

## Vents d'estagflació

La invasió d'Ucraïna per part de les tropes russes és un punt i apart en el context geopolític internacional després de la caiguda del mur de Berlín. Les conseqüències d'un esdeveniment d'aquesta magnitud (un cigne negre, en terminologia financera) són encara difícils d'anticipar, però podrien canviar algunes de les tendències de fons que han definit el comportament de l'economia mundial en les últimes dècades. La recerca d'una major autonomia estratègica (en especial, a Europa) comportarà la reformulació tant de l'acció exterior com de les polítiques energètiques, de defensa o de competència, la qual cosa es traslladarà al marc econòmic. És evident que el retorn a les àrees d'influència geopolítica tindria efectes negatius sobre el comerç internacional, quan els dubtes sobre la fragilitat de les cadenes de valor ja es comencen a traduir en processos incipients de recerca d'integració vertical en sectors especialment afectats per les disrupcions en les cadenes de subministrament. És a dir, després de dècades en què el procés de globalització ha avançat per una autopista, gairebé sense obstacles, ara s'està desviant cap a una carretera secundària, subjecte a diversos imponderables (COVID, geopolítica, etc.). Per tant, la paradoxa és que la globalització, el vèrtex que, fins a la pandèmia, mostrava més solidesa en el trilema de Rodrik (no es pot optar de forma simultània per globalització, per sobirania nacional i per democràcia, sinó només per dos d'aquests elements), ara també pot començar a reflectir uns certs símptomes de desgast.

Però, mentre es van articulant les tendències de fons que afectaran la configuració de l'estructura productiva a mitjà termini (digitalització, transició energètica o nova conjuntura geopolítica), la realitat és que afrontem un nou esdeveniment amb un important potencial disruptiu, quan, aparentment, estàvem deixant enrere el pitjor de la COVID. En primer lloc, perquè la importància de Rússia com a productor (i com a exportador) de petroli, de gas natural, de níquel, etc., es reflecteix en la major escalada del preu de les primeres matèries en dècades, la qual cosa serà una nova pertorbació de l'oferta que, en els propers trimestres, afectarà negativament la combinació de creixement i inflació. Amb el risc de consolidar la inèrcia alcista que estaven mostrant els preus de les cistelles de consum a bona part de l'OCDE, reflex d'importants desajustaments entre l'oferta i la demanda provocats per la pandèmia.

El segon canal de contagi serà l'augment de la incertesa que ja està provocant el primer conflicte bèl·lic telegrafiat en temps real per les xarxes socials, la qual cosa, inevitablement, frenarà les decisions de consum i d'inversió dels agents en les properes setmanes, des de la compra d'un cotxe per part d'una família fins a la gestió de les existències d'un bon nombre d'empreses. Finalment, el canal financer podria amplificar els efectes anteriors, perquè, malgrat que l'exposició de la banca internacional a Rússia és reduïda, el moviment incipient de fugida cap a la qualitat dels inversors pot, en algun moment, provocar tensions de liquiditat en determinats segments de mercat. A tots aquests ingredients, cal afegir l'efecte distorsionador del major paquet de sancions econòmiques de les últimes dècades, que arrossegirà l'economia russa cap a la recessió (i, amb gairebé tota seguretat, cap a l'impagament de les seves obligacions en divises), però que també pot tenir incidència en la resta del món, perquè no afavorirà el desembussament dels colls d'ampolla. En definitiva, tot i que ho farà de manera desigual, l'augment del risc geopolític tindrà repercussions econòmiques, financeres i socials que s'uniran a les diplomàtiques o a les militars. I totes elles interactuaran d'una forma difícil de predir.

El que ja sabem és que tot l'anterior implicarà una revisió profunda de les previsions de creixement (a la baixa) i d'inflació (a l'alça) i que afectarà les nostres butxaques, com ja estem comprovant cada vegada que passem per una benzinera. Un conflicte bèl·lic, a més del cost en vides humanes, sempre té un cost econòmic, i la clau és repartir els sacrificis de manera equitativa entre els agents econòmics. Evidentment, els efectes seran asimètrics, amb més incidència sobre l'economia europea i sobre els països emergents dependents de primeres matèries i amb problemes de liquiditat. Les primeres anàlisis de sensibilitat, basades en diferents escenaris sobre comportament dels preus de l'energia, anticiparien un efecte negatiu en creixement per a Europa entre 1 i 2,5 p. p. el 2022, mentre que la inflació mitjana augmentaria entre 1 i 1,5 p. p. Amb una estructura econòmica i amb una flexibilitat dels factors de producció molt diferents als existents en la dècada dels setanta del segle passat, sembla que el risc d'estagflació és moderat. Sobretot, si les respostes de política econòmica són encertades i acomoden el xoc d'oferta per suavitzar els efectes sobre les famílies i sobre les empreses, intentant, però, evitar els efectes de segona ronda sobre els preus. Tot plegat tindrà un cost fiscal que, probablement, implicarà una nova suspensió del Pacte d'Estabilitat i Creixement el 2023, mentre que el BCE no es precipitarà en el seu camí cap a la normalització monetària fins que no tingui més visibilitat enmig de la boira que sempre provoca una guerra.

Ara com ara, la part positiva és que Europa, per segona vegada en poc més de dos anys, ha tornat a respondre amb unanimitat i amb decisió a un enorme desafiament, malgrat la fragilitat que comporta la dependència gairebé total de les importacions de gas natural rus en països com Hongria, Letònia, la República Txeca o Eslovàquia (el 40% del total consumit a Europa). Si el procés de construcció europea avança a batzegades de crisi en crisi, l'encadenament, des de l'any 2008, de tres importants moments d'inestabilitat (crisi financera, COVID i Ucraïna) ha elevat el nivell del desafiament. Una resposta a l'altura de les circumstàncies, com la que estem veient fins ara, pot ser un suport definitiu per a la integració europea. Un motiu per a l'esperança davant el dolor que genera veure imatges a Europa que ens fan recular al pitjor del segle XX.

José Ramón Díez  
Març 2022