

Riesgo geopolítico: un nuevo obstáculo para la recuperación

La recuperación de la economía mundial continúa afrontando múltiples desafíos que, de momento, va superando gracias al estímulo proporcionado por el intenso despliegue de políticas económicas expansivas, la buena respuesta de las vacunas a las sucesivas mutaciones de la pandemia y la progresiva adaptación de las decisiones de los agentes económicos a un escenario tan complejo. Como recientemente nos recordaba el FMI en su última revisión de las Perspectivas Económicas, los retos a los que se seguirá enfrentando el ciclo de negocios a medio plazo seguirán siendo importantes, al confluir el aumento inesperado de la inflación y la aparición de cuellos de botella en buena parte de la cadena de producción con los elevados niveles de endeudamiento generalizados, el giro de la política monetaria en un buen número de países y la incertidumbre asociada a la evolución de la COVID. Según el organismo ubicado en Washington, solo el *shock* generado el año pasado por el desajuste entre oferta y demanda mundial rebajó el crecimiento en 0,5 p. p. y elevó la inflación en 1 p. p. Y, pese a ello, la actividad mundial creció un 5,9% en 2021 y podría avanzar a ritmos superiores al 4% en 2022. Por tanto, la reactivación sigue mostrando una elevada resiliencia y, sobre todo, está viniendo acompañada de un notable comportamiento del mercado de trabajo, como están poniendo de manifiesto los últimos datos de empleo en países como España.

En esta carrera de obstáculos en la que está inmerso el ciclo económico, el último escollo ha sido el aumento del riesgo político durante el mes de enero. La amenaza de una posible intervención armada de Rusia en Ucrania si no se frena la ampliación de la OTAN a países de su esfera de influencia (geográfica o política) supone un nuevo palo en las ruedas de la recuperación por sus efectos potenciales negativos en el crecimiento y, sobre todo, en la inflación. Siempre es compleja la valoración de los efectos de un aumento de la inestabilidad geopolítica sobre los escenarios de previsión, pues impacta a través de canales muy diversos (intercambios comerciales, flujos de capitales, efecto riqueza, etc.) y por la dificultad de modelizar la incertidumbre aparejada a este tipo de eventos que termina distorsionando las decisiones de los agentes y provocando movimientos de *risk-off* en los mercados financieros, como ya hemos visto en buena parte del mes de enero.

Es evidente que Europa constituye la parte más frágil en caso de un enquistamiento de las tensiones con Rusia, teniendo en cuenta los lazos comerciales y financieros con el país eslavo y, sobre todo, por la elevada dependencia del gas natural ruso (40% del total importado). El *shock* de oferta que provocaría una reducción adicional de los suministros de gas a Europa difícilmente podría compensarse con un aumento del gas licuado procedente de EE. UU. o Qatar y supondría un nuevo impulso alcista al comportamiento reciente de los precios en la eurozona. Y no olvidemos que el punto de partida es muy elevado, pues la inflación se situó en el 5,1% en el mes de enero, con

componentes tan sensibles como alimentos elaborados y sin elaborar avanzando hasta el 3,1% y el 5,2%, respectivamente.

El escenario central continúa siendo la desescalada del conflicto a corto plazo por la vía diplomática. La importancia de las sanciones de aplicación automática que se están filtrando como el cierre de los mercados de capitales europeos a las empresas rusas, las restricciones a la exportación de todo tipo de productos e, incluso, el cierre del acceso a SWIFT del sistema financiero deberían desincentivar una escalada del conflicto, pese a que la economía rusa ha recuperado capacidad de resistencia en los últimos años gracias al importante aumento de las reservas de divisas. El descenso reciente de los precios del gas y de las primas de riesgo de los países afectados (Rusia/Ucrania) es coherente con este escenario relativamente benigno que permitiría mantener sin cambios los escenarios centrales de previsión.

Sin embargo, no se pueden descartar hipótesis alternativas como una prolongación de las tensiones durante meses, con un repunte del precio del gas hasta los máximos de diciembre (aunque sin problemas acuciantes de suministro) o, en el escenario más extremo, algún tipo de intervención militar con un ascenso de precios del gas más significativo. Incluso en un escenario sin un serio problema de suministros, las presiones inflacionistas en la eurozona se alargarían en el tiempo y se terminarían filtrando a la mayoría de los componentes de la cesta, lo que afectaría negativamente a la actividad económica por la pérdida de poder adquisitivo y el impacto sobre los sectores más expuestos a los precios de la energía. La preocupación del BCE sería seguramente el aumento de riesgos de efectos de segunda ronda en precios, obligando a adelantar las subidas de los tipos de interés. De hecho, los mercados están incrementando la apuesta y ahora anticipan una subida de 25 p. b. para finales de 2022.

En un escenario adverso en el que Rusia disminuyera significativamente sus exportaciones de gas, el impacto sobre los precios y sobre la actividad serían más significativos. Ello podría desembocar en un escenario de estanflación que dificultaría la respuesta de la política monetaria y en el que el banco central no necesariamente respondería endureciendo las condiciones financieras.

El conflicto de Ucrania no es más que el canario en la mina del aumento de la inestabilidad en el escenario geopolítico que cabe esperar para los próximos años, cuyo máximo exponente será la rivalidad entre China y EE. UU., decisiva para la evolución de temas tan importantes como el futuro de la globalización o el riesgo de fragmentación tecnológica. Por tanto, cómo incorporar ese riesgo geopolítico al análisis y a los modelos de previsión es algo que nos deberá preocupar y ocupar a partir de ahora.

José Ramón Díez