, ninguna región es inmune a los riesgos que plantean las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania (gráfico 6).

Gráfico 6: Revisiones de las previsiones de crecimiento del PIB de Coface para 2022 debido a la guerra en Ucrania (en puntos porcentuales)



Source: Coface

DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface:

<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.