

Febrero de 2022 será recordado como un momento doloroso, un punto de inflexión en muchos sentidos. La inesperada invasión de Ucrania por parte de Rusia abre un tiempo de incertidumbre en lo social, lo político y lo económico. Más allá del desconocimiento sobre la solución final y, particularmente, el plazo para alcanzar la misma, la guerra viene y vendrá acompañada de cambios estratégicos en Occidente, muy particularmente en Europa. Pero vayamos paso a paso, **¿qué ha ocurrido y qué puede ocurrir desde ahora? Trataremos de dar respuesta a ello desde el prisma económico y financiero**, y más concretamente desde lo que hemos hecho hasta la fecha en las carteras.

Ante la **escalada del conflicto** por parte de Rusia, que ha desembocado en una guerra abierta en territorio ucraniano, **la respuesta desde buena parte del mundo ha sido de condena y de severas sanciones económicas y financieras.**

Sin ánimo de ser exhaustivos, hemos visto la expulsión del sistema Swift de parte de las entidades financieras rusas, el bloqueo de los activos del Banco Central de Rusia en el extranjero o la presión de EEUU y Europa sobre las fortunas de los oligarcas rusos.

Sanciones de los gobiernos que han acarreado otras consecuencias, como la expulsión de las empresas rusas de los índices mundiales y los profundos recortes de calificación crediticia de la deuda soberana rusa, ya considerada bono basura, por parte de todas las agencias de rating.

“

Descartamos una ampliación del conflicto fuera de las fronteras ucranianas

”

El régimen de Putin ha sido aislado internacionalmente y fuertemente castigado desde el frente financiero, con previsiones de caída del PIB ruso en 2022 del 7%, pero con serias derivadas para Europa.

A la espera de las próximas previsiones del BCE, el **crecimiento europeo estimado podría recortarse un 1% en 2022** afectado por la posibilidad de recortes de suministro energético o la paralización de inversiones. El consumo encontraría freno por la vía de menor confianza y la reducción del poder adquisitivo. El PIB mundial también se vería afectado pero a menor escala, con estimaciones que apuntan a un 0,5-0,6% menos que antes de la guerra.

A la fecha, **los contactos en pos de una solución negociada no dan frutos, con fiascos como el del alto el fuego para permitir un corredor humanitario.** Dicho lo cual, la vía diplomática sigue y ha de proseguir abierta, para evitar un arrinconamiento aún mayor de Putin que pudiera radicalizar aún más la guerra.

“

El régimen de Putin está siendo aislado internacionalmente y es fuertemente castigado desde el frente financiero

”

En el corto plazo, una intensificación de los ataques es esperable, con un Putin que, en palabras de un estratega, “cuando afronta dificultades no acorta sus ambiciones sino que aumenta sus medios”. **Resta más margen en materia de sanciones desde Occidente**, que podrían extenderse a la restricción de importaciones energéticas rusas, con el cierre de espacios aéreos rechazado por la OTAN para evitar una extensión del conflicto.

Mientras, el papel de China, aunque evolucionando ligeramente en su mensaje según avanza la guerra, solo puede calificarse de “equilibrista” entre la condena de las sanciones y el pragmatismo de unos lazos comerciales más intensos con Occidente que con Rusia.

Los escenarios geopolíticos alternativos son, en este punto, varios. En nuestra opinión, descartamos una ampliación del conflicto fuera de las fronteras ucranianas y consideramos como más probable (70% de probabilidad) el de un largo y penoso conflicto. La campaña militar podría durar poco tiempo pero vendría seguida de una guerra de guerrillas.

Pese a la relevancia macro limitada de Rusia y Ucrania en el PIB mundial (3% del mismo), ambos países resultan claves en el suministro de materias primas. La primera como proveedora de gas y crudo además de paladio o platino; la segunda entre los primeros productores mundiales de materias primas agrícolas, pero también industriales (uranio, hierro, mercurio,...).

El precio de las materias primas con toda lógica se ha disparado en los mercados, con una directa incidencia en la inflación. El problema es que ya veníamos con niveles elevados de IPC consecuencia de los desajustes oferta-demanda de la pandemia y de la subida del crudo.

2022 será así más adverso, con una inflación que podría rondar el 5% en Europa, frente a estimaciones oficiales previas del 3,2%. Lo anterior nos deja un complejo dibujo de precios más altos y menos crecimiento, un riesgo de estanflación que, sin ser escenario central, sí ha visto crecer sus probabilidades.

Papel complejo en esta situación para los bancos centrales, con un BCE que se reúne esta semana y una FED que lo hará la siguiente. En la Zona Euro, ante una inflación presionando (5,8% YoY tasa general, 2,8% subyacente), esperamos el inicio de la normalización monetaria pero con una aproximación más flexible que la prevista semanas atrás. En otras palabras, el BCE podría hacer explícita la intención de finalizar su programa de compras de deuda (QE) en este 2022, pero trataría de ganar margen desde otras vías y retrasaría las expectativas de subidas de tipos, que ya no vendrían inmediatamente después de la finalización del QE.

“

El BCE podría hacer explícita la intención de finalizar su programa de compras de deuda (QE) en 2022

”

Unos días después del BCE, el 16 de marzo, será el turno de la Reserva Federal. EEUU parte de una situación obviamente diferente a la de Europa: el impacto de la guerra es menor y su economía demanda mayores y más pronto ajustes, con unos mercados laboral e inmobiliario más ajustados y con alguna señal incluso de sobrecalentamiento. Por ello, hemos de contar con una FED con paso más firme en las subidas, con la primera, y casi segura, de un 0,25% en esta cita, sin que Powell haya descartado subidas más intensas si los precios continúan al alza.

Pero también aquí el ritmo sería menor que el descontado semanas atrás: de 7 subidas previstas en 2022 hemos pasado a 5. Dilema de los bancos centrales que resolverían con gradualidad, menor agresividad en la retirada de estímulos monetarios.

“

Dilema de los bancos centrales que resolverían con gradualidad

”

Además, Putin obliga, particularmente en Europa a nuevos planteamientos estratégicos en lo militar y lo energético. Hemos visto ya un rápido cambio de paradigma en Alemania que hará crecer con fuerza su gasto en defensa hasta el 2% del PIB. Y la determinación no queda en Alemania, sino que se aboga por una aproximación europea cohesionada.

En lo energético, Europa, donde el 41% del gas consumido viene de Rusia, busca vías junto a EEUU para reducir su dependencia del gas ruso, en una semana en la que la OPEP+, pese a la capacidad ociosa, no ha cambiado sus planes de aumento de la oferta. Mayor autonomía energética obligada en Europa que impulsará la búsqueda de proveedores y fuentes alternativas y que debería acelerar el despliegue de energías renovables. La mala noticia es que estos cambios, que serán positivos a medio plazo para la fortaleza de Europa, no resultan inmediatos.

En los mercados, la reacción ha sido la lógica: huida hacia la calidad. Sesiones de ventas en las bolsas, particularmente las europeas, y refugio en los tramos largos de la renta fija gubernamental americana y europea y dólar, además de las ya comentadas compras de materias primas, desde el crudo al oro.

Pese a que son muchas las empresas que han paralizado las nuevas emisiones de deuda por la mayor volatilidad, la liquidez en los mercados sigue siendo amplia. Reconocemos que parece haber cierta señal de agotamiento en las caídas, pero no es claro que se haya producido ya una claudicación de los mercados. Aunque tradicionalmente la entrada en activos de riesgo en momentos de corrección por razones geopolíticas ha sido rentable, la

particularidad de esta situación (irracional, imprevisible, de vastas consecuencias) hace aconsejable **mantener la cautela y la vigilancia**.

En carteras, **empezamos recortando exposición en la renta fija de menor calificación crediticia** (High Yield), afectada negativamente por el nuevo entorno macro (mayor riesgo de estanflación), y con riesgo añadido por su menor liquidez. En renta variable europea, trasladamos las menores estimaciones de PIB a las previsiones de beneficios que rebajamos en un 10%, lo que sumado a un ajuste a la baja del PER da como resultado potencial de retrocesos adicionales en las bolsas europeas. Por ello, **hemos reducido el peso en renta variable europea continental**, prefiriendo estar expuestos

en renta variable en geografías menos impactadas por la situación política (EEUU o el propio mercado británico).

La visión sobre los valores cíclicos empeora y nos lleva a inclinarnos hacia valores de calidad, con fortaleza en resultados y balances. Escenario de extrema incertidumbre donde no parece fácil reconstruir inmediatamente el apetito por el riesgo. Calidad y liquidez en todos los activos en cartera siguen siendo buenas pautas en este punto.

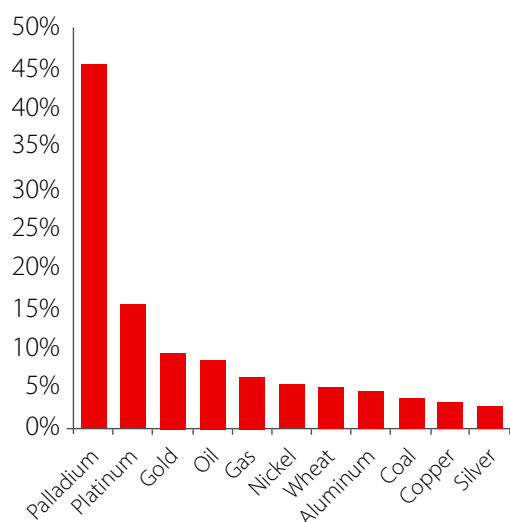
“

En los mercados, la reacción ha sido la lógica: huida hacia la calidad

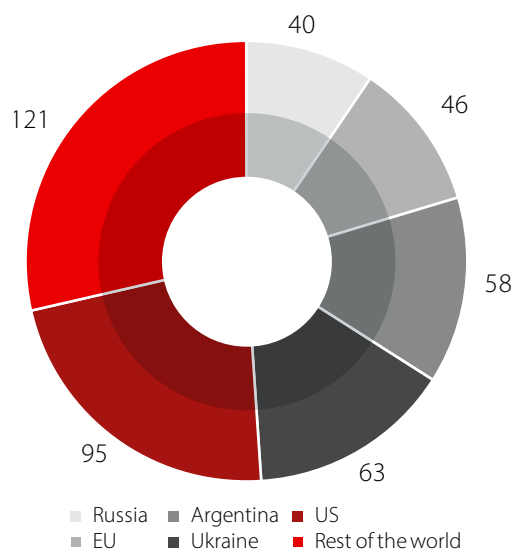
”

Russia - Ukraine tensions could impact commodity and food prices

Russia's exports as a share of global production



Grain exports per country, million tonnes



Source: left chart - Amundi Institute, Bloomberg, JP Morgan. Data refers to 2020. Right chart - Amundi Institute, Bloomberg, International Grains Council, estimates are for the 2021-22 season, excluding rice.