

AKTUELL KOMMENTAR

Innverknad på Europa frå krisa i Russland og Ukraina

NR. 6 | 2014

EILERT HUSABØ *

Synspunkta i denne kommentaren er forfattarens syn og kan ikkje utan vidare bli tillagd Noregs Bank

*Takk til Lene Sauvik og Claudia Foroni for kommentarar



NOREGS BANK

Innverknad på Europa frå krisa i Russland og Ukraina

NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 6 | 2014

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA

IMF trakk nyleg fram uroa i Ukraina som ein risiko for globale vekstutsikter. I denne kommentaren lagar vi ei kort oversikt over kanalar for innverknad og ser på moglege effektar av ei ytterlegare forverring av krisa. For dei fleste europeiske landa vil den direkte innverknaden gjennom handel og kapitalstraumar mest sannsynleg vere liten fordi dei har relativt liten eksponering mot Russland. Ein langvarig stopp i russisk gasseskport kan derimot potensielt ha stor negativ effekt på veksten i Europa. Det same gjeld dersom ei alvorleg forverring av krisa undergrev global tillit og risikohug.

Vi fokuserer på innverknad frå Russland til medlemsland i euroområdet og nokre av Noregs nære handelspartnarar. Vi ser med det bort frå fleire austeuropeiske land med tette økonomiske band til Russland. Landa vi ser på blir i det følgjande omtala som «Europa» eller «dei europeiske landa».

Russisk økonomi kan påverke Europa direkte gjennom handel, kapitalstraumar og energiforsyning, og indirekte gjennom tillit og risikohug i globale finansmarknader. EUs sanksjonar har vore retta mot einskildindivid og vore avgrensa til reiserestriksjonar og frysing av finansielle eigedelar.

Handel og kapitalstraumar

På bedriftsnivå har eksportsektoren i Europa har allereie merka krisa gjennom svakare enn venta utvikling i russisk etterspurnad. I 2013 vart BNP-veksten i Russland 2 prosenteningar lågare enn kva marknadsaktørane anslo på starten av året¹. Anslaget for 2014 er justert ned med 3½ prosenteningar til 0,3 prosent. Eksporten frå euroområdet til Russland har falle med nær 20 prosent over same periode, sjå figur 1.

På makronivå har likevel den negative vekstimpulsen til Europa knapt vore merkbar. Berre ein liten del av Europas eksport går til Russland, for euroområdet samla er andelen mindre enn 1 prosent av BNP, sjå tabell 1. Den direkte innverknad på europeisk BNP-vekst frå ytterlegare sanksjonar eller fall i russisk import er dermed venta å bli liten.

Medan Europa samla verkar rimeleg godt skjerma frå ei forverring av den økonomiske situasjonen i Russland, synest enkelte av Russlands naboland betydeleg meir utsett. Av landa vi har sett på gjeld det særleg dei baltiske landa og til dels Slovakia, Slovenia og Finland. Historisk har desse landa hatt tette band til russisk økonomi, og framleis utgjer vareeksport til Russland mellom 5 og 15 prosent av BNP. Samanlikna med euroområdet samla har då også fleire av desse landa hatt relativt svak utvikling i si eksport det siste året, sjå figur 2. I tillegg til vareeksport er turistsektoren i dei baltiske landa og Finland særleg utsett for svakare utvikling i russisk økonomi, sjå tabell 2.

Europeiske bedrifter kan og bli påverka gjennom utbytte frå direkte investeringar i Russland. Det er likevel snakk om relativt små eksponeringar, slik at eventuelle effektar truleg blir moderate, sjå tabell 3. Tilsvarande har bankar i dei fleste europeiske land berre små fordringar mot russiske bankar, tabell 4. Eit unntak er austerrikske bankar, som historisk har hatt tette band austover. Austerrikske bedrifter har også store direkteinvesteringar i Russland samanlikna med dei andre landa vi har sett på.

¹ Consensus Forecast frå Consensus Economics

Vekstimpulsar frå Russland i ein enkel VAR-analyse.

NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 6 | 2014

Konklusjonane ovanfor er jamt over i tråd med resultatane i ein enkel økonomisk modell. Vi estimerar ein VAR-modell som kan bli brukt til å kvantifisere vekstimpulsar frå Russland til europeiske land.

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA

I modellen inngår eit sett globale forklaringsfaktorar (globalt BNP, internasjonale finansmarknadstilhøve og råvareprisar), russisk BNP og BNP for det aktuelle landet². Vi estimerar ein modell for kvart land vi ser på. For dei globale forklaringsfaktorane brukar vi følgjande variablar:

- Globalt BNP er gitt ved eit vektet gjennomsnitt av BNP i dei sokalla G-20 landa³.
- Internasjonale finansmarknadstilhøve er gitt ved VIX-indeksen. Den måler implisitt volatilitet i amerikanske aksjekursar og blir ofte sett på som eit mål på global risikohug.
- Råvareprisar er målt ved the Economists råvareprisindeks. Indeksen er deflatert med handelsvekta dollarkurs for å motverke svingingar som kjem frå dollarkursen.

Modellen er estimert på kvartalsvise data frå 1. kvartal 2003 til 4. kvartal 2013. Alle variablane er tekne inn på logaritmeform og modellen er estimert i førstedifferansar (med unntak av VIX som inngår på nivå) og avhenger av utviklinga i dei to føregåande periodane (altså to lag).

Den relativt korte estimeringsperioden skuldast at kvartalsvise data for russisk BNP berre er tilgjengeleg frå 1. kvartal 2003. I tillegg estimerar vi difor eit sett modellar der OECDs leiande indikator for Russland (CLI) er brukt til å konstruere ein kvartalsvis BNP-serie for 3. kvartal 1992 til 4. kvartal 2002. Resultat frå denne kontrollmodellen er i tråd med resultatane frå hovudmodellen.

For å identifisere dei strukturelle parametrane i modellen må vi anta eit sett restriksjonar. Vi går ut frå at dei meir eksogene variablane i modellen kjem før dei meir endogene⁴: først globale forklaringsfaktorar, deretter russisk BNP og til sist BNP for det aktuelle landet. Modellen opnar på den måten for at vi kan skilje mellom innverknad på eit lands BNP frå globale faktorar og innverknad frå økonomisk aktivitet i Russland.

Modellen bekreftar at det er landa med størst eksporteksponering mot Russland som blir mest påverka av russisk BNP-vekst. Figur 3 viser innverknaden på kvartalsvis BNP-vekst av eit negativt sjokk i russisk BNP-vekst på eitt standardavvik (dvs. 1,3 prosenteningar sjokk i russisk BNP-vekst).

Innverknaden er størst i Latvia, Litauen, Slovakia, Slovenia og Finland. For Latvia og Litauen har sjokket stor direkte innverknad i tre til fire kvartal. I dei andre tre landa verkar sjokket med eit etterslep, har størst effekt etter to til tre kvartal og er borte etter om lag fire kvartal.

For euroområdet samla har variasjonar i russisk BNP-vekst veldig liten innverknad. Det same er tilfellet for Polen, Storbritannia, Sverige og Danmark. VAR-analysen

² Fastlands-BNP for Noreg. Modellen er sett opp på same måte som t.d. *IMF WP/12/145*

³ Vekta med kjøpekraftsjustert BNP. Saudi-Arabia inngår ikkje pga. manglande data.

⁴ Altså standard Cholesky dekomponering. Dette er ein restriksjon på potensiell innverknad i same periode. Kvar variabel kan berre påverke variablane som er lista opp etter den. I vår modell vil det seie at det aktuelle landet er det einaste landet Russland påverkar i same periode, medan det aktuelle landet ikkje påverkar nokon annan variabel i same periode. Alle variablar kan påverke kvarande med eit etterslep.

støttar på denne måten konklusjonen ovanfor om at russisk økonomi har relativt liten direkte innverknad på veksttakten i dei fleste europeiske land.

NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR

NR 6 | 2014

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA

Modellen med kort estimeringsperiode viser tilsynelatande stor innverknad frå Russland til Noreg. Forklaringa er truleg at begge land blir påverka av ein felles faktor; petroleumssektoren. Om vi utvidar estimeringsperioden blir innverknaden frå Russland til Noreg betydeleg mindre. Ettersom petroleumssektoren var mindre viktig i begge land på 1990-talet er det i tråd med tolkinga ovanfor.

Energieksport frå Russland

Mange europeiske land får ein stor del av energiforsyninga si frå Russland. Om lag 25 prosent av oljen og gassen som blir brukt i euroområdet kjem frå Russland, sjå tabell 5. Ein eventuell stopp i russisk energieksport til Europa kan potensielt ha stor innverknad regionalt og globalt. Når det gjeld tilgang til energi er Europa truleg mest sårbar for stopp i gasseksporten, ettersom olje, i motsetnad til gass, kan bli frakta og handla globalt. I tillegg vil høgare energiprisar bli merka i Europa og resten av verda.

For euroområdet samla utgjør gassimport frå Russland litt over 7 prosent av samla energikonsum. Storleiken på den økonomiske innverknaden av stopp i russisk gasseksport vil avhenge av fleire faktorar, mellom anna kor langvarig gasstørken blir og evna og tilgangen til å gå over til alternative energikjelder (både tilgjengeleg pris og volum vil verke inn). Størst negativ innverknad ville kome frå ein langvarig stopp (fleire månader) ein kald vinter. I motsett ende av skalaen finn vi ein kortare stopp om sommaren. Verknadene vil og avhenge av behaldninga i europeiske gasslager. Per tidspunkt er gasslagra relativt høge etter ein uvanleg varm vinter, sjå figur 4.

Fordelt på land vil innverknaden vere størst i landa som er mest avhengig av russisk gass. Basert på importtala ser dette ut til å være særleg Litauen, Latvia, Slovakia og Austerrike. Avhengigheita er likevel noko overdrive ettersom importtala også omfattar gass som blir sendt vidare til andre land. Også land som ikkje importerer russisk gass direkte vil bli påverka gjennom høgare etterspurnad etter og pris på alternative gass- og energikjelder i Europa.

Den største negative verknaden frå full stopp i russisk energieksport til Europa vil likevel kome på russisk økonomi. Det vil avgrense kor lenge det er mogleg å oppretthalde eksportstoppen. I mellomtida vil nære handelspartnarar i tillegg merke negative andrerundeeffektar gjennom lågare russisk importetterspurnad.

Indirekte innverknad gjennom global risikohug

Ei alvorleg forverring av krise i Ukraina og Russland kan undergrave global tillit og risikohug. Det kan gi høgare finansieringskostnadar i land som blir oppfatta som usikre. For Europa gjeld det i første rekke land i Aust- og Sentral-Europa, men det kan og tenkast at investoranes ynskje om heilt sikre plasseringar fører til auka finansieringskostnadar i utsette euroland (i.e. Spania, Italia, Hellas, Portugal og Irland).

Til no i konflikta har Russlands annektering av Krim-halvøya vore den mest dramatiske einskildhendinga. Episoden hadde likevel ikkje særleg innverknad på global risikohug, sjå figur 5. Det gir tilsynelatande ein veldig høg terskel for innverknad frå Russland og Ukraina på globale finansmarknadar.

Konklusjon

For Europa samla synest dei økonomiske innverknadene av lågare etterspurnad i Russland eller ytterlegare sanksjonar på handel med Russland å vere små sidan dei fleste europeiske land har relativt liten eksporteksponering mot Russland. Stopp i russisk gasseksport kan derimot ha større innverknad, også for land som ikkje importerar russisk gass direkte. Relativt store gasslager i Europa og lågare energibehov på sommaren vil likevel avgrense innverknaden av ein kortvarig stopp i energiforsyninga. Aller størst innverknad på Europa vil ein få – naturleg nok – ved ei

alvorleg forverring av konflikta i Ukraina og Russland. Då kan Europa bli påverka gjennom fall i global risikohug, fall i handel og stopp i energiforsyning.

For dei baltiske landa, Finland, Slovenia og Slovakia vil sjølv ei moderat forverring av krisa kunne merkast gjennom lågare eksport og truleg også gjennom tillitskanalen.

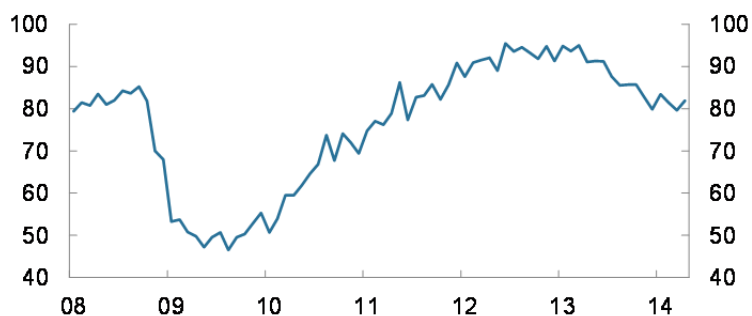
NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 6 | 2014

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA

Figur 1: Euroområdetets vareeksport til Russland

Varer. Annualisert. Milliardar euro. Januar 2008 – april 2014

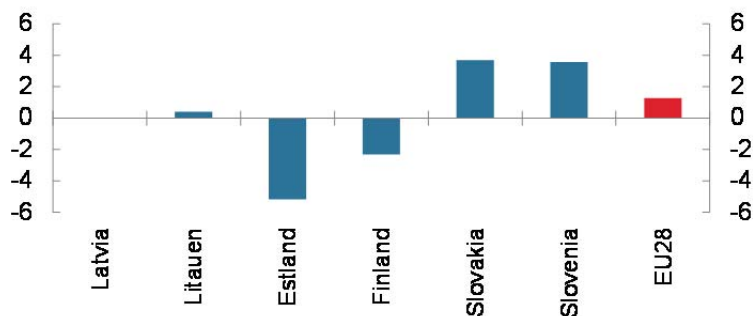


Kjelde: Thomson Reuters



Figur 2: Total vareeksport

Tolvmanadsvekst, februar – april 2014 samanlikna med same periode året før.



Kjelde: Thomson Reuters



Figur 3: VAR-analyse.

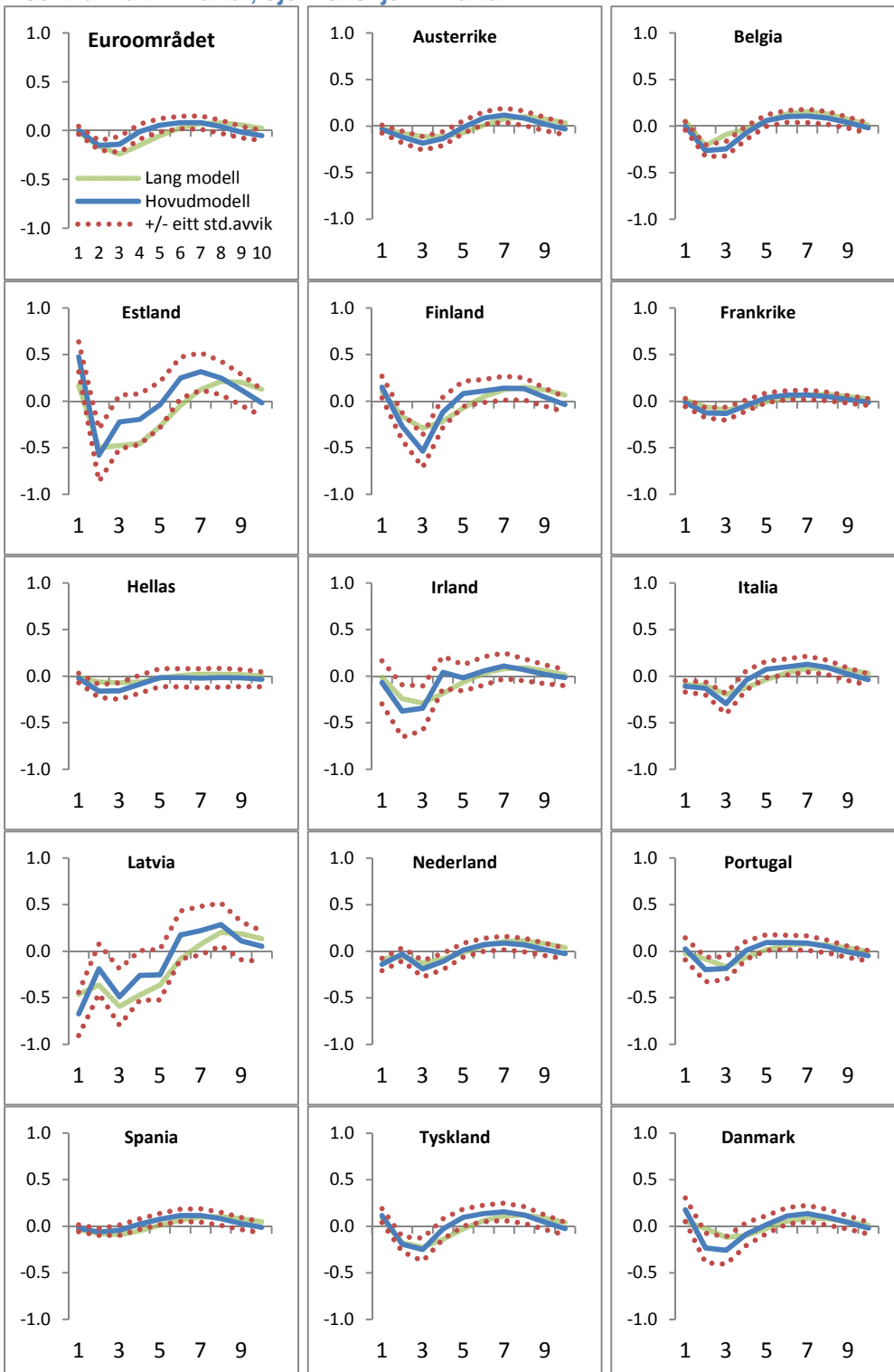
Prosentendingar endring i kvartalsvis BNP-vekst frå eit standardavvik sjokk til russisk BNP (eitt standardavvik tilsvar 1,3 prosentendingar). Horisontal akse viser tid målt i kvartal, sjokket skjer i kvartal 1.

NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR

NR 6 | 2014

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA

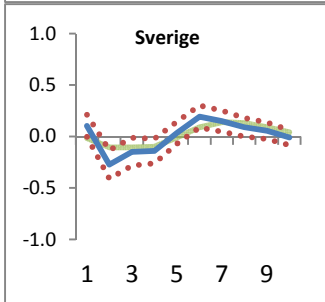
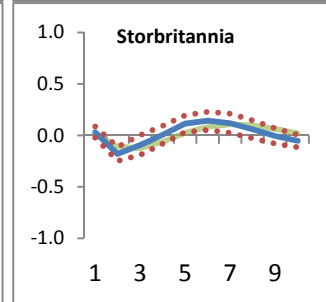
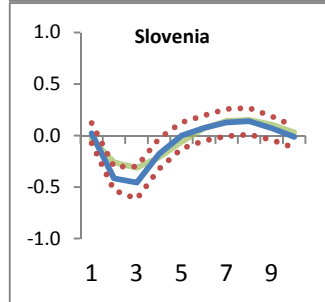
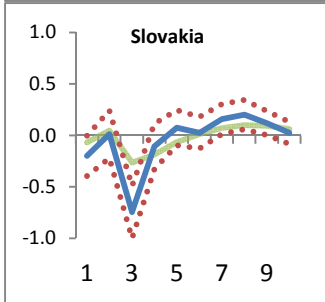
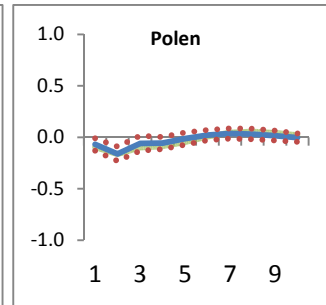
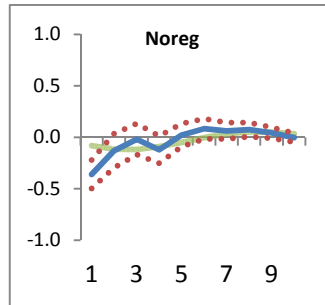
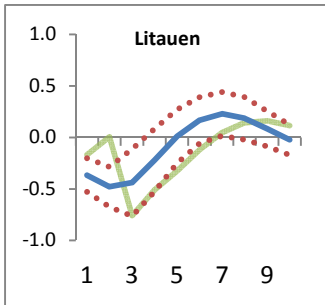


NOREGS BANK

AKTUELL KOMMENTAR

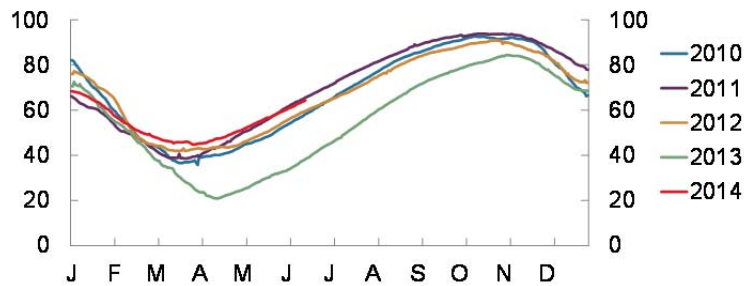
NR 6 | 2014

INNVERKNAD PÅ
EUROPA FRÅ KRISA I
RUSSLAND OG UKRAINA



Figur 4: Gasslager

EU-28. Utvikling gjennom året. I prosent av full kapasitet.



Kjelde: Thomson Reuters



Figur 5: VIX-indeksen

1. januar 2013 – 13. juni 2014.



Kjelde: Thomson Reuters



Tabell 1: Vareeksport til Russland i 2013

	I milliardar euro	I prosent av BNP
Euroområdet	86.8	0.9
Austerrike	4.3	1.4
Belgia	5.1	1.3
Estland	1.4	7.6
Finland	5.4	2.8
Frankrike	7.7	0.4
Hellas	0.4	0.2
Irland	0.6	0.4
Italia	10.8	0.7
Latvia	1.8	7.6
Nederland	8.0	1.3
Portugal	0.3	0.2
Spania	2.8	0.3
Tyskland	36.1	1.3
Danmark	1.6	0.6
Litauen	4.9	14.1
Noreg	1.0	0.4
Polen	8.1	2.1
Slovakia	2.6	3.5
Slovenia	1.2	3.4
Storbritannia	4.7	0.2
Sverige	2.7	0.6

Kjelde: Europakommisjonen

Tabell 2: Overnattingsdøgn av russiske statsborgarar i 2013

	I prosent av totale overnattingsdøgn
Euroområdet	
Austerrike	1.4
Belgia	0.7
Estland	10.7
Finland	7.4
Frankrike	0.7
Hellas	5.6
Irland	0.1
Italia	1.6
Latvia	16.6
Nederland	0.4
Portugal	1.1
Spania	2.2
Tyskland	0.6
Danmark	0.3
Litauen	10.8
Noreg	0.7
Polen	1.0
Slovakia	1.4
Slovenia	3.7
Storbritannia	0.4
Sverige	0.4

Kjelde: Europakommisjonen

Tabell 3: Direkte investeringar i Russland. Nivå i 2012

	I milliardar euro	I prosent av BNP	I prosent av totale direkte investeringar
Euroområdet	173.3	1.8	1.7
Austerrike	8.5	2.8	5.3
Belgia	0.3	0.1	0.1
Estland	0.3	1.5	5.7
Finland	3.2	1.7	2.8
Frankrike	12.3	0.6	1.0
Hellas	0.0	0.0	0.1
Irland	0.2	0.1	0.1
Italia	8.0	0.5	2.0
Latvia	0.0	0.1	3.8
Nederland	5.4	0.9	0.7
Portugal	0.0	0.0	0.0
Spania	1.2	0.1	0.2
Tyskland	19.0	0.7	1.6
Danmark	1.0	0.4	0.5
Litauen	0.1	0.3	5.7
Noreg	0.4	0.2	-
Polen	1.1	0.3	2.5
Slovakia	0.0	0.0	0.4
Slovenia	0.3	0.9	5.8
Storbritannia	7.6	0.4	0.6
Sverige	5.6	1.4	1.9

Kjelde: Europakommisjonen

Tabell 4: Fordringar mot russiske bankar. I 4. kvartal 2013

	I milliardar USD	I prosent av samla bankaktiva
Euroområdet	-	-
Austerrike	16.9	1.3
Belgia	0.5	0.0
Estland	-	-
Finland	-	-
Frankrike	49.2	0.4
Hellas	0.4	0.1
Irland	-	-
Italia	29.2	0.5
Latvia	-	-
Nederland	17.2	0.5
Portugal	0.2	0.0
Spania	1.3	0.0
Tyskland	19.3	0.2
Danmark	-	-
Litauen	-	-
Noreg	-	-
Polen	-	-
Slovakia	-	-
Slovenia	-	-
Storbritannia	17.1	0.2
Sverige	9.3	0.7

Kjelde: BIS

Tabell 5: Energiimport frå Russland i 2012

	Gassimport i prosent av gasskonsum	Gassimport i prosent av samla energikonsum	Oljeimport i prosent av oljekonsum
Euroområdet	25.0	7.2	25.6
Austerrike	98.4	26.8	12.6
Belgia	0.0	0.0	36.7
Estland	100.0	11.0	-
Finland	100.0	10.9	88.4
Frankrike	15.1	2.8	14.0
Hellas	55.3	9.0	33.3
Irland	0.0	0.0	-
Italia	24.1	11.2	12.4
Latvia	113.8	37.5	-
Nederland	6.4	3.2	29.2
Portugal	0.0	0.0	3.4
Spania	0.0	0.0	13.8
Tyskland	39.2	10.6	36.9
Danmark	0.0	0.0	0.0
Litauen	100.1	46.3	98.2
Noreg	-	-	-
Polen	0.0	0.0	94.3
Slovakia	90.7	29.3	102.7
Slovenia	41.9	5.2	-
Storbritannia	0.0	0.0	9.6
Sverige	0.0	0.0	42.9

Kjelde: Europakommisjonen