



Instalaciones del gasoducto Nord Stream 2, ahora paralizado, el 28 de febrero en Lubmin (Alemania). / STEFAN SAUER (GETTY)

La duración del conflicto es decisiva a la hora de determinar el golpe al PIB. Los expertos creen que si se prolonga más de tres meses todo puede agravarse

La guerra revive el miedo a la inflación sin crecimiento

ÁLVARO SÁNCHEZ, **Madrid**
Los años veinte del siglo pasado trajeron una década de paz y esperanza tras una pandemia de gripe que dejó millones de muertos. Los años veinte del siglo XXI han unido enfermedad y guerra sin paréntesis festivo de por medio. Mascarillas y bombas. Como un coche al que se le pinchara una segunda rueda cuando todavía circula con la primera agujereada. El vocabulario económico tiene sus propios términos de moda, todos hijos de su tiempo: en la Gran Recesión, las hipotecas *subprime* estaban por todas partes; en la crisis de deuda, la prima de riesgo era el termómetro que

avisaba de la calentura; y en el año del estallido vírico la palabra restricciones fue sinónimo de parón de la actividad.

En 2022, debía pronunciarse mucho, y en todos los idiomas, recuperación. Pero, en su lugar, gana espacio en la conversación un vocablo maldito, híbrido de otros dos: estancamiento e inflación, acuñado en los setenta para definir un cuadro de escaso o nulo crecimiento acompañado de un incremento de los precios. Una pesadilla de 12 letras. El río suena, pero aún es pronto para saber si lleva agua. Un día después de la invasión, la Comisión

Europea calculó el golpe al crecimiento en un 1% y un incremento de la inflación de un punto en el peor escenario. Eso todavía dejaría margen para crecer de manera robusta, dado que las previsiones de Bruselas cifraban en el 4% el avance del PIB en la zona euro antes de la guerra. El economista jefe del Banco Central Europeo (BCE), Philip Lane, dijo la semana pasada que el impacto será aún menor, de tres o cuatro décimas, aunque sí augura subidas de precios más sostenidas.

En la ecuación, por tanto, existe consenso sobre una mayor duración de subidas de precios muy dañinas para el poder adquisitivo

Europa todavía tiene margen para crecer de forma robusta

Gillet: “El dinero gastado en gasolina o electricidad no se queda en Europa”

de los consumidores, imparables en plena escalada del gas y el petróleo. Este último ha rozado umbrales impensables hace no tanto, de 120 dólares el barril. Mucho más divididas parecen las posturas acerca de un crecimiento estancado. El gobernador del Banco de Portugal, Mario Centeno, está entre los más pesimistas. “Hay escenarios de estancamiento frente a nosotros”, aseguró el pasado miércoles en un evento en Lisboa. “Obviamente, dependerá de la duración del conflicto y de la respuesta más o menos concertada (en política fiscal) de los europeos”, matizó. En una tercera vía, la de la cautela, se mueve Olli Rehn, su homólogo del Banco de Finlandia, y la presidenta del BCE, Christine Lagarde, quienes creen que es demasiado pronto para evaluar el impacto del conflicto en la economía europea.

Hasta ahora, la inflación estaba alimentada básicamente por los altos precios de la energía, el alza de otras materias primas, sobre todo agrícolas, y la crisis global de suministros derivada de la carencia de chips y de los problemas de las navieras para entregar mercancías en un entorno de alta demanda, colapso de los puertos, fábricas afectadas por contagios y falta de camioneros y de trabajadores portuarios. La guerra ha exacerbado esa tendencia, con precios de la energía aún más altos debido a que Rusia es uno de los grandes productores de gas y petróleo. Precios del trigo en máximos de 14 años porque Rusia y Ucrania están entre los mayores exportadores mundiales y son el granero de Europa. Fuertes aumentos del maíz y otros cereales, también de metales como el aluminio y el níquel.

Roland Gillet, profesor de Economía Financiera en la Universidad Libre de Bruselas y la Sorbona de París, explica que esos encarecimientos tendrán consecuencias sobre el crecimiento. “El dinero que los consumidores utilizan para pagar las facturas de electricidad y sus desplazamientos en coche es dinero que no se utiliza para ir a un restaurante o consumir otras cosas. Y sobre todo, es dinero que no se queda en Europa, dado que se marcha a los países exportadores de energía. Eso contribuye a la ralentización económica”, advierte. El economista percibe otro factor negativo: la llamada moral del consumi-

La luz bate récords y presiona a Bruselas para desligarla del gas

El Ejecutivo comunitario se abre a introducir cambios en el sistema de precios

IGNACIO FARIZA, **Madrid**
Nadie, ni el más agorero de los analistas, habría podido predecir hace un año que el precio de la luz llegaría hasta donde está hoy. La electricidad costará este lunes una media de 442,54 euros por megavatio hora (MWh) en el mercado mayorista español, la cifra más alta de toda la

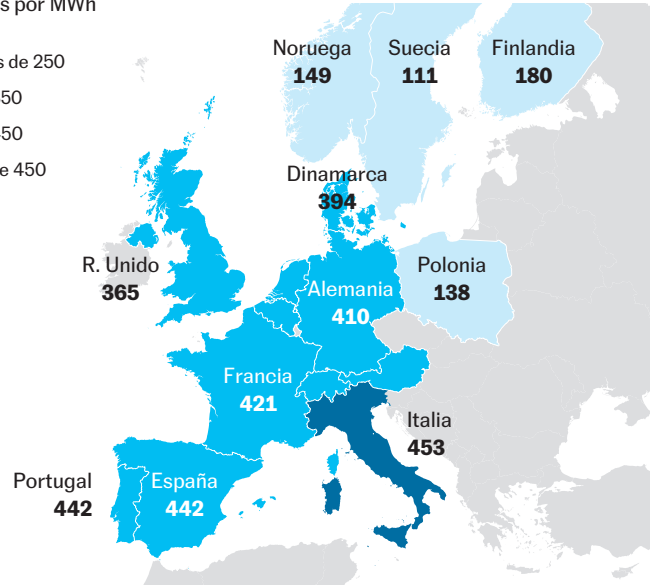
serie histórica. Hace solo 12 meses eran apenas 54 euros, ocho veces menos.

Siempre a rebufo del gas natural —que ya cotiza a 200 euros por MWh en Europa tras pulverizar, también, cualquier registro previo—, la escalada eleva la presión sobre la Comisión Europea para que desligue ambos ca-

Precio diario de la electricidad en Europa

En euros por MWh

- Menos de 250
- 250-350
- 350-450
- Más de 450



Fuente: Epexspot, Nord Pool, SEMOpx y GME.

EL PAÍS

minos. Con los cuatro grandes países del bloque —Alemania, Francia, Italia y España— claramente por encima de los 400 euros por MWh y la inflación de la eurozona a un paso del 6%, son cada vez más las voces que exigen a Bruselas medidas urgentes para evitar una sangría de consecuencias económicas impredecibles. Y, por primera vez desde que empezó la crisis energética, en las últimas semanas el Ejecutivo comunitario ha empezado a abrir la puerta a dejar atrás una de sus grandes líneas rojas para introducir cambios en el sistema de fijación de precios eléctricos.

El mercado mayorista, del que emanan directamente las tarifas reguladas —más de 10 millones de hogares y pymes en España— disparará hoy un 17%

OFENSIVA DE RUSIA EN UCRANIA

ECONOMÍA Y TRABAJO

dor. Con una guerra a las puertas de Europa, pueden decidir ser más conservadores en el gasto que, por ejemplo, en Estados Unidos donde, debido a la distancia, ese efecto es menor. También será distinto el impacto directo: mientras Europa tiene grandes compañías instaladas en Rusia, sobre todo francesas, la exposición de las firmas estadounidenses al conflicto es mucho más reducida. Gillet estima que esa suma de circunstancias ralentizará el crecimiento, pero sin llegar a la estancación. “No creo que, por el momento, estemos en un escenario de crecimiento cercano a cero. Todavía hay mucho ahorro embalsado que no se utilizó debido al coronavirus y va a ir a parar al consumo”, sostiene.

La reacción de las Bolsas

Los mercados tampoco lo creen: las Bolsas europea y estadounidense han caído y los nervios han extremado la volatilidad, pero las bajadas no han sido lo suficientemente dramáticas como para descontar un descenso a los infiernos de la estancación. Salvo en Rusia, cuya economía, asolada por las sanciones, el hundimiento del rublo y la desbandada de empresas, será la más perjudicada con diferencia. Una de las claves, según Gillet, será el tiempo que se prolongue la contienda. “Si dura uno, dos o tres meses será demasiado, pero tendría un efecto marginal sobre lo que habremos gastado en energía. En cambio, si dura mucho más, todo puede agravarse, pero creo que no estamos en ese escenario todavía”. Otros analistas coinciden. Philippe Waechter, jefe de investigación económica en Ostrum AM, cree que la guerra “añadirá presión al entorno inflacionario e impondrá un impuesto al crecimiento mundial”, pero todavía prevé avances del PIB sólidos para 2022 en la zona euro, de entre el 3% y el 3,5%.

Ángel Talavera, economista jefe para Europa de Oxford Economics, ve el conflicto “tremendamente estancacionario”, porque hace subir la inflación y afecta negativamente al crecimiento, pero puntualiza que, “con las perspectivas actuales de crecimiento en España, con un PIB aún aumentando sobre el 5% este año, estamos lejos de estar en estancación”. No obstante, el número de amenazas es casi inabarcable.

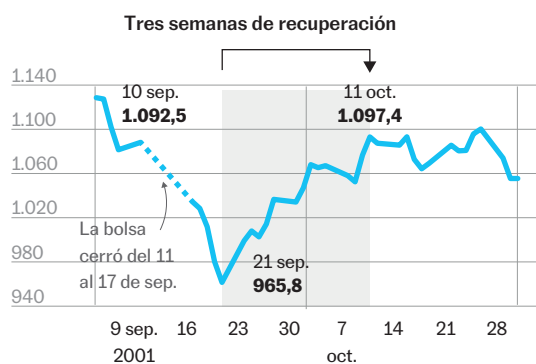
su precio respecto a 24 horas antes. El resto de familias y empresas, los que están en el mercado libre y negocian caso por caso sus condiciones con las comercializadoras, sufrirán la subida a medida que les toque renovar contratos. Por tramos horarios, la luz costará este lunes 500 euros por MWh —algo también inédito— entre las siete y las nueve de la mañana, y entre las siete y las ocho de la tarde. Y solo bajará de los 400 entre las tres y las cuatro de la tarde, y entre las once y las doce de la noche.

La invasión de Ucrania ha sido el detonante final para el estallido del recibo. Cada euro de subida del gas en el mercado TTF holandés —la referencia europea— se traduce en un repunte de alrededor de dos euros en la factura regulada de la luz.

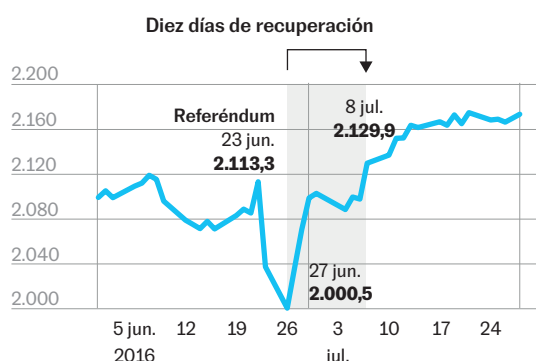
Los mercados ante las crisis internacionales

Cotización del S&P500

Después del 11-S



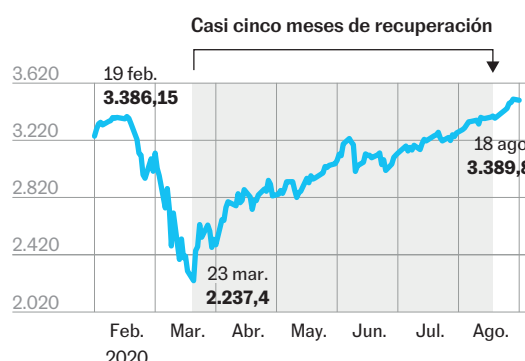
Tras el referéndum del Brexit



En la quiebra de Lehman Brothers



Durante la pandemia del covid



Fuente: Investing.

EL PAÍS

La incertidumbre de los conflictos globales sienta mal a las Bolsas, pero suelen recuperarse relativamente rápido

Las crisis geopolíticas atragantan a los mercados

MATTEO ALLIEVI, Madrid

Cuando soplan vientos de guerra sobre los mercados, los inversores permanecen en las trincheras. Antes del estallido de un conflicto, la volatilidad se apodera de los parqués y los operadores buscan amparo en los denominados activos refugio, es decir, aquellos valores que incluso en épocas de incertidumbre suelen mantener su estimación: el oro, los fondos de renta fija, las divisas fuertes... Sin embargo, con las cifras en la mano, parece que los mercados no desdennan la guerra. Tras tocar fondo, los índices no tardan demasiado en recuperar su vigor y, según los analistas, ahora mismo se dan las premisas para que la invasión de Rusia a Ucrania confirme esta tendencia. Aunque los espectros de la inflación permanecen en la sombra y pueden dar lugar a cualquier sorpresa.

Mark Armbruster, presidente de la homónima firma de inversiones, ha observado el comportamiento de los índices bursátiles en cuatro eventos bélicos: la Segunda Guerra Mundial, la guerra de Corea, la de Vietnam y las guerras del Golfo. El experto concluye que, en la II Guerra Mundial, las empresas de alta capitalización de Wall Street subieron un 16,9%, mientras que las de baja capitalización lo hicieron un 32,8%. Un gran salto hacia delante se notó también en los otros conflictos analizados, salvo en la disputa entre Saigón y Hanói. “Esta guerra fue muy corta —anota Armbruster— y coincidió con un aumento del precio del petróleo



Brokers en la Bolsa de Nueva York en febrero. / SPENCER PLATT (GETTY)

que contribuyó a empujar la economía hacia una breve recesión”. Los inversores no temen a las guerras, sino a la falta de control sobre los acontecimientos que las preceden.

Un estudio de Deutsche Bank ha analizado la evolución del S&P 500 —considerado el índice más representativo de la situación real de los mercados— durante los eventos geopolíticos más importantes de los últimos 80 años, desde la ocupación alemana de Checoslovaquia en 1939 hasta los bombardeos en Siria en 2017. Según el documento, los parqués han tardado de media 15 sesiones en recuperar su valor previo a las crisis. “Cuando surgen conflictos globales, se suele generar una

Tras el Brexit o el 11-S, los parqués volvieron en pocos días al nivel previo

La pandemia o la Gran Recesión causaron caídas más duraderas

gran volatilidad con una fuerte caída inicial, que puede durar unas semanas o pocos meses. A medida que se vislumbra una salida, los índices suelen adelantarse hasta marcar máximos”, apunta Javier Molina, analista de eToro.

Los casos del 11-S y del Brexit son ejemplares. Tras el atentado, el selectivo estadounidense perdió un 11,6% y, tras tres semanas cerrada, la Bolsa de Nueva York necesitó otras tres para alcanzar volver a su pico precrisis. Con el referéndum británico, el rebote fue aún más rápido. Desde el 27 de junio de 2016, cuando el S&P 500 tocó fondo, pasaron solo dos semanas hasta que emergió de nuevo. Una vez más, los parqués iban un paso por delante de los hechos y descontaban así la recuperación. Sobre todo en el mercado británico, la salida del Reino Unido de la UE empezó a pasar factura ya a finales de 2015, señala Diego Morín, analista de IG.

La recuperación no fue tan acelerada en todos los eventos geopolíticos. Tras la guerra del Yom Kipur en 1973, en la que se enfrentaron Israel y los países árabes y que derivó en un embargo petrolero hacia Occidente, el índice tuvo que esperar cuatro años para recuperarse. “El contexto económico domina la respuesta del mercado en torno a los shocks geopolíticos. El embargo petrolero tuvo un claro impacto económico negativo y fue fundamental para impulsar una recesión que condujo a una liquidación grave y duradera de las acciones”, asegura Parag Thatte, autor del estudio de Deutsche Bank.

Por su parte, Molina argumenta que el mercado ha cambiado mucho desde los años setenta y ni los actores ni la información a la que se tenía acceso tiene el nivel actual. Lo que sí parece una constante es que, para las Bolsas, parece más complicado lanzar un suspiro de alivio cuando entran en juego los problemas de suministro de materias primas.

El mayor hundimiento de las acciones estadounidenses se queda al margen de la geopolítica. Con la quiebra de Lehman Brothers en 2008, el S&P 500 se desplomó más de un 40% y necesitó casi dos años para recuperarse. Más recientemente, la primera ola de la pandemia de la covid-19 causó un desplome en marzo de 2020 del que el parqué salió cinco meses más tarde cuando, tras la parálisis económica, la economía se preparaba para volver a encender sus motores.

El actual conflicto en Ucrania confirma que a los mercados no les gusta la incertidumbre. Las consecuencias de la guerra en los precios de las materias primas alimentan una inflación ya por las nubes. Muchas empresas internacionales han cortado con Rusia, el rublo toca mínimos y la deuda rusa está al nivel de bono basura.

Aunque las Bolsas llevan desde comienzos de año sin rumbo fijo, los expertos esperan que, cuando la cuestión geopolítica se aclare, el rebote se producirá de forma rápida. Sin embargo, los índices volverán a enfrentarse a los riesgos de antes, como la inflación y las subidas de tipos de interés. Esas cuestiones pendientes calibrarán la brújula que guiará los movimientos de los inversores a corto y medio plazo.