

Risc geopolític: un nou obstacle per a la recuperació

La recuperació de l'economia mundial continua afrontant múltiples desafiaments, que, ara com ara, va superant gràcies a l'estímul proporcionat per l'intens desplegament de polítiques econòmiques expansives, a la bona resposta de les vacunes a les successives mutacions de la pandèmia i a la progressiva adaptació de les decisions dels agents econòmics a un escenari tan complex. Com recentment ens recordava l'FMI en la seva última revisió de les Perspectives Econòmiques, els reptes als quals es continuarà enfrontant el cicle de negocis a mitjà termini continuaran sent importants, ja que hi conflueixen l'augment inesperat de la inflació, l'aparició de colls d'ampolla en bona part de la cadena de producció, els elevats nivells d'endeutament generalitzats, el gir de la política monetària en un bon nombre de països i la incertesa associada a l'evolució de la COVID. Segons l'organisme ubicat a Washington, només el xoc generat l'any passat pel desajustament entre l'oferta i la demanda mundials va rebaixar el creixement en 0,5 p. p. i va fer augmentar la inflació en 1 p. p. I, malgrat això, l'activitat mundial va créixer el 5,9% el 2021 i podria avançar a ritmes superiors al 4% el 2022. Per tant, la reactivació continua mostrant una elevada resiliència i, sobretot, ve acompanyada d'un notable comportament del mercat de treball, com ho estan posant de manifest les últimes dades d'ocupació en països com Espanya.

En aquesta carrera d'obstacles en què està immers el cicle econòmic, l'últim escull ha estat l'augment del risc polític durant el mes de gener. L'amenaça d'una possible intervenció armada de Rússia a Ucraïna si no es frena l'ampliació de l'OTAN cap a països de la seva esfera d'influència (geogràfica o política) és un entrebanc per a la recuperació, pels seus potencials efectes negatius sobre el creixement i, en especial, sobre la inflació. Sempre és complexa la valoració dels efectes d'un augment de la inestabilitat geopolítica sobre els escenaris de previsió, perquè impacta a través de canals molt diversos (intercanvis comercials, fluxos de capitals, efecte riquesa, etc.) i per la dificultat de modelitzar la incertesa que comporten aquesta mena d'esdeveniments, que acaben distorsionant les decisions dels agents i provocant moviments de *risk-off* als mercats financers, com ja ho hem vist durant una bona part del mes de gener.

És evident que Europa és la part més fràgil en cas d'un enquistament de les tensions amb Rússia, atesos els llaços comercials i financers amb el país eslav i, sobretot, l'elevada dependència del gas natural rus (el 40% del total importat). El xoc d'oferta que provocaria una reducció addicional del subministrament de gas a Europa difícilment podria ser compensat amb un augment del gas liquat procedent dels EUA o de Qatar i seria un nou impuls alcista per al comportament recent dels preus a la zona de l'euro. I no oblidem que el punt de partida és molt

elevat, perquè la inflació es va situar en el 5,1% al gener, amb components tan sensibles com els aliments elaborats i sense elaborar avançant fins al 3,1% i el 5,2%, respectivament.

L'escenari central continua sent la desescalada del conflicte a curt termini per la via diplomàtica. La importància de les sancions d'aplicació automàtica que s'estan filtrant, com el tancament dels mercats de capitals europeus a les empreses russes, les restriccions a l'exportació de tota mena de productes i, fins i tot, el tancament de l'accés a SWIFT del sistema financer, hauria de desincentivar una escalada del conflicte, malgrat que l'economia russa ha recuperat capacitat de resistència en els últims anys gràcies a l'important augment de les reserves de divises. El descens recent dels preus del gas i de les primes de risc dels països afectats (Rússia i Ucraïna) és coherent amb aquest escenari relativament benigne, que permetria mantenir sense canvis els escenaris centrals de previsió.

No obstant això, no es poden descartar hipòtesis alternatives, com una prolongació de les tensions durant mesos, amb un repunt del preu del gas fins als màxims del desembre (tot i que sense problemes urgents de subministrament), o, en l'escenari més extrem, algun tipus d'intervenció militar, amb un ascens més significatiu del preu del gas. Fins i tot en un escenari sense un problema seriós de subministrament, les pressions inflacionistes a la zona de l'euro s'allargarien en el temps i s'acabarien filtrant a la majoria dels components de la cistella, la qual cosa afectaria negativament l'activitat econòmica per la pèrdua de poder adquisitiu i per l'impacte sobre els sectors més exposats als preus de l'energia. La preocupació per al BCE seria, segurament, l'augment de riscos dels efectes de segona ronda sobre els preus, que obligarien a avançar les pujades dels tipus d'interès. De fet, els mercats estan incrementant l'aposta i anticipen ara una pujada de 25 p. b. per al final del 2022.

En un escenari advers en què Rússia disminuís de forma significativa les exportacions de gas, l'impacte sobre els preus i sobre l'activitat seria més significatiu. Això podria desembocar en un escenari d'estagflació, que dificultaria la resposta de la política monetària i en què el banc central no necessàriament respondria endurent les condicions financeres.

El conflicte d'Ucraïna no és més que el canari a la mina de l'augment de la inestabilitat en l'escenari geopolític que cal esperar en els propers anys, el màxim exponent del qual serà la rivalitat entre la Xina i els EUA, decisiva per a l'evolució de temes tan importants com el futur de la globalització o el risc de fragmentació tecnològica. Per tant, com incorporar aquest risc geopolític a l'anàlisi i als models de previsió és quelcom que ens haurà de preocupar i d'ocupar a partir d'ara.

José Ramón Díez