

RocaJunyent

Nota económica

Abril 2022

Por David Vegara
Presidente Consejo Asesor RocaJunyent

1. Rusia ataca a Ucrania y pone en peligro la recuperación

El ataque de Rusia a Ucrania la última semana de febrero ha cambiado completamente el panorama que anticipábamos en nuestra última nota. Tanto, que puede afirmarse que Vladimir Putin ha abortado la que tenía todos los ingredientes para haber sido una de las recuperaciones económicas en la Unión Europea (UE) más sólidas y potentes en décadas.

El panorama post-pandemia apuntaba a una sólida recuperación de la economías española y europea como consecuencia del impulso fiscal gracias a los fondos europeos Next Generation, los reducidos tipos de interés y el ahorro y la demanda acumulados durante el COVID. Todo ello en un contexto de cierta tensión en los precios por la subida de los precios de los bienes energéticos y la ruptura de algunas cadenas de producción y valor mundiales. La agresión rusa a Ucrania cambia este panorama y lo empeora sustancialmente tanto en la dirección de mayores inflaciones como de menores crecimientos.

En estos primeros días de abril, Rusia controla amplias zonas de Ucrania, pero no ha conseguido un avance claro en las principales ciudades. Algunos expertos ponen en duda las capacidades militares rusas a la vista de los fallos identificados en la logística y en las numerosas bajas sufridas. Pero está claro que, más allá del drama humano del conflicto (sin duda su aspecto más importante y triste), las acciones de Putin han agravado la escalada de los precios energéticos y de las materias primas: el petróleo supera los 100 dólares por barril, el gas natural ha alcanzado máximos históricos y las materias primas han experimentado el mayor rally desde 1974.

En las páginas que siguen intentaremos situar la agresión rusa en el contexto de la economía europea y comentar las sanciones impuestas, que jugarán un papel importante en el desarrollo del conflicto. También exploraremos cómo estas sanciones

refuerzan un proceso de “desglobalización” que ya estaba en marcha, parcialmente consecuencia de la pandemia. Posteriormente apuntaremos los efectos de la conjunción de este proceso de desglobalización con otras tendencias en la economía internacional que ya estaban manifestándose y que conllevan probablemente el fin de la era de contención de precios (cuando no deflación, al menos en el caso de los bienes) al que hemos asistido en estas últimas décadas. Concluiremos explorando qué puede suponer todo ello para la economía española y la respuesta en términos de política económica que podemos tener por delante.

2. La agresión rusa en el contexto europeo

En contra de lo que pudiera pensarse, la economía rusa tiene un tamaño cercano a la italiana. Es, sobretodo, una potencia nuclear (de ahí su peligro militar) y un productor muy importante de inputs energéticos, especialmente petróleo y gas, y también de materias primas.

Rusia es destino de solo un volumen equivalente al 0,8% del PIB en exportaciones de bienes y servicios de la UE (0,25% para España) y, si excluimos los bienes energéticos, las importaciones no superan el 0,5% del PIB (0,1% en el caso español). Pero, para algunos países, la importancia del gas ruso para usos doméstico e industriales es crítica, y más del 40% del total de gas importado por la UE proviene de Rusia. Rusia es el segundo productor de gas natural del mundo y también un importante productor de petróleo (tercero por detrás de EE. UU. y Arabia Saudita).

Pero Rusia es también un importante productor y exportador de materias primas críticas para muchas industrias. Supera el 10% de las exportaciones mundiales de paladio, trigo, carbón azufre, níquel y fertilizantes, y es un importante productor de cereales (junto con Ucrania).

Algunos datos ayudan a entender que la importancia de esta agresión va mucho más allá de la subida del petróleo y del gas, y por qué el conflicto está generando algunas disrupciones de oferta. El níquel dejó de cotizar en los mercados internacionales durante una semana por movimientos abruptos en su cotización. Las dos principales compañías ucranias productoras de neón (utilizado para producir semiconductores) y que suponen un 50% de la oferta global, han suspendido operaciones. Tanto Ucrania como Rusia han prohibido la exportación de varios cereales (algunos países como Egipto, Turquía, Túnez y Argelia son especialmente vulnerables al riesgo de desabastecimiento por la elevada dependencia). La escasez y el encarecimiento de los fertilizantes puede afectar a la producción agrícola y varios fabricantes europeos han interrumpido temporalmente la producción por los elevados precios del gas. La menor disponibilidad de productos metalúrgicos, acero y hierro provenientes de Rusia, junto al encarecimiento de materias primas como el níquel, han complicado la cadena de valor del sector de la automoción. Finalmente, el incremento de los colaterales para

financiar la importación de materias primas ha generado problemas de liquidez en algunos traders y empresas importadoras.

3. Sanciones y (des)globalización

Los países occidentales, con EE. UU. a la cabeza, han impuesto desde el inicio de la agresión un conjunto de sanciones a Rusia que, sin duda, pueden considerarse a la altura, sino incluso más agresivas, que las impuestas en su día a Irán. Pero Rusia no es Irán, ni en el contexto económico mundial ni en el geopolítico. Se han restringido una parte importante de las importaciones y exportaciones, se han aplicado limitaciones al acceso de los activos internacionales de la clase dirigente rusa y, muy críticamente, se han bloqueado las reservas del banco central ruso (lo que impide en gran medida que este actúe de contrapartida en las operaciones de compraventa de rublos frente a cualquier divisa). Numerosas empresas multinacionales están saliendo de Rusia, las agencias de rating han situado su deuda prácticamente en default, y se han establecido controles de capital para evitar la salida de dólares del país y una especie de “corralito” para los depósitos bancarios en dólares a partir de cierto importe.

EE. UU. ha prohibido la importación de petróleo, gas natural y carbón procedente de Rusia (Reino Unido las de petróleo). La UE no se ha añadido a estas sanciones fundamentalmente porque no hay alternativa al mismo: el corte de suministro afectaría gravemente a la población del norte de Europa y a su industria, muy dependientes del gas ruso.

Como consecuencia de todo ello, siendo los efectos sobre las economías occidentales importantes (por la evolución como veremos de los precios y la ruptura de cadenas de producción), la agresión de Putin no dejará en absoluto indemne a su economía. Las sanciones internacionales, el esfuerzo militar, la caída de la cotización del rublo y la incertidumbre generada generarán más inflación y menor crecimiento. Se espera una fuerte contracción económica e inflación elevada en Rusia. Según algunas previsiones, la contracción del PIB podría ser superior al 10% en 2022 y extenderse también a 2023, mientras que la inflación podría superar el 20% a mediados de año. Las disrupciones de oferta debidas a las sanciones pueden tener un efecto incluso mayor sobre la inflación que la depreciación del rublo. La inflación también se vería impulsada por la monetización de la deuda.

Existe también riesgo de serias dificultades en el sistema bancario ruso. Buena parte de los bancos rusos no pueden acceder a sus activos ni al mercado de capitales en el extranjero. Sus pagos internacionales también se verán dificultados tras la exclusión de varios bancos de SWIFT (el sistema que permite las transferencias internacionales entre bancos). Los residentes tienen limitado el acceso a sus depósitos en moneda extranjera dada la congelación de activos del banco central en el exterior, y se han observado algunas salidas de depósitos.

Las implicaciones de todos estos fenómenos son claras: mayores costes de los inputs de las empresas, presión adicional sobre los precios, dificultades de abastecimiento en algunas materias primas, menores crecimientos asociados a paralización de proyectos de inversión y mayor incertidumbre.

Los efectos del conjunto de sanciones impuestas a las empresas y algunos ciudadanos rusos, así como a su banco central, no pueden minusvalorarse. Tendrán efectos devastadores a corto plazo para la economía rusa, dificultando enormemente la actividad y el normal flujo de los pagos. Pero pueden tener además efectos importantes sobre el funcionamiento de la economía global en el futuro: el Fondo Monetario Internacional apuntaba recientemente a que las sanciones impuestas a Rusia amenazan con erosionar gradualmente la hegemonía del dólar y resultar en un sistema monetario internacional más fragmentado. Las sanciones impuestas podrían incentivar el surgimiento de pequeños bloques de divisas basados en las relaciones comerciales entre grupos separados de países. Y también cabría considerar los efectos que la guerra pudiera tener en una dinámica que alimenta la adopción de las finanzas digitales, desde las criptodivisas a las stablecoins, en el deseo de algunos países de nunca correr el riesgo de verse sometidos a la presión a la que se encuentra sometida actualmente la economía rusa.

A este panorama, cuya duración será proporcional a la duración de la guerra en Ucrania, se le sumarán los efectos a largo plazo que las sanciones tendrán sobre el proceso de globalización y el impacto potencial de ciertas tendencias que ya se estaban manifestando en la economía mundial antes de la pandemia (véase siguiente sección).

4. Pandemia, ataque de Rusia y desglobalización en marcha: ¿fin de la era de la contención de precios?

El impacto de la agresión rusa sobre los precios es evidente y palpable, como también lo son los potenciales efectos sobre la globalización a los que hemos aludido. Pero no debemos olvidar que estos dos fenómenos ya estaban en cierta medida en marcha antes de febrero: la inflación había comenzado a subir y las señales que apuntaban a un proceso de cierta desglobalización se acumulaban.

Este proceso de desglobalización anterior al ataque a Ucrania tiene potenciales efectos no menores, pues gran parte de las ganancias de eficiencia y de contención de precios (cuando no deflación) de las últimas décadas, especialmente en los precios de los bienes, se ha sustentado sobre la imparable expansión del comercio internacional y, en particular, en la aparición de la economía china como gran productor de bienes desde su incorporación a la Organización Mundial de Comercio (OMC) a principios del 2000.

Y el caso es que los factores de carácter estructuralmente deflacionistas, que a lo largo de las últimas dos décadas y media se han conjugado para configurar este panorama de precios bajos, parecen estar llegando a su fin. Repasemos los más importantes:

(DES)Globalización post-pandemia: como decíamos, el proceso de globalización vivido por la economía mundial en las últimas décadas ha sido un elemento clave de mayor eficiencia en la oferta global y, con ello, de menores presiones inflacionistas. Sin embargo, para que este factor siguiera siendo un elemento deflacionista a futuro, cabría una profundización de esta dinámica. El panorama post pandemia apunta en la dirección contraria: los deseos expresados por muchos gobiernos de acercar a sus fronteras la producción de "productos estratégicos" (productos sanitarios, microchips), unidos a la intención declarada de muchas empresas de hacer sus cadenas de valor más "resilientes" (y con ello quizás algo menos "eficientes"), apuntan más a tendencias inflacionistas que deflacionistas en los próximos años por esta vía.

Envejecimiento de la población: cuando aumenta el peso en la pirámide poblacional de la población de 50-65 años, tiende a moderarse la demanda agregada porque se trata de personas que están en sus años de máximo ahorro. Sin embargo, durante los próximos años la generación de los llamados baby-boomers se irá jubilando, lo que no debería apoyar un entorno precisamente deflacionista: la jubilación conlleva dejar de contribuir por completo a la oferta agregada, pero, y aunque se haga en menor medida que en los años de vida activa, se sigue consumiendo y, por tanto, se continúa realizando una contribución positiva a la demanda agregada.

China: como hemos comentado, la incorporación de China al comercio global tuvo un impacto claramente deflacionista. En efecto, el gigante asiático ha aportado mucha mano de obra barata al mundo y, sin embargo, ha consumido muy poco: muchos de los beneficios de ese crecimiento no fluían a las familias, sino que quedaban "atrapados" en los balances de las empresas públicas, lo que contribuía a que el país tuviera unas tasas de ahorro anormalmente elevadas. A futuro, a medida que el peso de la economía privada china aumenta y las autoridades se preocupan más por hacer de la demanda interna la principal fuente de crecimiento, parece poco probable que el papel de China como factor deflacionista global pueda seguir siendo tan importante como en el pasado.

"Efecto Amazon": el comercio electrónico, al aumentar la capacidad de los consumidores de comparar precios, tiende a presionar a la baja el poder de fijación de precios de muchas empresas. Al mismo tiempo, el propio tamaño de compañías como Amazon aumenta significativamente su poder de negociación frente a proveedores, lo que de nuevo actúa presionando los márgenes. Este fenómeno, conocido como "efecto Amazon", podría perder también fuerza a futuro como factor "deflacionista", al menos por tres razones: i) los márgenes empresariales de los proveedores no pueden bajar indefinidamente, pues dejarían de producir en algún momento, ii) el propio poder pseudo-monopolístico alcanzado por compañías como Amazon aumenta la posibilidad de que éstas decidan aprovechar su posición de dominio para aumentar precios (lo

que ya viene ocurriendo en tiempos recientes), y iii) en algunos mercados de trabajo, significativamente el norteamericano, se está empezando a ver que muchas PYMEs tienen dificultades en cubrir su mano de obra, también por la competencia de “los Amazon”, lo que está ejerciendo una presión al alza en los costes salariales.

Bajo poder sindical y mercados de trabajo flexibles: durante décadas, la pérdida de poder de negociación de los sindicatos y la búsqueda por parte de muchos gobiernos de mercados de trabajo más flexibles han ejercido una considerable presión a la baja sobre los salarios. La situación puede cambiar en un futuro próximo: el mensaje de "equilibrar las relaciones laborales" es cada vez más común en muchos países, como también lo son las subidas del salario mínimo, en un entorno de creciente preocupación sobre los niveles de desigualdad alcanzados en nuestras sociedades.

Distribución de la renta: relacionado con lo señalado en el párrafo anterior, el hecho de que durante décadas las capas de población de menor renta se hayan beneficiado (en media) en menor medida del crecimiento económico ha supuesto un factor deflacionista adicional, en tanto que las capas de la población con menor renta tienden a consumir un porcentaje mayor de su renta que la población más pudiente. Si las tendencias que se están observando en los últimos meses se consolidan (significativo crecimiento de los salarios más bajos en EE. UU., por ejemplo, y también en China) este fenómeno reducirá su impacto y la propensión media al consumo podría aumentar.

Tecnología: en los últimos años se han desarrollado significativos avances tecnológicos y la expectativa es que sigan produciéndose en el futuro cercano. Y, además, de forma acelerada: la robotización podría ser un buen ejemplo en este sentido. Pero confiar en que ello pueda conllevar un aumento sustancial de la productividad que permita contener las presiones de demanda, evitando presiones inflacionistas, supone aventurarse en un terreno más bien inconcluso si nos atenemos a la experiencia histórica. Son numerosos los episodios de mejoras tecnológicas importantes que, sin embargo, han sido paralelos a procesos inflacionistas. Es más, aunque en general se tiene la impresión de estar inmersos en un momento de fuerte cambio tecnológico, la verdad es que el crecimiento de la productividad en la última década no ha sido significativo.

“Greenflation”: finalmente, se hace difícil pensar que la ineludible lucha contra el cambio climático y la transición energética asociada pueden ser realizadas sobre la base de una energía más barata, al menos durante un cierto tiempo en la transición. Se ha avanzado muchísimo en la eficiencia de las energías renovables y en el progresivo acercamiento de sus costes a las fuentes de energía más tradicionales, pero aún estamos lejos de ser capaces de sustituirlas plenamente.

5. La combinación de mayor inflación y menor crecimiento dependerá de la duración del conflicto

Aunque el saludable crecimiento de la economía española en el último trimestre de 2021 permitió cerrar el año con un nada despreciable aumento del PIB del 5%, aún estamos casi 6 puntos porcentuales por debajo de los niveles prepandemia y los datos de marzo (ya con la agresión rusa en marcha) apuntan a una cierta desaceleración de la actividad.

Por lo que se refiere al comportamiento de los precios, en marzo el IPC alcanzó casi el 10% en España, máximos desde mediados de los años 80, fundamentalmente por el comportamiento de la energía (carburantes y energía eléctrica). Prueba del impacto que tiene la energía en la dinámica actual es que la inflación subyacente (que descuenta los elementos más volátiles del índice como la energía y la alimentación) se situó muy lejos de esta cifra, en el 3,4%.

El repunte de los precios de la energía y las materias primas acentúan los impactos en muchos sectores que ya experimentaban incrementos notables de costes. Las repercusiones del conflicto elevan las tensiones en las cadenas globales de valor y añaden incertidumbre. Así, sectores como la automoción incrementan sus problemas de abastecimiento por los parones en la producción y en el transporte de componentes; en la cadena agroalimentaria se observan problemas de escasez en determinados bienes (por ejemplo, aceite de girasol) y se espera una traslación de costes a precios finales; y la incertidumbre sobre la evolución del conflicto impacta en sectores como el turismo, en el que se observa una ralentización en la emisión de reservas. Entre los sectores más impactados se encontrarán probablemente los de las comercializadoras (independientes) de electricidad, industrias extractivas, construcción, metalurgia, agroalimentario, químico, automoción, papel y madera, y transporte terrestre y aéreo.

La reacción de la política económica ante un shock o perturbación de oferta de estas dimensiones no es evidente, por la complejidad de los efectos en la economía, su asimetría por sectores y por los riesgos de entrar en una espiral precios/salarios dañina para todos los sectores y colectivos. Y es que, al final, un aumento de los precios energéticos como el observado en un país que carece de producción de éstos, significa tener que aceptar la ineludible realidad de que el país se “ha vuelto más pobre” y que los costes de esta nueva realidad deben repartirse de una forma u otra.

El Gobierno ha presentado recientemente un conjunto de medidas en formato de Plan de choque para hacer frente a las consecuencias del conflicto en Ucrania, en especial las referentes al impacto en los precios de los carburantes y la energía eléctrica. Estas abordan distintos ámbitos. En lo que se refiere a las familias se bonifican los combustibles en céntimos por litro, se activan medidas de flexibilidad laboral como los ERTes y la protección contra el despido, se establece un máximo de revisión del 2% en los alquileres en los próximos, etc. Para las empresas está en marcha una nueva

línea de avales de crédito ICO por 10 mil millones de euros para cubrir necesidades de liquidez provocadas por el aumento del coste de la energía y combustibles, se extiende el plazo de vencimiento y el periodo de carencia de los préstamos ICO para los sectores más afectados y se han aprobado ayudas directas a la agricultura, las industrias electrointensivas y el sector transporte. Las medidas ayudarán a paliar el impacto en el bolsillo de los ciudadanos (si no se trasladan a precios finales) y las cuentas de las empresas, pero el coste para el conjunto del país sigue ahí, como decíamos.

Es difícil pensar que el aumento de la inflación en la eurozona (7,5% anual en marzo) no vaya a tener consecuencias en los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo, incluso aunque las previsiones a largo plazo no se hayan alejado mucho del 2% que el BCE tiene como objetivo fundamental de política monetaria. Cuanto más dure el conflicto en Ucrania, más pueden desplazarse al alza estas previsiones, mayor será el impacto dañino sobre la inversión y las expectativas de los agentes y, por tanto, menor el crecimiento. Y todo ello en un entorno caracterizado por el progresivo fin de las dinámicas que han contribuido de forma significativa a la contención de la inflación en los últimos años.

Solo una finalización rápida de la guerra, paralela a un descenso de los precios energéticos impactados por la misma, permitiría que se retomara la saludable recuperación que teníamos en marcha sin daños a medio plazo. Y, por supuesto, evitaría lo más importante: el sufrimiento al que estamos asistiendo y el desamparo de los más de cuatro millones de desplazados que, según Naciones Unidas, ha producido ya esta agresión inaceptable.