

## FOCUS



Pela equipe  
de pesquisa  
econômica  
da Coface

## Consequências econômicas do conflito Rússia-Ucrânia: a estagflação está chegando

### RESUMO EXECUTIVO

A escalada do conflito na Ucrânia e a invasão da Ucrânia pelo exército russo em 24 de fevereiro causou turbulência nos mercados financeiros e aumentou drasticamente a incerteza sobre a recuperação econômica dois anos após o início da pandemia da COVID-19. Como a Rússia é o terceiro maior produtor de petróleo do mundo, o segundo maior produtor de gás natural e um dos cinco maiores produtores de aço, níquel e alumínio, é altamente provável que qualquer redução significativa no fornecimento de energia e nos embarques de metais faça com que estas matérias primas aumentem de preço. Assim, no dia da abertura das negociações, os mercados financeiros internacionais caíram drasticamente; e os preços do petróleo, gás natural, metais e matérias primas (especialmente grãos) subiram em conjunto.

Embora o aumento dos preços das matérias primas fosse um dos riscos identificados como potencialmente perturbadores para a recuperação, a escalada do conflito entre a Rússia e a Ucrânia aumentou a probabilidade de que os preços das matérias primas permanecessem mais altos por um período mais longo. Por outro lado, também aumenta a ameaça de alta inflação por um período sustentado, não apenas para as necessidades básicas, o que poderia provocar agitação social tanto nas economias desenvolvidas quanto nas emergentes. Além disso, indústrias como: automotiva, transporte, química e em geral qualquer setor que utilize as matérias acima mencionadas como insumos estão em uma posição particularmente vulnerável.

Por outro lado, se considerarmos a escalada das sanções anunciadas pelos países ocidentais e seus aliados, a economia russa enfrentará grandes dificuldades e passará novamente (severamente) por uma recessão em 2022, de tal forma que precisaremos rebaixar o país na avaliação de risco de B para D. A Europa, por sua vez, parece ser a região mais exposta às consequências do conflito, uma vez que é altamente dependente do petróleo russo e especialmente do gás natural. Além disso, a substituição do fornecimento de gás russo para a Europa (~40% do consumo total europeu) é praticamente impossível a curto e médio prazo e mesmo que o atual nível de preços fosse mantido até o final do ano, certamente teria um efeito significativo sobre a inflação.

Nossas estimativas mostram pelo menos 1,5 pontos percentuais adicionais de inflação em 2022, em comparação com nossas projeções anteriores na zona do euro, razão pela qual o consumo interno irá enfraquecer, assim como o crescimento do PIB. Enquanto países como Alemanha e Itália são mais dependentes do gás natural russo, a interdependência comercial dos países da Zona Euro resultará na desaceleração geral (1 ponto percentual após levar em conta os impactos sobre o comércio exterior e os investimentos comerciais). Se o fornecimento de gás natural russo fosse completamente cortado, o custo aumentaria em menos 4 pontos percentuais, resultando em zero crescimento anual do PIB em 2022.

No resto do mundo, as consequências econômicas serão sentidas principalmente nos preços mais altos das matérias primas, o que exacerbará as pressões inflacionárias existentes em grande parte do mundo, mesmo pré-conflito; e, ao mesmo tempo, a redução da demanda na Europa dificultará o comércio internacional. Sempre que os preços das matérias primas subirem, os importadores líquidos de matérias primas de energia e alimentos serão duramente atingidos, especialmente em um ambiente de incerteza e preços voláteis com o espectro de grandes interrupções no fornecimento, caso o conflito aumente ainda mais e sanções ou represálias por parte de um Estado-nação possam ser adotadas.

Em resumo: o mundo mudou e os riscos também.



## Impacto do conflito na indústria energética

Na virada do ano, os mercados de gás natural e petróleo já estavam começando a empurrar os preços para novos patamares. Além disso, o conflito ameaça espremer ainda mais os mercados de energia.

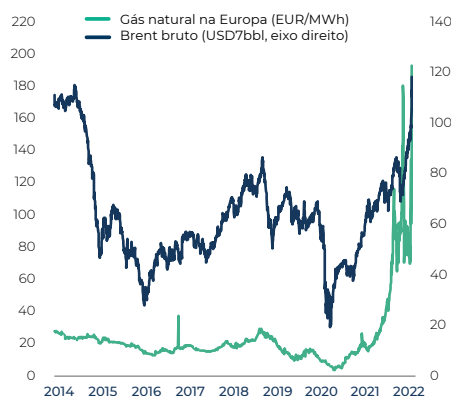
A Federação Russa é o segundo maior produtor mundial de gás natural (679 bilhões de metros cúbicos em 2019), e o terceiro maior produtor de petróleo bruto (11,2 milhões de barris por dia em 2019). Diante dos desenvolvimentos recentes, pela primeira vez desde 2014, o petróleo bruto Brent ultrapassou US\$ 100 por barril; enquanto em 4 de março na Europa os preços do gás subiram para um recorde de 192 euros (figura 1).

A substituição do fornecimento de gás russo para a Europa (~40% do consumo total europeu) é quase impossível a curto prazo; e continuará a ser um desafio em torno dos únicos fluxos que transitam pela Ucrânia. Durante 2022, a Europa provavelmente terá que competir com os países asiáticos pelos transportadores de GNL disponíveis no mercado spot. Além disso, se a Rússia continuar a contratar o fornecimento, ocorrerá a destruição da demanda.

Quanto ao petróleo bruto, as opções de produção aumentam devido à existência de outras fontes - a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) deve continuar a reduzir seus cortes de produção, ao contrário dos países não-OPEP (Canadá, Brasil, Guiana, etc.) cuja produção está aumentando e possivelmente acelerando,

dado os preços atuais (xisto americano). Entretanto, tais alternativas podem não ser suficientes para mitigar graves interrupções no abastecimento russo. O principal risco ascendente para o fornecimento de petróleo, que poderia limitar o aumento dos preços, seria uma possível guerra nuclear com o Irã, que detém um quinto das reservas mundiais comprovadas de petróleo e cuja produção tem sido limitada pelas sanções dos EUA. A viagem a Teerã do chefe da Agência Internacional de Energia Atômica em 5 de março melhorou muito as perspectivas de progresso. Se o Irã voltasse ao mercado, mais de 1 milhão de barris seriam exportados diariamente e gradualmente substituiriam as interrupções no fornecimento russo. A fim de responder às preocupações sobre possíveis rupturas nas exportações russas (4-5 milhões de barris por dia), os países da Agência Internacional de Energia (AIE) - um grupo de 31 países da OCDE que responde por cerca de 45% do consumo mundial de petróleo - concordaram em 1º de março em liberar 60 milhões de barris de petróleo de sua reserva de emergência, aproximadamente 2 milhões de barris por dia por um período anual, equivalente a 4% das reservas. Este é o quarto sorteio coordenado da AIE após 1991, 2005 e 2011. Por sua vez, a OPEP e seus parceiros (incluindo a Rússia) não têm o objetivo de aumentar sua produção de petróleo. A OPEC+ concordou em ajustar sua produção total para uma revisão ascendente de 400.000 bpd de março a agosto, como tem feito desde agosto de 2021.

Figura 1: Preços do petróleo e do gás natural



Sources: Refinitiv, Coface

Uma das primeiras medidas tomadas pelo Ocidente em resposta às ações da Rússia foi a suspensão do gasoduto Nord Stream 2, que liga a Rússia à Alemanha através do Mar Báltico. Embora o setor de energia não tenha sido afetado até agora, o mercado petrolífero está começando a sofrer, com o aumento das interrupções das exportações russas e uma queda de 30% no preço.

## Impacto do conflito na indústria agroalimentaria

A pressão sobre os preços das matérias primas agrícolas - já em uma tendência ascendente - será exacerbada pelo conflito. A Rússia é o maior exportador mundial de trigo (cerca de 20% do comércio mundial), enquanto a Ucrânia é um dos principais produtores de: milho (6º lugar), trigo (7º lugar), girassóis (1er lugar), além de ser um dos dez maiores produtores de açúcar de beterraba, cevada, soja e canola. Em 2019, a Rússia e a Ucrânia representaram juntas 25%, 21% e 17% das exportações mundiais de trigo, cevada e milho, respectivamente (Figura 2).

Além disso, a Rússia e a Ucrânia representam cerca de 75% das exportações globais de sementes de girassol e óleo de cártamo (ambos utilizados como óleo comestível para consumo humano e animal).

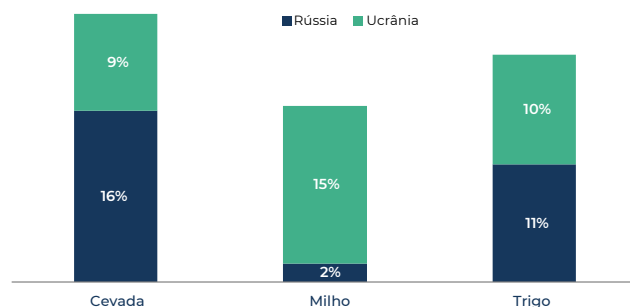
Como a Ucrânia suspendeu a navegação comercial em seus portos e a Rússia fechou o Mar de Azov para embarcações comerciais, as interrupções de abastecimento serão significativas.

Conseqüentemente, os principais comerciantes de grãos, incluindo ADM, Cargill e Bunge, suspenderam as operações na Ucrânia (embora ainda não na Rússia). Apesar do fato de que os embarques de grãos russos partem principalmente dos portos do Mar Negro (ainda abertos no momento da redação) e que os portos do Mar de Azov são menores, tais interrupções poderiam afetar as exportações de trigo, milho e cevada para o Egito e Turquia (os maiores compradores de trigo russo, segundo e terceiro maiores importadores de grãos ucranianos, respectivamente), bem como para Chipre, Itália e Líbano.

Preços mais altos de cereais (Figura 3) poderiam resultar em preços mais altos ao consumidor para produtos como massas, farinha, óleos comestíveis (girassol, açafrão, azeite, etc.). Conseqüentemente, os preços da carne subiriam, pois esses grãos são usados para alimentar o gado. Espera-se também que as consequências do atual episódio de La Niña<sup>1</sup>, uma diminuição na produção de soja e milho na América Latina, sejam superadas.

Outros efeitos indiretos para a indústria agrícola serão os subprodutos dos preços mais altos do gás natural, que é um insumo crucial para a produção de fertilizantes e/ou preços mais altos de fertilizantes, o que diminuiria o rendimento agrícola.

Figura 2: Participação da Rússia e da Ucrânia nas exportações mundiais de grãos selecionados



Sources: Trademap, Coface

Por outro lado, a menor produção de fertilizantes se traduz em menos CO2 disponível para para atordoar o gado antes do abate, assim como para certas bebidas. O aumento dos preços do gás irá, portanto, exacerbar as pressões globais sobre os preços dos alimentos através de vários canais.

## Impacto do conflito na indústria metalúrgica

A Rússia é um grande produtor de: paládio, alumínio, níquel e cobre (figura 4). Além da energia e das matérias primas agrícolas, os preços dos metais também subiram nos últimos meses, devido a desequilíbrios significativos que deverão se agravar (figura 5). Os aumentos de preços beneficiaram alguns segmentos do mercado, embora as fundições e os fabricantes tenham sido afetados negativamente, com os preços mais altos da energia na Europa corroendo seus lucros. Entretanto, são os usuários finais dos principais metais básicos e metais preciosos que serão mais afetados pelo aumento, especialmente as indústrias automotiva, aeroespacial e de construção. De fato, o paládio é a chave para catalisadores para motores de combustão interna (ICEs). Por sua vez, o paládio é utilizado na produção de semicondutores, como o néon, um gás chave para o processo litográfico de produção de chips, dos quais a Ucrânia produz aproximadamente 70% das exportações mundiais. Como o fornecimento de gás paládio e néon vem principalmente da Rússia e da Ucrânia (vital para a indústria americana), é provável que haja mais interrupções no fornecimento global de semicondutores. Além disso, o níquel é crucial para as baterias de lítio-íon para veículos elétricos (EVs).

Além disso, a Indonésia, que possui as maiores reservas mundiais de níquel, proibiu as exportações de minerais a fim de obter mais valor agregado; conseqüentemente, a posição da Rússia torna-se mais relevante à medida que muitas empresas se apressam a garantir o abastecimento em um mercado já de si volátil. O alumínio (carrocerias de automóveis, aeronaves, janelas, eletrodomésticos, etc.) e o cobre (cabos, varetas, eletroeletrônicos, edifícios e outros ambientes industriais) têm usos generalizados. A transição para EVs depende, em grande medida, do acesso a grandes e acessíveis suprimentos de alumínio, cobre, níquel, lítio e produtos de paládio.

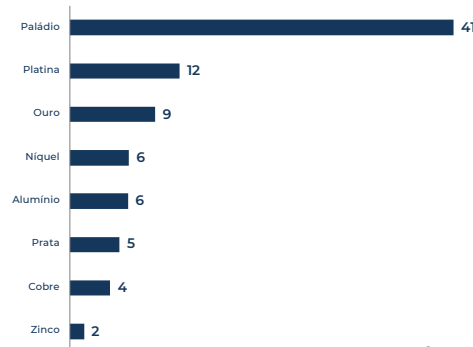
A competição por insumos minerais crus poderia significar que a Europa poderia ficar aquém do fornecimento de metais, especialmente se a China aumentasse suas importações. Estes metais são fundamentais para os setores de manufatura e construção, portanto, vários setores poderiam parar a produção na Europa se não houvesse fornecimento. Por outro lado, muitas fundições europeias suspenderam parte de sua produção, devido ao aumento dos preços da energia, por considerá-la não rentável. A cadeia de abastecimento é complexa; além disso, o aperto de vários mercados poderia exacerbar a escassez e elevar os preços a níveis insustentáveis.

Figura 3: Preços do óleo de girassol e grãos selecionados (100= janeiro de 2019)



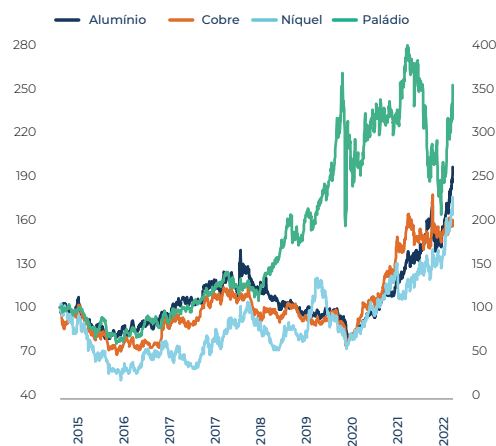
Sources: Refinitiv, Coface

Figura 4: Participação da Rússia na produção mundial de metais selecionados em 2019



Sources: JP Morgan, Coface

Figura 5: Preços dos metais selecionados (100= 2015)



Sources: Refinitiv, LME, Coface

## Impacto do conflito na indústria automotiva

A situação atual tem fortes impactos sobre um setor automotivo já em retração, devido a vários déficits e ao aumento dos preços das matérias-primas: semicondutores, cobalto, lítio, magnésio, entre outros.

As fábricas de automóveis ucranianas fornecem os principais fabricantes de automóveis da Europa Ocidental, em particular a fiação elétrica dos automóveis. De fato, na última sexta-feira, a VW e a Renault anunciaram a suspensão das atividades em algumas fábricas na Europa (Zwickau e Dresden, Togliatti e Moscou) devido aos conflitos em curso entre os beligerantes. Da mesma forma, a Porsche e a BMW também anunciaram o fechamento de fábricas. Outras fábricas ao redor do mundo estão planejando saídas devido à falta de chips. A situação atual vai acrescentar dificuldades para o setor automotivo. Ao mesmo tempo, devemos estar conscientes dos efeitos sobre os consumidores europeus do rápido aumento dos preços dos VE, que têm sido promovidos nos últimos anos às custas dos carros com motores IC, que precisam de acesso ao paládio para seus conversores catalíticos.

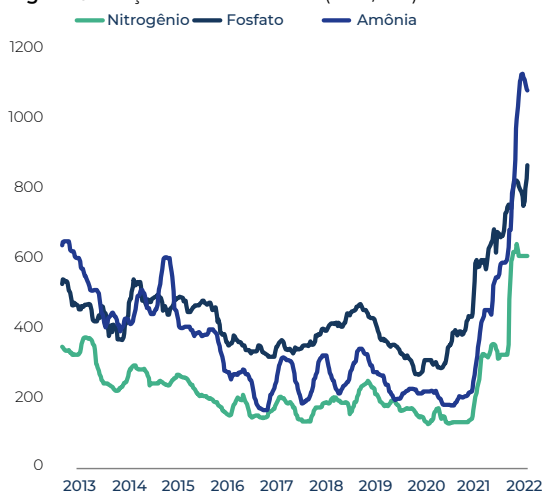
## Impacto do conflito na indústria química

Muitos produtos químicos já estavam começando a se desenvolver em um ambiente turbulento e altamente volátil para os clientes quando os preços atingiram níveis não vistos durante anos. Considerando que a Rússia também fabrica produtos de petróleo e gás, podemos esperar que as matérias-primas para a petroquímica se tornem mais caras. Os preços mais altos da nafta e do etanol (altamente correlacionados com os preços do gás natural e do petróleo bruto) irão espremer as margens de algumas empresas petroquímicas.



Como mencionado na seção agroindústria, os preços dos fertilizantes também estão em alta (figura 6). Os três nutrientes primários dos fertilizantes comerciais (nitrogênio, potássio e fósforo) devem ser impactados por eventos recentes. Os preços do nitrogênio subiram drasticamente após a invasão russa da Ucrânia. Este último é um exportador chave de nitrogênio, com exportações anuais de 7 milhões de toneladas de uréia de um mercado de 55 milhões de toneladas. O conflito aumentará as preocupações com o abastecimento, especialmente devido à proibição da China de exportar fertilizantes até junho de 2022, a fim de garantir o abastecimento doméstico de alimentos. As autoridades chinesas não levantarão a proibição de exportação, mesmo com o aumento significativo dos preços e a crise atual. Por último, mas não menos importante, vale notar que as perdas de produção, na Europa Ocidental como exemplo, levaram à queda dos estoques, especificamente na Índia, que é um importador chave.

Figura 6: Preços dos fertilizantes (USD/ton)



Sources: Refinitiv, Coface

A Rússia e Belarus, atingidos por sanções, são grandes exportadores de potassa: BPC (Belarus) e Uralkali (Rússia); que respondem por cerca de um terço do mercado total de potássio. O mercado é marcado por contratos de longo prazo entre nações e está sujeito a tendências ascendentes no mercado de Nova Orleans, Louisiana (NOLA), a partir de 2020. A Rússia, que abastece a Europa, é também um dos principais players nos mercados de fósforo (representa 10% do mercado de fosfato diamônio e 20% do mercado de fosfato monoamônico). Assim como o mercado de potássio, o mercado de fosfato é caracterizado por contratos ou acordos de longo prazo. Embora o mercado já seja apertado, os direitos impostos pelos EUA sobre as rochas de origem marroquina, chinesa ou russa contribuirão para a exacerbação das desigualdades.

### Impacto do conflito na indústria de transporte

O aumento dos preços da energia, particularmente do petróleo, também terá um impacto sobre a indústria de transportes. As empresas de frete aéreo e marítimo sofrerão com o aumento dos preços dos combustíveis. Entretanto, as companhias aéreas estão mais expostas a riscos, pois estima-se que o combustível seja responsável por um terço de seus custos totais. As companhias aéreas russas serão severamente impactadas pelas proibições que os países europeus, os EUA e o Canadá lhes impuseram a

impedir o acesso a seus respectivos territórios. A retaliação por parte da Rússia, que já banuiu aviões europeus e canadenses de seu espaço aéreo - e é provável que o faça também para as aeronaves dos EUA - significa custos mais altos para as companhias aéreas, pois elas terão que tomar rotas mais longas para sobrevoar o maior país da área. Da mesma forma, espera-se que as proibições diminuam a demanda de viagens na Rússia.

A magnitude do impacto variará, dependendo da posição geográfica da companhia aérea e da participação da Rússia nas reivindicações. As companhias aéreas têm pouco espaço para suportar aumentos de preços, pois continuam a enfrentar baixas receitas causadas pelo impacto internacional da pandemia nas viagens. O frete ferroviário também será afetado pelo conflito, dadas as proibições de fazer negócios com a Rússia que as empresas europeias impuseram. É provável que a atividade ferroviária da Ásia e Europa para a Rússia seja comprometida. O frete ferroviário é geralmente transportado por via aérea (mais rápido, mas mais caro) ou marítima (mais lento, mas mais barato). Conseqüentemente, os preços do frete nessas rotas subiram acentuadamente como resultado da pandemia, e o transporte ferroviário entre a Ásia e a Europa foi beneficiado, com sua participação no frete total entre as duas regiões subindo acentuadamente nos últimos dois anos.

### Impacto do conflito na indústria madeireira

A Rússia é um grande exportador de madeira (16% das exportações globais em 2019), particularmente de madeira macia, e especialmente de produtos florestais. As indústrias de processamento de madeira da UE e da China são especificamente dependentes das exportações russas. Antes do conflito, as restrições de exportação impostas pela Rússia às exportações de madeira (aumento dos direitos de exportação, redução do número de pontos de passagem) já eram uma fonte de preocupação para os importadores. As sanções comerciais impostas à Rússia exacerbarão ainda mais as tensões neste setor, potencialmente reduzindo a oferta global de madeira e exercendo pressão para cima sobre os preços já altos.

### Profunda recessão para a economia russa

Devido à escalada do conflito com a Ucrânia e às duras sanções adotadas pelos países ocidentais, a economia russa voltará a cair em recessão (previsão atualizada do PIB, Coface 2022: -7,5%) em relação à recuperação do ano anterior. Como consequência, a Coface baixará a avaliação de risco do país russo de B (bastante alta) para D (muito alta). As sanções visam principalmente os principais bancos russos, razão pela qual removeu sete deles da ferramenta de comunicação internacional, SWIFT (caixa 1 - ver página seguinte). Além disso, várias sanções foram impostas às reservas cambiais do Banco Central da Rússia (BCR) - em sua maioria mantidas em contas ocidentais - enquanto os EUA proibiram a participação em quaisquer transações envolvendo o BCR. Além disso, os países ocidentais proibiram o comércio da dívida soberana russa e restringiram o acesso ao capital estrangeiro. Alguns funcionários públicos e oligarcas russos estão sujeitos a congelamento de bens e restrições de viagem. Também sujeito a sanções: setores de defesa da Rússia, controles de exportação de componentes de alta tecnologia para a Rússia e o fechamento do espaço aéreo da UE, Canadá e EUA. Estas medidas exercem uma pressão considerável para baixo sobre o rublo russo (figura 7), que já havia desmoronado,

Figura 7: Taxa de câmbio USD/ RUB (1 USD= ...RUB)



Sources: Refinitiv, Coface

e irá impulsionar a inflação de preços ao consumidor. Como medida de emergência, o banco central russo já havia aumentado sua taxa de juros-chave para 20% (de um nível relativamente alto de 9,5%) em 28 de fevereiro; ele pode aumentá-la ainda mais para combater a depreciação do rublo e a alta inflação. Em comparação com a maioria dos outros países emergentes ricos em minerais, a Rússia acumulou finanças relativamente sólidas: baixa dívida externa pública, excedentes recorrentes em conta corrente e acumulação de uma parte justa de suas receitas minerais no Fundo Nacional de Bem-Estar Social, bem como consideráveis reservas estrangeiras (cerca de US\$640 bilhões). Entretanto, o congelamento rapidamente imposto pelos países depositários ocidentais a estes últimos impede que o banco central russo os utilize e reduz a eficácia da resposta da Rússia para limitar a deterioração e, acima de tudo, a queda do rublo. Nos últimos anos, a Rússia tem reduzido sua dependência do dólar em favor do euro. Assim, em meados de 2021, as reservas em USD representavam 16% do total, EUR 32%, GBP 7%, enquanto o yuan (CNY) era de 13%. As reservas de ouro representaram 22%.

Por outro lado, para combater o impacto das sanções, foram implementadas medidas de controle de capital com a proibição de transferências de moeda estrangeira, incluindo a manutenção de empréstimos em moeda estrangeira fora do país. Os exportadores russos também são obrigados a vender 80% de suas receitas em moeda estrangeira. Da mesma forma, o Banco da Rússia proibiu o pagamento de cupons a investidores estrangeiros detentores de dívida soberana denominada em rublo, enquanto as empresas russas também estão proibidas de pagar dividendos a seus acionistas no exterior, além de uma proibição temporária da venda de ativos russos por investidores estrangeiros para reduzir a saída de dinheiro do país. Além disso, o governo russo ordenou que o Ministério das Finanças alocasse até um bilhão de rublos (US\$ 10,3 bilhões) do Fundo Nacional da Riqueza para comprar ações de empresas russas.

Uma inflação mais elevada irá corroer o poder de compra dos consumidores russos, levando a um declínio no consumo privado real, o motor tradicional do crescimento (50% do PIB). Juntamente com a inflação, os custos de financiamento mais altos e o sentimento de deterioração limitarão os gastos domésticos e o investimento empresarial.

Ao mesmo tempo, o investimento público não se acelerou nos últimos anos e espera-se agora que permaneça em espera. Por outro lado, a economia russa poderia se beneficiar de preços mais altos de matérias-primas, especialmente para suas principais exportações de energia. Entretanto, os países da UE anunciaram sua intenção de limitar as importações da Rússia. A AIE publicou um plano de 10 pontos para reduzir a dependência da Europa em relação à Rússia, estimando que a Europa poderia reduzir suas importações em mais de um terço em um ano. Se assim fosse, a demanda enfraqueceria e os preços cairiam, especialmente porque as necessidades imediatas da Europa diminuiriam à medida que a estação do inverno chega ao fim. Esta tendência poderia ser reforçada caso a Rússia abraque ou pare o fluxo de gasodutos para a Europa como uma contra-sanção. No setor industrial, restringir o acesso a semicondutores produzidos no Ocidente, computadores, telecomunicações, automação e equipamentos de segurança da informação será prejudicial, dada a importância desses insumos nos setores de mineração e manufatura da Rússia.

#### Quadro 1

### IMPACTO DA EXCLUSÃO DE ALGUNS BANCOS RUSSOS DO SWIFT

A Sociedade Mundial de Telecomunicações Financeiras Interbancárias (SWIFT, por seu acrônimo em inglês) é um sistema global de mensagens para bancos. A SWIFT é uma cooperativa internacional de bancos, mundial, que se assemelha a uma linha de sangue para todas as finanças internacionais. A própria SWIFT não liquida pagamentos, mas seu sistema padronizado de mensagens seguras é altamente confiável, pois permite que um banco que recebe uma mensagem tenha certeza de que se trata de uma instrução válida e de proceder com segurança. Também permite que os bancos processem grandes volumes de transações muito rapidamente. A Swift liga 11.000 bancos e instituições em mais de 200 países.

A Comissão Européia anunciou a exclusão de sete bancos do SWIFT: VTB Bank (o segundo maior banco), Vnesheconombank (VEB), Rossiya Bank, Sovcombank, Bank Otkritie, Novikombank e Promsvyazbank.

Para mitigar as consequências da decisão sobre pagamentos de petróleo e gás, Sberbank (o maior credor por ativos) e Gazprombank (fortemente envolvido no setor de energia) não estão incluídos na lista.

Neste contexto, os bancos russos terão três opções alternativas para as transações:

- Os bancos russos poderiam continuar a realizar transações transfronteiriças recorrendo a ferramentas de comunicação mais lentas e menos seguras, como faxes, e-mails, telefonemas e cartas (como fizeram os bancos iranianos entre 2014 e 2016). Esses processos seriam mais caros e mais vulneráveis a ciberataques.
- As transações podem ser feitas através de bancos russos que não foram excluídos da SWIFT, se houver um "acordo de correspondência" entre os dois bancos. Caso contrário, as empresas terão que abrir uma conta com os bancos compensados pela SWIFT para suas transações.
- Conduzir transações através de redes de pagamento alternativas: (a) o Sistema de Transferência de Mensagens Financeiras (SPFS), desenvolvido pelo Banco Central da Rússia ou (b) o Sistema de Pagamento Interbancário Transfronteiriço da China (CIPS). Entretanto, estes dois sistemas alternativos têm muito menos participantes do que a SWIFT, o que limita severamente as possibilidades de transações.

O Sistema de Transferência de Mensagens Financeiras da Rússia (FTS) funciona bem para transações domésticas, mas tem custos de transação mais altos. Atualmente, 400 bancos já estão conectados ao SPFS. Entre eles estão os bancos russos, alguns bancos nos países da CEI e bancos na Alemanha, Suíça, França, Japão, Suécia, Turquia e Cuba. O número de participantes estrangeiros no sistema PESA está crescendo constantemente, 2021 e no final do n° 40. Entretanto, sua ubiquidade não é comparável à da SWIFT.

No final de janeiro de 2022, havia 1.280 participantes no China Interbank Cross-Border Interbank Payment System (CIPS), incluindo participantes diretos 75 e indiretos 1,205 cobrindo países 103 e regiões em todo o mundo. Os participantes diretos abrem uma conta CIPS, e podem enviar e receber negócios diretamente através do CIPS. Os participantes indiretos obtêm os serviços prestados pela CIPS indiretamente através de participantes diretos. Os participantes indiretos do CIPS ainda podem precisar passar pela SWIFT para completar os acordos. Entre os participantes diretos, há 11 bancos estrangeiros (DBS, Citibank, JPMorgan, Standard Chartered, HSBC, Deutsche, BNP Paribas, ANZ, MUFG, Mizuho e SMBC). Um pouco mais de um terço (27 de 75) estão localizados no exterior, onde todas são subsidiárias estrangeiras de empresas chinesas, com oito na Europa, incluindo uma na Rússia (Industrial and Commercial Bank of China RMB Clearing Bank na Rússia).

Entre os participantes indiretos, há 934 empresas na Ásia (541 empresas na China), 159 empresas na Europa, 43 empresas na África, 29 empresas na América do Norte, 23 empresas na Oceania e 17 empresas na América do Sul.

Pelo menos 23 bancos russos estão ligados ao CIPS (como participantes indiretos), e a Rússia não terá problemas para fazer negócios em yuan através do CIPS. Além disso, as principais instituições russas, tanto privadas quanto estatais, só aceitaram pagamentos em yuan nos últimos anos. Por exemplo, em setembro de 2021, a Gazprom mudou de aceitar pagamentos em dólares para pagamentos em yuan por combustível para aviação. Embora tenha mais participantes que PESA, sua ubiquidade não é comparável à da SWIFT.

Mesmo antes destas restrições oficiais serem formalmente implementadas, várias empresas ocidentais já decidiram interromper ou limitar suas atividades na Rússia. Para tentar limitar o impacto, a Rússia provavelmente vai querer aprofundar suas relações comerciais com a China (quadro 2), que já é o principal mercado para suas exportações e importações.

## Quadro 2

**O PAPEL DA CHINA NA CRISE RUSSO-UCRANIANA**

O comércio bilateral atingiu um recorde de 145,9 bilhões de dólares em 2021, contra 107,8 bilhões de dólares em 2020. As exportações chinesas para a Rússia aumentaram 35% desde 2020 (para USD 67,6 bilhões); enquanto as importações da Rússia aumentaram 12% (para USD 78,4 bilhões). Com a China dominando quase dois terços do total de importações de energia da China da Rússia. As empresas russas também expressaram preferência pelo uso de yuan em suas importações de energia da Rússia.<sup>22</sup>

Acordos comerciais, que aumentaram de 3,1% do comércio China-Rússia em 2014 para 17,5% em 2020. Em 25 de fevereiro de 2022, a unidade de petróleo da Gazprom, Gazprom, anunciou que está mudando completamente para yuan para combustível de aviação.

**Acordo bilateral sobre câmbio de moeda local**

Em outubro de 2014, o Banco Popular da China (PBoC) e o CBR assinaram um acordo bilateral de troca de moeda local com uma escala de RMB 150 bilhões/RMB 815 bilhões, válida por três anos. Este acordo de troca foi prorrogado duas vezes, em novembro de 2017 e 2020.

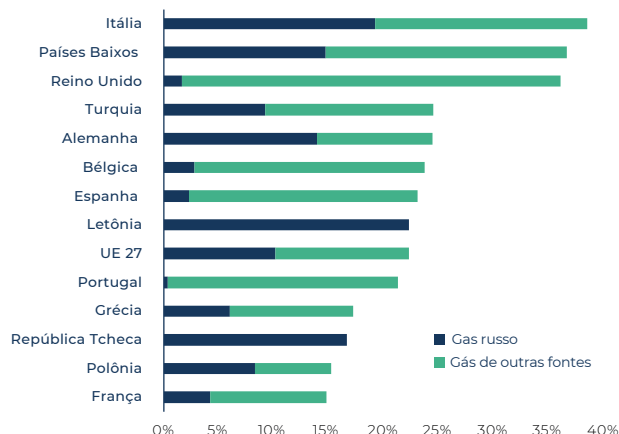
Foram iniciados múltiplos swaps bilaterais de moeda local, com fundos fornecidos a bancos comerciais chineses e russos, de acordo com relatórios da imprensa, embora muito poucos detalhes tenham sido fornecidos. Entretanto, a filial do PBoC em Qingdao disse em 2018 que tinha facilitado um empréstimo em rublos, recorrendo à troca, com o Banco da China; emprestando rublos a uma empresa local para que ela pudesse importar mercadorias russas.

**As economias européias estão, sem dúvida, em maior risco**

A Europa é sem dúvida a região mais vulnerável, devido à sua dependência do petróleo e do gás russos (Figura 8). Embora a dependência do gás russo varie muito de país para país, todas as economias serão afetadas pelos preços mais altos do gás no continente. Juntamente com o aumento dos preços de outras matérias-primas, isto alimentará as pressões inflacionárias em todos os países da região, reduzirá a renda disponível das famílias e, por sua vez, o consumo privado. Além disso, dados os grandes fluxos comerciais dentro da zona do euro, é provável que todas as economias sejam significativamente afetadas.

No caso da Alemanha, o gás natural é a segunda maior fonte de energia e 31,6 milhões de pessoas (37% da população) vivem em um lar alimentado a gás. As importações de gás da Rússia (65% do total das importações de gás) não são facilmente substituíveis, pois não há terminais de GNL nos portos alemães, mas não esperamos, pelo menos a curto prazo, que a Alemanha fique sem gás (as reservas são suficientes para passar o inverno). Além do gás, o comércio direto de mercadorias com a Rússia é muito limitado. No entanto, há alguma conexão na indústria automotiva

**Figura 8:** Gás natural como parte do consumo total de energia primária em 2019



Sources: Eurostat, Coface

Enquanto a Alemanha será a mais atingida das principais economias da zona do euro, a Itália não está muito atrás. Embora a Itália tenha administrado melhor os estoques do que outros países europeus (39% da capacidade contra uma média da UE de 30%); o Primeiro Ministro Mario Draghi advertiu que os níveis atuais são baixos (geralmente não são atingidos até o final de março). Quanto à estabilidade financeira, a exposição relativamente pesada da Unicredit levantou preocupações, mas com sua subsidiária russa representando cerca de 3% da receita e do capital do grupo, ela não é um risco sistêmico.

A França é menos dependente do gás russo, por um lado porque consome menos devido a seu investimento em energia nuclear e, por outro, porque a Rússia é seu segundo fornecedor depois da Noruega (20% em comparação com 36%). No entanto, a Rússia é responsável por cerca de 10% de várias importações de metais: alumínio, minérios de ferro, níquel e titânio.

Além disso, a Ucrânia é também um fornecedor chave de óleo de girassol (65% das importações totais de óleo de girassol bruto). Embora menos dependente do gás russo, que representa apenas 9% de suas importações de gás (atrás da Argélia, Nigéria ou mesmo do Qatar), a economia espanhola pode ver como alguns setores são diretamente afetados pela dependência das importações ucranianas de milho (30% do total das importações de milho) e de óleo de girassol (70%). Além disso, como se tornou evidente nos últimos meses, a inflação energética é particularmente volátil na Espanha devido à grande proporção de contratos com variações diárias de preços. Como resultado, o consumo, que no final de 2021 ainda estava 8% abaixo de seu nível pré-crise devido à redução da renda disponível (em comparação com outras grandes economias da zona do euro), poderia ser arrastado ainda mais para baixo.

Embora a inflação parecesse temporária, e se esperava que recuasse na segunda metade de 2022, é provável que os preços mais altos da energia durante um período prolongado alimentem pressões inflacionárias. De acordo com nossa estimativa, os preços mais altos das matérias-primas levarão a mais 1,5 pontos percentuais de inflação na zona do euro em 2022.

Como os custos de insumos permanecerão altos por mais tempo, isto deverá afetar ainda mais a lucratividade das empresas e sua capacidade de absorver esses custos, que seriam então repassados aos consumidores, alimentando os efeitos da segunda rodada e/ou da inflação de passagem.

Em 10 de março, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) publicará sua última declaração política sobre previsão da inflação, que provavelmente mostrará uma revisão para cima, o que aumentará as pressões para apertar a política monetária mais cedo e mais. No entanto, vale mencionar que as ferramentas do BCE não têm controle sobre os preços da energia. Além disso, com a queda dos mercados financeiros, o meio ambiente se tornou mais adverso. O BCE disse em uma declaração que estaria pronto para estabilizar os mercados financeiros. Como planejado inicialmente, é provável que o programa de compra de emergência (EPPP) termine no final do mês, e mantenha sua comunicação inalterada por enquanto. Qualquer discussão sobre um aumento da taxa de depósito provavelmente será adiada até que haja uma imagem mais clara das perspectivas econômicas e políticas da Europa. Os rendimentos dos títulos soberanos italianos e gregos a 10 anos caíram cerca de 20 pontos base na segunda-feira.

1 de março, após comentários de funcionários do BCE para se protegerem contra o risco de um aumento prematuro das taxas de juros. Em termos de sustentabilidade da dívida, permanecer em um ambiente de taxas de juros ultra-baixas mais do que compensaria os ventos de proa estagflacionária que a Europa enfrenta atualmente. No momento em que escrevemos, no que chamaríamos de cenário mais favorável, assumindo uma diminuição gradual das tensões e um declínio nos preços das matérias-primas em relação ao seu pico atual - mas ainda alto -, estimamos um impacto médio na Zona Euro de quase um ponto percentual, com um declínio maior nos países mais expostos, como a Alemanha. Entretanto, não se pode descartar um cenário mais adverso, no qual pudessemos ver mais perturbações nos fluxos de energia. Por exemplo, um corte total nos fluxos de gás natural russo para a Europa afetaria significativamente a atividade econômica através de uma redução de 40% no fornecimento de gás natural. Assumindo a substituição de energia sempre que possível, e o racionamento do suprimento de gás onde for menos perturbador para a atividade econômica (reduzindo assim pela metade a elasticidade aparente do PIB em relação à energia), o impacto sobre o PIB da zona do euro poderia chegar a 4 pontos percentuais, implicando em um crescimento anualizado zero.

Neste caso, a extensão da inflação adicional dependerá estreitamente das medidas governamentais para reduzir as contas de energia doméstica e corporativa, que por sua vez dependerão da margem de manobra fiscal de cada país. Embora não diretamente exposto à Rússia, como os fluxos comerciais são pequenos e incluem principalmente ouro, o Reino Unido importa a maior parte de seu paládio e uma proporção significativa de sua platina (65% e 33%, respectivamente) da Rússia. Embora antes do conflito, o Banco da Inglaterra (BoE) havia previsto que a inflação atingiria um pico superior a 7% em abril, quando um aumento de 54% nas contas de energia doméstica regulamentadas entrou em vigor, e o aumento dos preços das matérias-primas provavelmente empurrará os preços ainda mais para cima. Embora se esperasse que o BoE continuasse a aumentar suas taxas de juros (três aumentos adicionais planejados) em 2022, há receios de um choque de crescimento, o que poderia atrasar o cronograma de normalização das políticas.

A região da CEE é altamente dependente das importações de petróleo e gás natural da Rússia. Em termos de petróleo, a dependência da região para a Rússia é alta, especialmente para a Eslováquia (100% de seu petróleo vem da Rússia), Lituânia (73%) e Polônia (72%), enquanto as importações de gás natural russo são cruciais para a Macedônia do Norte (100%), Letônia (100%), República Tcheca (100%), Hungria (95%), Eslováquia (85%) e Bulgária (75%). A Polônia, que atende cerca de 50% de suas necessidades de gás natural da Rússia, anunciou antes do conflito que não prorrogaria seus contratos de energia para além de 2022. No passado, os países da CEE sofreram ameaças de reduções temporárias de fornecimento através dos oleodutos Yamal, Druzhba South e Odessa-Brody-Plock. Na Polônia, embora não tão significativa, a depreciação do PLN polonês (-4% desde a escalada do conflito) é provável que aumente os custos de importação. A importância do mercado russo para as exportações dos países da CEE é muito menor do que antes. Nesta região, as economias bálticas são as mais expostas, devido à sua proximidade geográfica com a Rússia e aos laços comerciais históricos. Entretanto, a região da CEE, que é mais dependente das economias da Europa Ocidental, também será afetada pelo declínio da demanda regional, bem como por outras restrições de oferta, uma vez que as economias estão altamente integradas nas cadeias de abastecimento europeias.

## Nenhuma região está isenta da inflação importada e das perturbações do comércio mundial

Como no resto do mundo, o impacto na Ásia-Pacífico será sentido quase imediatamente através de preços de importação mais altos, especialmente para energia, já que muitas economias da região são importadores líquidos de energia, liderados pela China, Japão, Índia, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia. Vale mencionar que somente a Malásia (petróleo e gás) e a Indonésia (gás) são exportadores líquidos. O aumento da inflação pode ter implicações para a política monetária da ASEAN. Até agora, somente o Banco Central de Cingapura tornou a política mais rigorosa em outubro de 2021 e janeiro de 2022. Por sua vez, o Bank Indonesia anunciou no início do ano que começaria a aumentar gradualmente os índices de reserva obrigatória, enquanto um aumento da taxa de juros seria avaliado mais tarde no ano, provavelmente durante o terceiro trimestre. Entretanto, a postura na Malásia permaneceu acomodatória para apoiar o crescimento econômico. Embora a inflação tenha excedido a meta do Banco da Tailândia de 1-3% em janeiro, o banco central também permaneceu acomodado ao expressar riscos para a recuperação econômica. Embora as pressões inflacionárias estejam aumentando, o conflito também irá deprimir a demanda externa. Os bancos centrais asiáticos terão que priorizar entre o controle da inflação - em meio a uma aversão ao risco crescente que poderia exacerbar a inflação importada através da desvalorização da moeda - e o apoio ao crescimento. Isto também teria um impacto nas finanças públicas. Por exemplo, a Tailândia tem implementado subsídios de preços de combustível para limitar seu impacto sobre a inflação desde novembro de 2021. Também aprovou recentemente cortes nos impostos sobre o diesel. Consequentemente, com menos receitas e mais gastos com subsídios, o governo tailandês precisará pedir dinheiro emprestado, pressionando a dívida pública, que atingiu 58,9% do PIB, em 2021, o maior em 21 anos.

Este também é o caso na Indonésia, já que os subsídios estatais excederam em 39% a alocação orçamentária em 2020 e foram os mais altos desde 2014. Também poderia haver um impacto

específico em setores (por exemplo, agricultura, eletrônica), crucial para algumas economias asiáticas devido a interrupções no fornecimento de mercadorias. Dado que a Ucrânia é um importante fornecedor de gás néon para o setor de semicondutores, há receios de novas interrupções na produção de chips. Entretanto, até agora, os principais produtores de semicondutores (TSMC, SK Hynix, Samsung) têm indicado um impacto limitado na aquisição de matéria-prima, graças a estoques de amortecedores mais elevados e fontes diversificadas. Além disso, os fertilizantes são fundamentais para que a Índia forneça seu setor agrícola, que emprega 60% da força de trabalho do país e responde por 15% do PIB. Cerca de um terço das importações de potássio da Índia é coberto pela Rússia e Belarus. Uma interrupção no fornecimento de fertilizantes prejudicaria a produtividade do setor agrícola da Índia, que emprega 60% da força de trabalho do país e representa 15% do PIB.

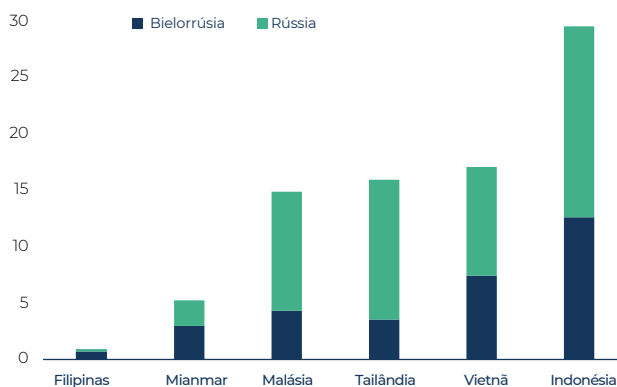
Setor agrícola. Este também seria o caso de muitos países do sudeste asiático (Figura 9). Dado que o setor primário respondeu por 14% e 15% do PIB de 2020 para a Indonésia e o Vietnã, respectivamente, um declínio nas colheitas prejudicaria o crescimento econômico. Também em relação à agricultura, a Ucrânia fornece grande parte do trigo, aveia e outros cereais da região, 9,2% em 2020, enquanto a Rússia contribui com quase 4%. Os dois países juntos representam a terceira maior fonte de importação de cereais (Figura 10).

Espera-se que a diminuição dos rendimentos agrícolas contribua para uma maior inflação de alimentos. Uma vez que os alimentos ocupam uma parte importante da cesta de preços de bens de consumo em muitas economias da região, isto fará subir a inflação geral dos preços ao consumidor e prejudicará o consumo (figura 11 - ver próxima página).

Como os laços comerciais e financeiros da América do Norte com a Rússia e a Ucrânia são bastante limitados, o impacto do conflito será sentido principalmente: 1) através do canal de preços e 2) como um subproduto da desaceleração do crescimento europeu. Apesar da perspectiva de crescimento econômico mais lento e inflação mais alta, não se espera que os desenvolvimentos geopolíticos recentes descarrilem a política monetária na América do Norte por enquanto. Como esperado, em 2 de março o Banco do Canadá aumentou sua meta de taxas de juros em 25 pontos base para 0,50%, marcando a primeira alta de taxas desde outubro de 2018. A Reserva Federal

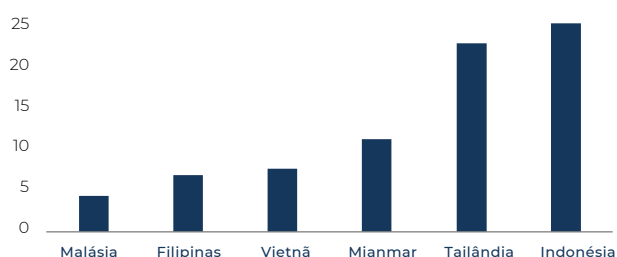


Figura 9: Participação da Rússia e da Bielorrússia no total de importações de fertilizantes (%)



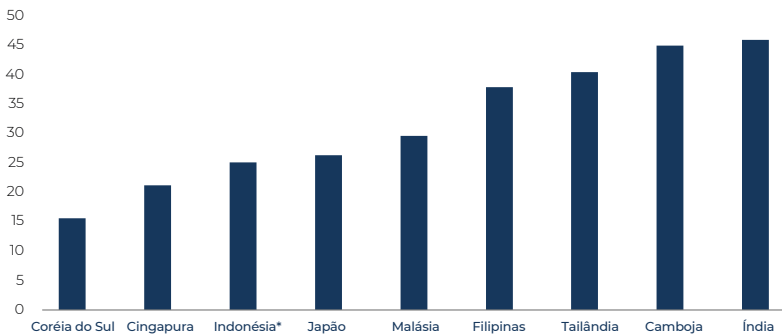
Sources: ASEAN statistics, Coface

Gráfico 10: Participação da Rússia e da Ucrânia no total das importações de cereais (%)



Sources: ASEAN statistics, Coface

Figura 11: Participação dos preços dos alimentos na cesta do IPC (%)



Sources: national sources, CEIC

\* Incluindo tabaco

dos EUA (Fed) também deve iniciar um ciclo de aumentos de tarifas no início do ano. Concluir sua próxima reunião de política monetária, agendada para 15-16 de março. O Fed ainda deve aumentar as taxas 4 vezes em 25 pontos base e começar a reduzir o tamanho de seu balanço este ano.

### Oriente Médio: Turquia e Israel correm o risco de sofrer escassez de alimentos

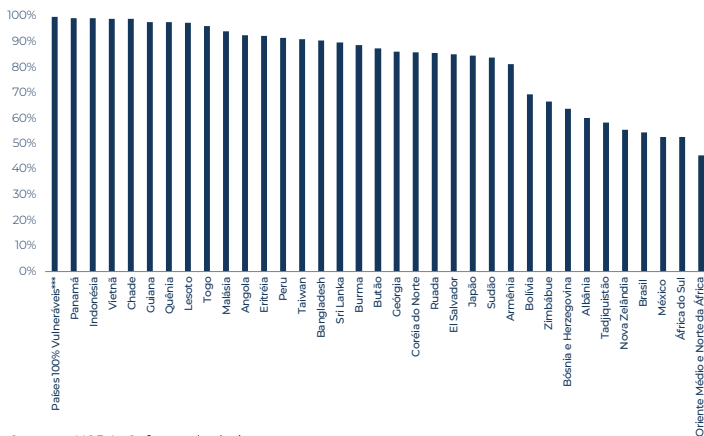
O impacto da crise ucraniano-russa no Oriente Médio será duplo. Inicialmente, os preços mais altos da energia apoiarão o desempenho do crescimento e melhorarão os equilíbrios fiscais nos países do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC). Apesar dos esforços de diversificação econômica, a maioria das economias do CCG continua dependente da receita do petróleo (os hidrocarbonetos representam cerca de 35% do PIB na Arábia Saudita, 45% no Kuwait, 40% no Qatar e 30% nos Emirados Árabes Unidos). Estes países também se beneficiarão dos preços mais altos do metal, pois estão entre as principais matérias primas de exportação da região. Por exemplo, o Bahrain é um dos maiores produtores mundiais de alumínio, respondendo por cerca de 20% de suas exportações totais. Entretanto, como os países do GCC importam cerca de 85% de seus alimentos, esses países são vulneráveis à escassez de alimentos. Outro país que poderia ser vulnerável à escassez de alimentos é Israel, já que a Ucrânia tem sido seu principal fornecedor de cereais nos últimos anos, bem como um fornecedor chave de alguns produtos lácteos (manteiga, leite).

Ao contrário dos países do CCG, a Rússia é um dos maiores parceiros comerciais da Turquia: o país responde por 2,6% do total das exportações turcas e 11% do total das importações, sendo as principais importações de gás natural, metais e cereais. As pressões inflacionárias já muito elevadas serão exacerbadas. Seguindo os últimos desenvolvimentos, a lira turca enfraqueceu em 5% a 14,2 contra o dólar. O CDS de 5 anos do país aumentou 40 pontos base para 583 e o rendimento dos títulos a 10 anos aumentou 150 pontos base para 24%. Além disso, cerca de um quinto da carteira de projetos da indústria turca de contratos no exterior, no valor de US\$ 426 bilhões, está vinculado a projetos sediados na Rússia. Os dois países também estão colaborando em um projeto de construção de reator nuclear, em resposta à construção do primeiro reator nuclear na Rússia. Usina de energia nuclear na Turquia, liderada pela Rússia.

### África: os preços dos alimentos e dos combustíveis poderiam desencadear mais pressão social

Como no resto do mundo, a distinção entre vencedores e perdedores de preços mais altos de matérias primas na África será determinada pela posição de cada país como importador ou exportador líquido de matérias primas. Assim, os principais importadores de matérias primas agrícolas - como Norte da África, Nigéria, África do Sul, Etiópia, Quênia, Senegal, Gana, Zimbábue, Moçambique, Camarões, Benin, Níger e Guiné - serão afetados por preços mais altos (Figuras 12 e 13). Muitas economias africanas, especialmente no Norte da África, também dependem da Rússia e da Ucrânia para a importação de alimentos e para o turismo. Em particular, em 2019, o Egito importou mais de 70% de seu trigo da Rússia e da Ucrânia. Por outro lado, é provável que alguns outros países se beneficiem do aumento do interesse em suas reservas de hidrocarbonetos e minerais e, assim, aceleram ou fazem novos investimentos: Mauritânia, Senegal, Gana, Costa do Marfim, Moçambique, Uganda, etc. Em tempos de crise, como o atual, com o abrandamento das restrições relacionadas à COVID-19, o descontentamento popular tende a crescer. Recentemente, tem havido protestos populares contra os altos preços dos alimentos, energia e insumos agrícolas no Quênia, Marrocos e Malawi. Além do impacto dos preços mundiais, a interrupção da logística, a depreciação da moeda (potencialmente aumentada pelo aperto monetário nos EUA e em outros lugares), e às vezes a imposição ou o aumento de impostos, também estão relacionados.

Figura 12: Trigo: países com maior vulnerabilidade

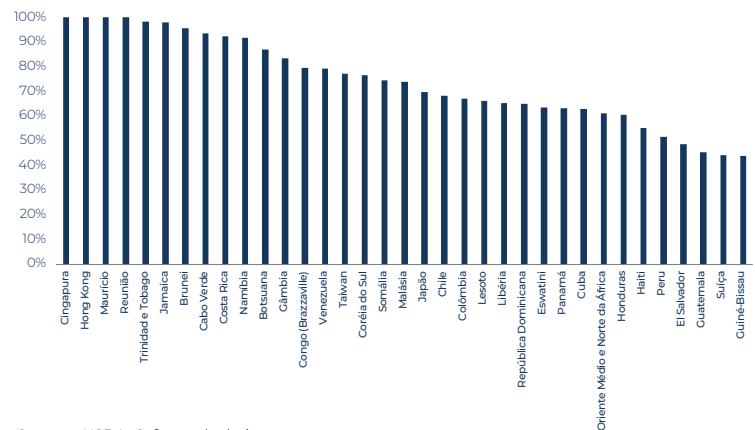


Sources: USDA, Coface calculation

\* Vulnerabilidade é definida como: importação-exportação/consumidor

\*\* Barbados, Benin, Burkina Faso, Camarões, Colômbia, Congo (Brazzaville), Congo (Kinshasa), Costa Rica, Costa do Marfim, Cuba, República Dominicana, Equador, Fiji, Gabão, Gana, Guatemala, Guiné, Haiti, Honduras, Hong Kong, Jamaica, Coreia do Sul, Libéria, Madagascar, Malawi, Mauritânia, Maurício, Moçambique, Namíbia, Nicarágua, Níger, Nigéria, Nova Papua Guiné, Filipinas, Senegal, Serra Leoa, Singapura, Somália, Tanzânia, Tailândia, Trinidad e Tobago, Uganda e Venezuela.

Figura 13: Outros grãos (sorgo, milho, arroz, etc.): países com maior vulnerabilidade



Sources: USDA, Coface calculation





---

#### DISCLAIMER

Este documento reflete a opinião do Departamento de Pesquisa Econômica da Coface, a partir da data de sua elaboração e com base nas informações disponíveis; ele pode ser alterado a qualquer momento. As informações, análises e opiniões contidas neste documento foram compiladas a partir de múltiplas fontes consideradas confiáveis e respeitáveis; entretanto, a Coface não garante a exatidão, completude ou realidade dos dados contidos neste documento. As informações, análises e opiniões são fornecidas apenas para fins informativos e destinam-se a complementar as informações disponíveis para o leitor. A Coface publica este documento de boa fé e com base em uma obrigação de meios (entendidos como meios comerciais razoáveis) quanto à exatidão, integridade e realidade dos dados. A Coface não será responsável por quaisquer danos (diretos ou indiretos) ou perdas de qualquer tipo incorridos pelo leitor como resultado do uso das informações, análises e opiniões do leitor. Portanto, o leitor é o único responsável pelas decisões e consequências das decisões tomadas com base neste documento. Este documento e as análises e opiniões aqui expressas são de propriedade exclusiva da Coface; o leitor está autorizado a consultá-los ou reproduzi-los apenas para uso interno, desde que estejam claramente marcados com o nome "Coface", que este parágrafo seja reproduzido e que os dados não sejam alterados ou modificados. Qualquer uso, extração, reprodução para uso público ou comercial é proibido sem o consentimento prévio da Coface. O leitor é convidado a consultar os avisos legais no site da Coface:

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

---

#### **COFACE SA**

1, place Coste et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)