

Recuadro 1 Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional

La invasión de Rusia a Ucrania es un conflicto que tiene repercusiones a escala global. Los ataques de Rusia han generado una crisis humanitaria en Ucrania, así como destrucción de la infraestructura y fuertes interrupciones en la economía de ese país. Como respuesta a lo anterior, varias de las principales economías del mundo (Estados Unidos, la Unión Europea y Reino Unido, entre otras) han impuesto sanciones económicas severas a Rusia. Estas se han enfocado en limitar las transacciones y congelar activos externos de varios bancos y personas, incluyendo la exclusión de bancos específicos del sistema de pagos internacionales Swift. Además, se restringió el acceso a parte de las reservas internacionales del banco central de Rusia, afectaron las operaciones en el mercado de deuda externa y el acceso al mercado internacional de capitales, y se restringió el comercio exterior y las inversiones en ese país. A su vez, se suspendió la certificación del gasoducto NS2 que llevaría más gas de Rusia a Europa, se prohibió la importación de crudo ruso en los Estados Unidos y Reino Unido, entre otras sanciones¹. Estas medidas han tenido fuertes impactos sobre la economía de Rusia y sus perspectivas². El conflicto en Ucrania se produce en un entorno global en el cual existe incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y persisten interrupciones en las cadenas de suministro mundial, restricciones de oferta y fuertes presiones inflacionarias en un grupo importante de economías.

Según organismos y entidades internacionales (FMI, 2022; BCE, 2022; OCDE, 2022), este conflicto generaría presiones inflacionarias adicionales y afectaciones al crecimiento económico internacional por medio de varios canales: 1) incrementos en el precio y restricciones de oferta en diferentes materias primas, incluyendo petróleo, gas natural, carbón, fertilizantes y varios productos agrícolas, debido a que Rusia es un exportador relevante de estos productos y Ucrania lo es de diferentes alimentos y otras materias primas; 2) aumento de la incertidumbre global, reducción de la confianza de los

inversionistas y deterioro de las condiciones financieras internacionales, y 3) afectación de los países con los cuales Rusia y Ucrania tengan vínculos comerciales y financieros fuertes. Además, en la región donde se desató este conflicto se registrarían impactos negativos en el comercio, las cadenas de suministro, así como una crisis de refugiados, entre otros (FMI, 2022). En particular, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2022) señala que, frente a lo proyectado antes de la invasión a Ucrania, el crecimiento mundial podría ser menor en cerca de 1,1 puntos porcentuales (pp)³ y la inflación mundial mayor en 2,5 pp en los siguientes doce meses a partir del 24 de febrero de 2022. Los impactos serían diferenciados entre regiones y países, dependiendo de su exposición al conflicto por medio de los canales antes mencionados. Asimismo, podría haber consecuencias de largo plazo asociadas con la reconfiguración del comercio internacional y de las cadenas de suministro, fragmentación de los sistemas de pagos internacionales y recomposición de las reservas internacionales, entre otros (FMI, 2022; OCDE, 2022). Es importante mencionar que estos análisis son recientes y existe alta incertidumbre sobre la duración y escalamiento de este conflicto bélico (IIF, 2022b), así como sobre la magnitud de su impacto (BCE, 2022)⁴. Teniendo en cuenta lo anterior, este recuadro describe la importancia de Rusia y Ucrania en las exportaciones mundiales de materias primas, la variación reciente de los precios internacionales de algunos de estos bienes, y se caracteriza el comercio de Colombia con estos países. Además, se presenta un análisis de la evolución reciente de los mercados financieros internacionales y algunos impactos sobre los flujos de capitales hacia Colombia.

1. Comercio exterior y precios de las materias primas

Pese a que Rusia y Ucrania representan una proporción relativamente pequeña en el PIB mundial⁵, estos países son grandes participantes en la producción y exportación de bienes básicos en los mercados externos. En primer lugar, ambos son exportadores de alimentos. En 2020 Rusia fue un exportador importante de trigo y cebada, mientras que Ucrania tuvo una participación relevante en las ventas externas mundiales de aceite de girasol, maíz, cebada y trigo, entre otros (gráficos R1.1 y R1.2). Por otro lado, Rusia es líder en la oferta mundial de algunos fertilizantes. Además, tiene participación relevante en el comercio mundial de productos mineroenergéticos, en particular de petróleo y sus derivados, carbón y gas natural, y otros como platino, titanio, aluminio, cobre, entre los más destacados. Por su parte, Ucrania es exportador importante de productos de hierro y de derivados de la extracción de aceites. De esta forma, los impactos de la invasión a Ucrania y las sanciones a Rusia afectarían las perspectivas de producción de estas materias primas. Lo anterior se ha reflejado en aumentos en los precios internacionales de estos *commodities*. De hecho, entre el promedio de enero y lo corrido

1 Ver IIF (2022a), Goldman Sachs (2022), Nolsoe, E. y Pop, V. (2022) y The White House (2022).

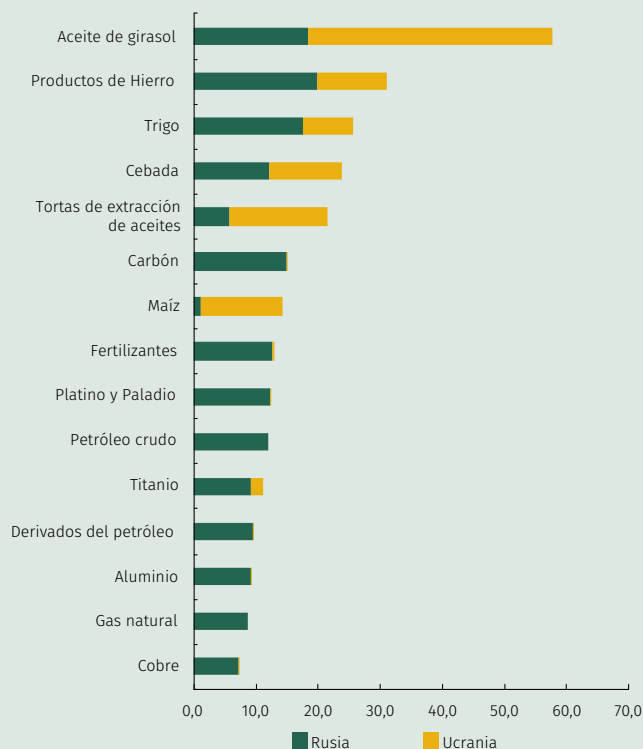
2 En Rusia la moneda se devaluó de forma significativa, las medidas de riesgo se incrementaron, la calificación crediticia fue degradada, se desplomó y se cerró el mercado accionario y los mercados financieros se encuentran bajo alto estrés. Además, la OCDE (2022) proyecta una fuerte contracción del PIB y aumentos significativos de la inflación en ese país.

3 Según las simulaciones de la OCDE el crecimiento económico sería menor para la zona del euro en 1,4 pp, para los Estados Unidos en 0,9 pp y para el promedio de los países de la OCDE de 1 pp.

4 En su publicación de marzo sobre proyecciones macroeconómicas el Banco Central Europeo redujo el crecimiento para 2022 en la zona euro del 4,2% al 3,7%, sin embargo, señalan que un escenario de mayores afectaciones a los precios de la energía, al comercio y a la confianza asociadas al conflicto bélico podría reducir este crecimiento hasta el 2,3%.

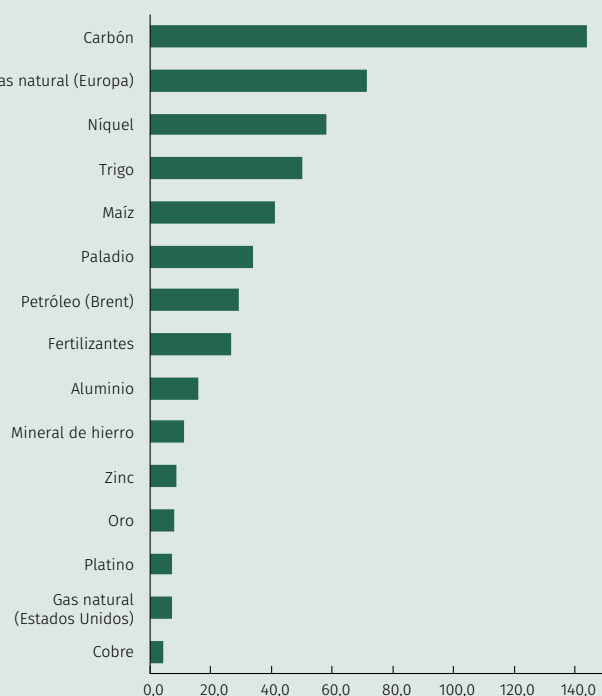
5 Según la OCDE (2022), a precios de mercado estos dos países representan en conjunto cerca del 2% del PIB mundial.

Gráfico R1.1
Exportaciones de bienes básicos de Rusia y Ucrania^{a/}
(porcentaje de las exportaciones mundiales, 2020)



a/ Datos agregados según HTS a 4 dígitos. Los fertilizantes corresponden al total mundial. Fuente: TradeMap con información Comtrade.

Gráfico R1.2
Precios de materias primas^{a/}
(porcentaje, diferencia entre el precio promedio de enero y lo corrido de marzo de 2022)



a/ Se presenta el cambio porcentual entre el precio promedio de enero y lo corrido entre el 1 y el 18 de marzo. Para los fertilizantes se toma el índice de precios de fertilizantes de Norteamérica de Green Markets. Fuente: Bloomberg.

hasta el 18 de marzo de 2022, el precio del petróleo (Brent), el carbón, el gas natural de Europa y el índice internacional de metales aumentaron un 29,4%, 144,1%, 71,4% y 13,1%, respectivamente. Para este mismo período el precio del maíz y el trigo se incrementaron, en su orden, en un 41,3% y 50,2%.

A pesar de que Rusia y Ucrania son actores relevantes en las exportaciones de materias primas en el mundo, los vínculos comerciales directos de Colombia con estos países son bajos. De hecho, en 2021 las exportaciones colombianas a Rusia y Ucrania representaron, en conjunto, tan solo el 0,4% de las ventas externas totales del país, mientras que las importaciones desde dichos países alcanzaron el 1,2% del valor importado por Colombia. No obstante, para algunos productos el mercado ruso es relevante. Por ejemplo, hacia Rusia se dirigen el 25% del valor total exportado de carnes⁶ y el 17% de productos lácteos. De igual forma, las importaciones colombianas de fertilizantes provienen en su mayoría (22%) de Rusia, frente a las compras realizadas a los Estados Unidos (16%) y China (12%).

Si bien los vínculos comerciales directos de Colombia con Rusia y Ucrania no son muy fuertes, el impacto global de este conflicto sobre el precio de diferentes materias primas sí tendría incidencia en el desempeño externo colombiano. Por un lado, los mayores precios registrados y esperados del petróleo y sus derivados, del carbón, del oro y el níquel favorecerían el valor en dólares de las exportaciones colombianas de estos bienes, las cuales en su conjunto representaron cerca del 55% del total de ventas externas en 2021. Este efecto positivo sobre la balanza comercial y los términos de intercambio se vería limitado debido a que el país también realiza compras externas de materias primas y es importador neto de productos agrícolas como el maíz, el trigo y la cebada, y de insumos agrícolas como los fertilizantes y de algunos alimentos para animales, con lo cual el aumento mencionado de los precios de estos bienes encarecería las importaciones necesarias para la producción nacional y amenaza con incrementar las presiones inflacionarias en Colombia.

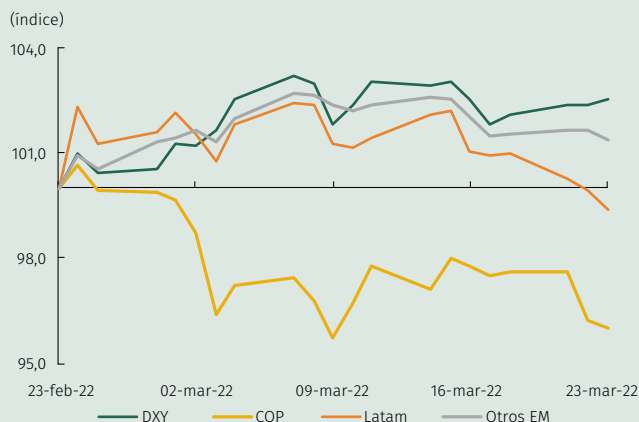
2. Mercados financieros internacionales

Tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania (24 de febrero) los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional presentaron un aumento importante ante la alta incertidumbre frente a la duración del conflicto y sus consecuencias económicas⁷. En este contexto, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de economías desarrolladas y emergentes, al tiempo que los índices bursátiles presentaron un marcado deterioro en estas economías (Gráfico R1.3). Por su parte, las tasas de interés se corrigieron inicialmente a la baja en las economías avanzadas, como consecuencia de la mayor demanda por activos refugio y los temores de una desaceleración económica, los cuales llevaron a una moderación de las expectativas de una

6 Estas exportaciones corresponden a carne de ganado bovino deshuesada; fresca, refrigerada o congelada.

7 El Vix (volatilidad implícita de las opciones a tres meses del S&P 500) aumentó hasta alcanzar un nivel no observado desde enero de 2021. Por su parte, el Vstox (volatilidad implícita de las opciones a tres meses del Euro Stoxx 50) alcanzó un nivel no observado desde el comienzo de la pandemia del Covid-19.

Gráfico R1.3
Comportamiento de la tasa de cambio tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania^{a/}



Nota: Latam corresponde al comportamiento promedio de las tasas de cambio de Brasil, México, Chile y Perú.
a/ Base 100 = 23 de febrero de 2022. Un aumento indica una depreciación frente al dólar. El DXY se compone de una canasta de seis monedas de países desarrollados.
Fuente: Bloomberg.

senda de política monetaria menos expansiva⁸. Por el contrario, en el caso de las economías emergentes, las tasas de interés presentaron aumentos ante la mayor aversión al riesgo⁹ (Gráfico R1.4).

A partir del 2 de marzo, como se mencionó, los precios de las materias primas presentaron rápidos e importantes aumentos, lo que llevó a un incremento de las expectativas de inflación global. Esto, a su vez, se tradujo en expectativas de sendas de política monetaria menos expansivas, contrario a lo observado durante los primeros días del conflicto. En este contexto, las tasas de interés volvieron a tomar una senda alcista en países desarrollados, hasta ubicarse por encima de los niveles observados previos al comienzo del conflicto, y continuaron aumentando en países emergentes. El 16 de marzo la Reserva Federal aumentó la tasa de los fondos federales en 25 pb, en línea con lo que esperaba el mercado, pero por debajo de los 50 pb que descontaban algunos agentes del mercado antes del comienzo de la guerra¹⁰.

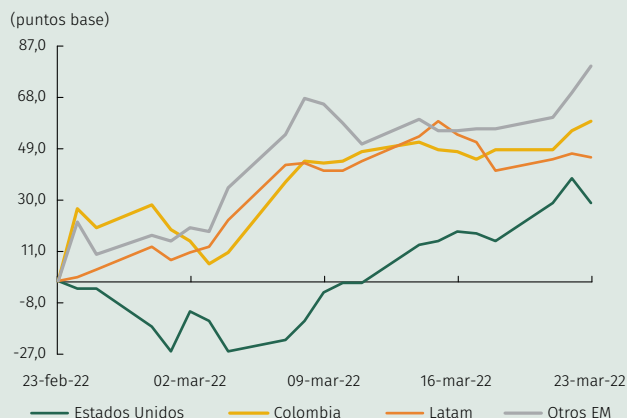
En Latinoamérica, si bien las tasas de interés se han comportado acorde con lo observado en el ámbito global, la mayoría

8 Mientras que el 23 de febrero de 2022 el mercado de futuros descontaba más de seis aumentos (de 25 pb cada uno) de tasas por parte de la Reserva Federal durante 2022, el 1 de marzo la expectativa del mercado había disminuido a un poco más de cuatro incrementos. De manera análoga, en el caso del Banco Central Europeo, entre el 23 de febrero y el 1 de marzo la expectativa de aumentos de tasa de interés en 2022, implícita en el mercado de futuros, disminuyó de 60 pb a 30 pb.

9 Entre el 23 de febrero y el 3 de marzo las tasas a diez años disminuyeron 15 pb en promedio en los Estados Unidos, Alemania, Reino Unido y Japón, y aumentaron 12 pb en Latinoamérica y 19 pb en otras economías emergentes. Por su parte, Rusia presentó un aumento de 300 pb.

10 Pese a que la guerra incidió en las expectativas de política monetaria para la reunión de marzo, las cuales disminuyeron tras el comienzo del conflicto y no volvieron a ubicarse en los niveles previos, para los demás plazos se ha observado una rápida recuperación de las expectativas de política monetaria, incluso por encima de los niveles pronosticados por el mercado previo al comienzo del conflicto. Por ejemplo, el 23 de febrero se esperaban más de seis incrementos de tasas por parte de la Fed durante 2022, mientras que al 23 de marzo se esperan más de ocho (de 25 pb cada uno).

Gráfico R1.4
Comportamiento de las tasas de los bonos soberanos a 10 años tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania^{a/}



Nota: Latam corresponde al comportamiento promedio de las tasas de los bonos soberanos a 10 años de Brasil, México, Chile y Perú.
a/ Se presentan los cambios (pb) de las tasas desde el 23 de febrero 2022.
Fuente: Bloomberg.

de los índices bursátiles han mostrado durante todo el período un comportamiento relativamente positivo, a diferencia de lo observado en otros emergentes. Asimismo, algunas monedas de la región se han apreciado frente al dólar, y las que se han depreciado lo han hecho en menor medida que en otros países emergentes¹¹. Lo anterior podría ser resultado, en parte, del aumento de los precios de las materias primas y de la lejanía comercial de la región con la zona de conflicto, lo cual ha inducido rebalances de los portafolios hacia América Latina¹².

El peso colombiano se ha apreciado 4,0% (al 23 de marzo) desde que comenzó la invasión a Ucrania. Aparte del aumento de los precios del petróleo, el comportamiento de la moneda ha estado soportado por la expectativa de flujos de dólares provenientes de los anuncios de nuevas ofertas públicas de adquisición (OPA) por el Grupo Sura y Nutresa, y la oferta de dólares por parte de inversionistas extranjeros en el mercado de derivados.

Ante el conflicto geopolítico entre Ucrania y Rusia, el mercado de deuda pública y accionario colombiano se ha comportado similar a los de la región. En particular, se destaca que los inversionistas cuyos portafolios siguen índices de inversión en títulos de renta fija y acciones de emergentes, vieron que Rusia podría perder su participación en estos dados las condiciones actuales del mercado ruso y el deterioro en la accesibilidad al mismo. Esta situación motivó la venta de los títulos rusos, lo que generó fuertes desvalorizaciones y una reducción significativa de su participación en estos índices. Para el caso del índice *GBI-EM Global Diversified* de JP Morgan, que cuenta con el mayor monto de activos bajo

11 Entre el 23 de febrero y el 23 de marzo, el peso colombiano se ha apreciado 4,0%, seguido del real brasileño (3,6%) y el peso mexicano (0,1%). Por su parte, el sol peruano se ha depreciado 0,9% y el peso chileno lo ha hecho en 0,4%, mientras que el índice MSCI EM evidencia una depreciación de 1,4% en su canasta de monedas emergentes.

12 Desde el 23 de febrero al 23 de marzo, los CDS a cinco años han disminuido 27 pb en Colombia, 10 pb en Perú, 9 pb en Brasil, y 7 pb en México y Chile. Por el contrario, el CDS de una muestra de 18 economías emergentes aumentó en promedio 30 pb.

administración¹³ (USD 221 miles de millones) dentro de sus índices de títulos emergentes en moneda local, entre el 31 de enero y el 28 de febrero de 2022 la participación de Rusia pasó del 6,84 % al 1,84 %¹⁴, mientras que la de Colombia aumentó del 4,05 % al 4,26 %¹⁵.

El 28 de febrero JP Morgan anunció la salida efectiva de los títulos rusos de sus índices de bonos en moneda local a partir del 31 de marzo de 2022. Con esta noticia, así como la participación remanente de Rusia del 1,84 % en este índice, se esperaba que dicho porcentaje se distribuya entre los demás países que conforman el índice¹⁶, donde Colombia alcanzaría una ponderación del 4,38 %. Esta recomposición ante la salida de Rusia del índice a partir de marzo podría representar unas entradas aproximadas de USD 276,2 m al mercado de TES. No obstante, este valor dependerá de las decisiones de los inversionistas, quienes pueden ajustar sus portafolios dependiendo de sus políticas de inversión. Por su parte, las firmas MSCI, S&P Dow Jones y FTSE Russell también anunciaron la salida de Rusia de sus índices de renta variable para mercados emergentes¹⁷. En estos índices también participa Colombia, sin embargo, no es claro el impacto que tendría la salida de Rusia sobre la participación de los demás países en estos índices.

Referencias

- FMI (2022). “How War in Ukraine Is Reverberating Across World’s Region” [blog], IMF, 15 de marzo.
- Banco Central Europeo (BCE) (2022). “The Impact of the Conflict in Ukraine on the Euro Area Economy in the Baseline and Two Alternative Scenarios”, ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, marzo [en línea], disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202203_ecbstaff-44f998dfd7.en.pdf
- Goldman Sachs (2022). “Russia Risk”, *Top of Mind* [en línea], disponible en: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/gs-research/russia-risk/report.pdf>
- Institute of International Finance (IIF) (2022a). “Russia Sanctions: Climbing the Escalation Ladder” [en línea], disponible en: <https://www.iif.com/Publications/ID/4797/Russia-Sanctions—Climbing-the-Escalation-Ladder>
- Institute of International Finance (IIF) (2022b). “Market Pricing versus War in Ukraine” [en línea], disponible en: <https://www.iif.com/Publications/ID/4725/Global-Macro-Views—Market-Pricing-versus-War-in-Ukraine>
- Nolsoe, E. y Pop, V. (2022). “Russia Sanctions List: What the West Imposed over the Ukraine Invasion” [en línea], *Financial Times*, disponible en: <https://www.ft.com/content/6f3ce193-ab7d-4449-ac1b-751d49b1aaf8>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2022). *OECD Economic Outlook*, Interim Report: Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine, marzo, OECD Publishing, París, disponible en: <https://doi.org/10.1787/4181d61b-en>
- The White House (2022). “Joint Statement by the G7 Announcing Further Economic Costs on Russia” [en línea], 11 de marzo, disponible en: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/11/joint-statement-by-the-g7-announcing-further-economic-costs-on-russia/>

13 Seguido por el *GBI-EM Diversified* (USD 14 miles de millones).

14 Esta reducción se explica por la desvalorización de los títulos en moneda local y depreciación del tipo de cambio en Rusia. JP Morgan ajusta sus ponderaciones de acuerdo con el valor de mercado en dólares estadounidenses y el valor total de la deuda pública emitida por cada país perteneciente al índice.

15 Los títulos soberanos de Colombia participan en los índices *Emerging Market Bond Index* (EMBI), *Government Bond Index-Emerging Markets* (GBI-EM) y *JP Morgan ESG Index* (JESG EM). En el índice EMBI se tienen en cuenta solo títulos emitidos en dólares, mientras que en los índices GBI-EM y JESG EM se tienen en cuenta títulos soberanos emitidos en moneda local.

16 La distribución se realiza de forma proporcional y manteniendo la regla de un máximo de 10 % de ponderación por país.

17 Al 28 de febrero de 2022 Rusia ponderaba 1,7 % en el *Dow Jones Emerging Markets Index*, 1,6 % en el índice *MSCI Emerging Markets Index* y 1,7 % en el índice *FTSE Emerging*.