

## Vientos de estanflación

La invasión de Ucrania por parte de las tropas rusas supone un punto y aparte en el contexto geopolítico internacional tras la caída del muro de Berlín. Las consecuencias de un evento de tal magnitud (un cisne negro en terminología financiera) son todavía difíciles de anticipar, pero podrían cambiar algunas de las tendencias de fondo que han definido el comportamiento de la economía mundial en las últimas décadas. La búsqueda de una mayor autonomía estratégica (especialmente en Europa) conllevará la reformulación tanto de la acción exterior como de las políticas energéticas, de defensa o de competencia, lo que se trasladará al marco económico. Es evidente que el retorno a las áreas de influencia geopolítica tendría efectos negativos sobre el comercio internacional, cuando las dudas sobre la fragilidad de las cadenas de valor ya se empiezan a traducir en incipientes procesos de búsqueda de integración vertical en sectores especialmente afectados por disrupciones en las cadenas de suministro. Es decir, tras décadas en las que el proceso de globalización ha avanzado por una autopista, prácticamente sin obstáculos, ahora se está desviando a una carretera secundaria, sujeto a diversos imponderables (COVID, geopolítica, etc.). Por tanto, la paradoja es que la globalización, el vértice que hasta la pandemia mostraba más solidez en el trilema de Rodrik (no se puede optar simultáneamente por globalización, soberanía nacional y democracia, sino solo por dos de estos elementos), ahora también puede empezar a reflejar ciertos síntomas de desgaste.

Pero mientras se van articulando las tendencias de fondo que afectarán a la configuración de la estructura productiva a medio plazo (digitalización, transición energética o nueva coyuntura geopolítica), la realidad es que afrontamos un nuevo evento con un importante potencial disruptivo, cuando aparentemente estábamos dejando atrás lo peor de la COVID. En primer lugar, porque la importancia de Rusia como productor (y exportador) de petróleo, gas natural, níquel, etc., se está reflejando en la mayor escalada del precio de las materias primas en décadas, lo que supondrá una nueva perturbación de oferta que afectará negativamente a la combinación de crecimiento e inflación en los próximos trimestres. Con el riesgo de consolidar la inercia alcista que estaban mostrando los precios de las cestas de consumo en buena parte de la OCDE, reflejo de importantes desajustes entre oferta y demanda provocados por la pandemia.

El segundo canal de contagio será el aumento de la incertidumbre que ya está provocando el primer conflicto bélico telegrafado en tiempo real por las redes sociales, lo que inevitablemente frenará las decisiones de consumo e inversión de los agentes en las próximas semanas, desde la compra de un automóvil por parte de una familia hasta la gestión de las existencias de un buen número de empresas. Finalmente, el canal financiero podría amplificar los efectos anteriores pues, aunque la exposición de la banca internacional a Rusia es reducida, el incipiente movimiento de huida hacia la calidad de los inversores puede en algún momento provocar tensiones de liquidez en determinados segmentos de mercado. A todo lo anterior le debemos añadir el efecto distorsionador del mayor paquete de sanciones económicas de las últimas décadas que arrastrará a la recesión a la economía rusa (y, con casi toda seguridad, al impago de sus obligaciones en divisas), pero que también puede tener incidencia en el resto del mundo, pues no favorecerá el desatascamiento de los cuellos de botella. En definitiva, aunque de forma desigual, el aumento del riesgo geopolítico va a tener repercusiones económicas, financieras y sociales que se unirán a las diplomáticas o militares. Y todas ellas interactuarán de una forma difícil de predecir.

Lo que ya sabemos es que todo lo anterior va a implicar una profunda revisión de las previsiones de crecimiento (a la baja) e inflación (al alza) y que afectará a todos nuestros bolsillos, como ya estamos comprobando cada vez que nos pasamos por una gasolinera. Un conflicto bélico, además del coste en vidas humanas, siempre tiene un coste económico y la clave es repartir los sacrificios de manera equitativa entre los agentes económicos. Evidentemente, los efectos van a ser asimétricos, con una mayor incidencia sobre la economía europea y los países emergentes dependientes de materias primas y con problemas de liquidez. Los primeros análisis de sensibilidad basados en diferentes escenarios sobre comportamiento de los precios de la energía anticiparían un efecto negativo en crecimiento para Europa de entre 1 y 2,5 p. p. en 2022, mientras que la inflación media aumentaría entre 1 y 1,5 p. p. Con una estructura económica y una flexibilidad de los factores de producción muy diferentes a los existentes en la década de los setenta del pasado siglo, el riesgo de estanflación parece moderado. Sobre todo, si las respuestas de política económica son acertadas, acomodando el choque de oferta para suavizar efectos en familias y empresas pero intentando evitar efectos de segunda ronda en precios. Todo ello tendrá un coste fiscal que, probablemente, implicará una nueva suspensión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2023, mientras que el BCE no se precipitará en su camino hacia la normalización monetaria hasta que no tenga más visibilidad en medio de la niebla que siempre provoca una guerra.

De momento, la parte positiva es que Europa ha vuelto a responder con unanimidad y decisión a un enorme desafío por segunda vez en poco más de dos años, pese a la fragilidad que supone la dependencia casi total de las importaciones de gas natural ruso en países como Hungría, Letonia, República Checa o Eslovaquia (40% del total consumido en Europa). Si el proceso de construcción europea avanza a tirones de crisis en crisis, el encadenamiento desde el año 2008 de tres importantes momentos de inestabilidad (crisis financiera, COVID y Ucrania) ha elevado el nivel del desafío. Una respuesta a la altura de las circunstancias, como la que estamos viendo hasta el momento, puede suponer el espaldarazo definitivo a la integración europea. Un motivo para la esperanza ante el dolor que supone ver imágenes en Europa que nos retrotraen a lo peor del siglo XX.

José Ramón Díez  
Marzo 2022