



# La nueva geopolítica y alianzas globales

1<sup>er</sup> Aniversario de la Guerra Rusia-Ucrania

Paul Moran, José María Viñals, Diego Pitarch,  
Federico Eisler, Juan Alberto Sánchez Torres,  
Javier Nierderleytner, Luis Fernando Utrera,  
Aurelio García del Barrio



# ÍNDICE

Introducción	3
1. Policrisis <i>Paul Moran</i>	4
2. El año que cambió el mundo <i>José María Viñals</i>	6
3. Desglobalización tras un año de conflicto entre Rusia y Ucrania <i>Diego Pitarch</i>	8
4. Si la guerra en Ucrania no es “el lobo”, ¿qué preocupa a los inversores de deuda emergente? <i>Federico Eisler</i>	10
5. Un año de invasión <i>Javier Nierderleytner</i>	12
6. El mundo de las divisas en el actual entorno geopolítico <i>Luis Fernando Utrera</i>	14
7. El sector de M&A se acelera sin freno de crisis geopolíticas <i>Juan Alberto Sánchez Torres</i>	16
8. Visión macro: La tensión en los precios sigue pujante <i>Aurelio García del Barrio</i>	19

# Introducción

El próximo 24 de febrero se cumplirá un año del inicio del mayor conflicto militar convencional acaecido en suelo europeo desde las Guerras de los Balcanes: el conflicto entre Rusia y Ucrania. Pese a que la tensión ha sido históricamente latente en la frontera entre ambos países, no es hasta finales del año 2021, que Rusia comienza a desplegar recursos militares en el territorio fronterizo. El anuncio del inicio de la “Operación Militar Especial” supuso la entrada de tropas rusas en territorio ucraniano, mientras se reportaban bombardeos en las principales ciudades del país.

A la ofensiva de Moscú en Ucrania, con el pretexto de anexionar a su territorio nacional las regiones de Donetsk y Luhansk, el presidente Zelenszky respondía ordenando una movilización militar general. Comenzaba así un conflicto que dura hasta hoy.

Son muchos los expertos que han compartido su opinión sobre el trasfondo real del conflicto desde su inicio. Para algunos no estamos hablando de una guerra “entre Rusia y Ucrania, sino entre Rusia y Estados Unidos”. En este sentido, son muchos los que opinan que la decisión final de acordar la paz corresponde realmente a Biden, cabeza visible de la OTAN, reduciendo la posición de Europa a un mero papel de acompañamiento. Paralelamente, otra corriente entiende que este conflicto se debe puramente a una revancha histórica, opinando que “en muchos sentidos, esta guerra es el choque entre dos relatos históricos incompatibles”.

El presente compendio de artículos no es más que una síntesis de la deriva del conflicto de forma poliédrica (sello distintivo del IEB) desde el punto de vista de las relaciones internacionales. En dicho análisis, se tienen en cuenta variantes regulatorias, geopolíticas, financieras, macroeconómicas y empresariales que, unidas en un hilo argumental, nos aportan una visión amplia no solo de la situación actual sino también de lo que puede estar por llegar.

Este compendio enmarcado en el conflicto actual no hace sino poner de manifiesto la importancia de las relaciones internacionales como pieza clave en el panorama geopolítico, económico y jurídico global. El auge de las tecnologías y los avances en las comunicaciones, han generado un nuevo escenario mundial, en el que las fronteras se han visto diluidas, generando un nuevo paradigma socioeconómico. En el IEB, y en particular en el Master en RRII, no hacemos sino recoger esta realidad y presentarla a nuestros alumnos en forma de herramientas y experiencias – de un claustro que se ha movido “bajo fuego real”- para que no solamente entiendan mejor el mundo, sino que puedan navegarlo con éxito en su carrera profesional.

*José María Viñals Camallonga,  
profesor y director del Máster de RRII de IEB*

# Policrisis

*Paul Moran, Economista, profesor del Master in International Finance del IEB*



Nuestro mundo se enfrenta a muchas crisis. Recientemente el ex secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Lawrence Summers, expresaba: *“Este es el conjunto de desafíos más complejo, dispar y transversal que puedo recordar en los 40 años que he estado prestando atención a tales cosas”*. A mi juicio, estamos viviendo una policrisis.

Uno puede preguntarse si la pandemia de la Covid-19 ha terminado. Este terrible virus que obligó a la mayor parte del mundo a confinarse durante 2022 finalmente ¿está de retirada? Incluso si nuestra respuesta fue desordenada y mal coordinada, finalmente funcionó debido a las máscaras y, sobre todo, a las vacunas. Este fue un gran progreso científico que le da al mundo la confianza para enfrentar nuevas variantes de Covid y nuevas pandemias en el futuro.

Por otra parte, afrontamos la invasión de Ucrania. ¿Ha sido un error estratégico de Putin? es muy poco probable que logre sus objetivos. En lugar de dividir a Occidente, la guerra ha unido a quienes comparten valores democráticos. Para Europa del Este y los países bálticos, era hora de resaltar los peligros de la Rusia imperial. Para la alianza de la OTAN, ha sido una época de renacimiento. Para Alemania, un *Zeitenwende* o transición. Para Finlandia y Suecia, era hora de rechazar la neutralidad. Para Joe Biden, ha sido un momento de mostrar liderazgo.

Para Ucrania, un momento para mostrar una resistencia heroica a un gran coste para su nación y su valiente pueblo. Volodymyr Zelenskyy se ha convertido en el líder que el mundo necesitaba durante este tiempo de policrisis.

China también ha cometido errores estratégicos en el último año. Desde la caída del muro de Berlín, tanto Estados Unidos como la UE consideraban a China un socio estratégico, pero China ha decidido convertirse en un competidor estratégico. China ha apoyado a Rusia en su guerra de propaganda contra Ucrania, Estados Unidos y la OTAN. Ha amenazado con invadir Taiwán. Pero la guerra en Ucrania, al igual que las guerras imperiales anteriores, en Vietnam, Irak y Afganistán dará a los chinos algunas dudas sobre el uso de la fuerza militar contra la voluntad de una nación más pequeña.

Después de décadas de crecimiento, la economía china en auge se ha desacelerado. Gran parte de la clase media en China invirtió dinero en bienes raíces. Los precios de las propiedades han caído drásticamente. Los bancos no están prestando a las empresas de construcción. China no tiene una seguridad social sólida para su pueblo, ni tiene políticas de rescate para sus bancos y empresas de construcción.

Creo que los chinos están ahora en una situación difícil. Estados Unidos y la UE están aumentando los aranceles comerciales y los controles de exportación, especialmente en la tecnología de chips. Por lo tanto, esto hará que sea significativamente más difícil para China crecer más del 3 o 4 por ciento en 2023, que no es mucho más rápido que Occidente.

China puede entrar en razón y realizar un *Zeitenwende alemán*. Ya está cambiando. Han detenido sus políticas de cero covid que hicieron mucho daño a su economía. Enviaron representantes a Davos en enero de 2023 para informar al mundo que reducirán las restricciones a las empresas privadas y que están abiertos al comercio internacional.

Gran Bretaña también está pasando por una transformación. El Partido Conservador ha abandonado Boris Johnson. La incompetente Liz Truss solo duró 44 días después de que intentó llevar a la bancarrota a Gran Bretaña reduciendo los impuestos y aumentando el gasto. Gran Bretaña está aprendiendo que el Brexit fue un error estratégico para alejarse de Europa, su socio comercial más cercano y más grande.

El Reino Unido es actualmente la economía avanzada con peor desempeño. Una encuesta reciente muestra que el 51% lamenta el Brexit y solo el 34% lo apoya. Este cambio positivo permitirá a un futuro gobierno británico, muy posiblemente un gobierno laborista, acercar al Reino Unido a la UE nuevamente.

Debido a los altos precios de la energía, cada país intentará reducir el coste de la energía y mejorar su seguridad energética diversificando las fuentes de su energía. Europa, que una vez dependió de Rusia para su energía, importará más energía de los Estados Unidos, el norte de África y el Medio Oriente. Las economías de mercado son muy buenas para ajustarse a los altos precios.

En la última Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, 120 países reconocieron la emergencia climática y prometieron acelerar la acción. Estados Unidos aprobó la Ley de Reducción de la Inflación que otorga subsidios masivos a la industria para acelerar la transición verde. La UE ha acordado igualar el gasto estadounidense en tecnología verde con un importante impulso de inversión pública. Aunque llevará varios años completar la transición verde, el mundo se está moviendo en la dirección correcta.

La Reserva Federal y el BCE han actuado con determinación para elevar los tipos de interés para hacer frente a la inflación. Las expectativas de inflación están bajo control. Las altas tasas de interés causan dolor. Los precios de los activos han caído, incluido el S&P 500, los precios de la vivienda, bitcoin, etc. Pero es bueno recordar a los inversores que el riesgo existe y que deben ser prudentes. Especialmente después de 20 años de tasas de interés excepcionalmente bajas. En el escenario más optimista, las tasas de interés alcanzarán su punto máximo en 2023, la inflación volverá a su promedio a largo plazo y los precios de los activos volverán a subir.

Los rumores sobre la muerte del comercio internacional han sido muy exagerados. El FMI pronostica que el volumen del comercio mundial de bienes y servicios aumentará un 4,3% este año. El comercio mundial está creciendo a pesar de las sanciones comerciales a Rusia, los aranceles comerciales a China. Los países y las empresas están diversificando sus cadenas de suministro, pero no se están desglobalizando porque el capitalismo internacionalmente abierto sigue siendo la base de la prosperidad futura. Basado en la continuación de las tendencias políticas y económicas actuales, 2023 será mejor que 2022, pero eso no es decir mucho debido a las múltiples crisis en todo el mundo.

# El año que cambió el mundo

# 2.

*José María Viñals, director del Máster en Relaciones Internacionales de IEB*

El próximo 24 de febrero se cumplirá un año del inicio del mayor ataque militar convencional sufrido en suelo europeo desde las Guerras Yugoslavas: el conflicto entre Rusia y Ucrania. A finales de 2021, Rusia comenzó a desplegar recursos militares en el territorio fronterizo entre ambos países. El anuncio del inicio de la “Operación Militar Especial” supuso que las tropas rusas atravesasen la frontera, mientras se reportaban bombardeos en las principales ciudades ucranianas.

A la ofensiva dispuesta por Moscú hacia Ucrania, con el pretexto de anexionar a su territorio nacional las regiones de Donetsk y Luhansk, el presidente Zelenszky respondía ordenando una movilización militar general. Comenzaba así un conflicto que dura hasta hoy.

La relación entre ambos países se ha caracterizado por ser históricamente compleja. Tras las existentes tensiones entre ambas potencias debidas a la anexión de la península de Crimea al territorio ruso en 2014, la chispa que hizo estallar el conflicto fue una manifestación de interés por parte de Ucrania de integrarse en la OTAN. Este anuncio, junto con el de otros países europeos históricamente neutrales como Finlandia, supuso un presunto retorno a la dependencia de Estados Unidos y un acercamiento a la OTAN, frente al avance de una estrategia común de defensa europea de la que también pudiera participar Rusia.

Son muchos los expertos que han compartido su opinión sobre el trasfondo real del conflicto. Para algunos no estamos hablando de una guerra “entre Rusia y Ucrania sino entre Rusia y Estados Unidos”. En este sentido, la decisión de la paz corresponde realmente a Biden, cabeza visible de la OTAN, reduciendo la posición de Europa a un mero papel de acompañamiento. Otra corriente entiende que este conflicto se debe puramente a una revancha histórica, opinando que “en muchos sentidos, esta guerra es el choque entre dos relatos históricos incompatibles”.

Putin parece obcecado en continuar con un relato pasado que aún sigue marcando al pueblo ruso, identificado con un sentimiento histórico común de injusticia. Es desde esta narrativa que apela a sus combatientes, a quienes anima a seguir “luchando por lo mismo por lo que lucharon sus padres y abuelos... por la madre patria”. Sin embargo, con el conflicto en Ucrania enfrentarse a un país que ha dejado de comprender.

El ejército ruso ha pecado de arrogancia y exceso de confianza, basados en una credibilidad de guerras pasadas, por la que continúa pagando el precio de sus errores al comienzo del conflicto. El intento fallido de conquistar Kiev en las primeras semanas del conflicto, la retirada del frente norte por la incapacidad de tomar ciudades que se asumían ganadas, o la pérdida de territorios en las regiones recientemente anexionadas por parte de

Rusia a manos del ejército ucraniano son sólo algunos de los acontecimientos sorprendentes del conflicto. La reputación y la moral de la que un día gozaba se ha visto comprometida y dañada irremediablemente.

Asimismo, las bajas en ambos bandos son mayores a las esperadas. En este contexto, Putin se ha visto obligado a cambiar en varias ocasiones a los responsables militares, evidenciando un giro de la dirección estratégica en Rusia que podría - o debería - preceder a otro más significativo en la manera de enfrentar el conflicto por parte del bando ruso.

Asimismo, el conflicto ha dejado patente la división geopolítica que marca las alianzas globales, despertando los dormidos fantasmas de tiempos pasados. Occidente condena la conducta de Rusia y, aun sin participar activamente en el conflicto militar, proporciona apoyo militar, económico y logístico a Ucrania. Sin embargo, los apoyos a Rusia no han sido tan firmes como el Kremlin esperaba. Aliados como China e India se han convertido en zonas grises con discursos variables que obedecen la protección de sus propios intereses.

Frente a esta irreconocible Rusia, encontramos una Ucrania que ha demostrado ser una nación dispuesta a todo por proteger su integridad territorial, libertad e independencia. Tras su lucha interna por encontrar y forjar su identidad nacional, no parece estar dispuesta a renunciar a ella.

Sin embargo, la reorganización y migración de sus ciudadanos, las bajas civiles y militares y la destrucción de gran parte de su infraestructura energética evidencian su latente necesidad de ayuda. De ahí que Zelensky haga constantes llamamientos para solicitar más armamento y financiación, sabiendo que Occidente acude a su plegaria. Así, recientemente la reunión entre generales americanos y ucranianos en territorio polaco evidencia una posible reorientación en la estrategia de la operación. Y es que la oportunidad que aprovechó Ucrania a finales de 2022, con una importante contraofensiva, concluyó con la reciente acometida rusa, igualando el marcador.

Más allá de las fronteras del conflicto, las repercusiones del mismo no han tardado en alcanzar nuestras fronteras, cumpliendo con su amenaza de sacudir diversos sectores de nuestra economía con efectos palpables en el día a día del ciudadano europeo. Las consecuencias de la firme y contundente respuesta europea se han visto materializadas como un arma de doble filo que dificulta la recuperación de la economía europea.

Actualmente la carencia más destacada se encuentra en el sector de la energía. Europa sigue dependiendo de Rusia para su abastecimiento de diésel. Pese a las sanciones impuestas por la Unión Europea, a finales de 2022 más del 44 % de las importaciones de petróleo y sus productos derivados procedían de Rusia. En consecuencia, el conflicto ha derivado en una guerra de despachos.

La victoria ya no pertenece a los ejércitos, sino que el conflicto se ha convertido en un pulso de aguante y resiliencia entre las sociedades y los gobiernos de ambos bandos.

# Desglobalización tras un año de conflicto entre Rusia y Ucrania

# 3.

*Diego Pitarch, profesor del MBA con especialización en Finanzas del IEB*

Decía D. Paul A. Samuelson que “*La globalización supone un crecimiento económico sostenido. En caso contrario, el proceso pierde sus beneficios económicos y su apoyo político.*” No podemos hablar de desglobalización total si no hemos llegado casi a controlar la globalización, no llegamos a la cúspide para ver el paisaje de la globalización, ni se si se puede hacer, pero desde luego, no hemos llegado a ese anhelo de los humanos. Han pasado más de 350 días desde que empezó el conflicto entre Rusia y Ucrania, aunque es verdad que podemos remontarnos a más tiempo, para ser exactos al 2014.

Hace poco más de un año y con una salida mundial del COVID-19, empieza en Europa un conflicto, en el que de facto entran todos los poderes principales del planeta, aunque China se ponga de lado y aunque no lo queramos admitir es una guerra global, por no decir mundial. Hasta aquí nada nuevo, pero ¿qué pasa con la economía?, ¿con la energía?, ¿con tantos elementos, como la política internacional, que afectan a nuestro día a día? Lo que sucede es que pasamos de una posición global a un interés local.

Analicemos por un momento la evolución de este año en el conflicto, todos se las prometían muy felices, todos parecían que estaban muy tranquilos por los acuerdos de abastecimiento energético de gas y petróleo, pero cuando se establecen apoyos y acuerdos en una dirección que no le gustan a quien te da energía, obviamente te corta el grifo o te pone otras condiciones, ¿o es que nadie pensó en lo que haría Rusia con su energía?

A raíz de esta situación, poco a poco, cada uno de los que en un principio iban en grupo, apoyando o como fuera, se han ido separando de esa unidad, hemos pasado de un modelo en el que todos parecían muy amigos, a que cada uno vele por sus intereses.

No es para acusar a unos o a otros de que son poco solidarios o no, es que se han dado cuenta, que cuando no hay una base de desarrollo común o si la hay, pero es muy débil, evidentemente cada uno piensa en la supervivencia de los suyos y hemos visto como los países que menos interés, bien fuera por motivos de inversión, minería, energía, etc en Ucrania, o simplemente por un aspecto de seguridad por cercanía al punto del conflicto, han ido desligando o liderando, dependiendo de cada interés particular, ese proyecto. Los que se han ido, se han ido de forma absoluta, pero si hay ya muchas voces disonantes al apoyo.

Siguiendo con lo anterior, estamos ante una crisis energética sin precedentes. La dependencia de países terceros como Rusia era absoluta y no le dábamos mayor importancia por el fenómeno global, pero cuando la situación se ha “complicado”, hemos tenido que buscar soluciones a la situación.



A nosotros, desde España, nos afecta lo justo a nivel industrial, pero países como Alemania han tenido que buscar soluciones que no se pueden obtener de manera inmediata, haciendo virar las fuentes energéticas a otros países, que, sin acusar a nadie, digamos que pueden tener algún que otro interés en la venta de energía a Europa. Somos países, hoy por hoy dependientes de terceros por el modelo energético, productivo y social, nos hemos hecho rehenes de nuestra propia visión de la globalización.

Hemos llegado a un punto en el que los intereses individuales prevalecen a los globales dando un impulso a economías como la norteamericana en detrimento de otras economías como la europea. La dependencia energética europea de países terceros se ha hecho más que visible, preocupante y con una solución qué pasa por inversiones y gasto público, y un incremento en los costes operativos de las empresas que pueden hacerlas menos competitivas.

Estamos ante el incremento del sentimiento nacional en muchos países de la Unión Europea. Digo la Unión Europea por ser a los que más está golpeando el conflicto (aparte de los implicados directamente en él, obviamente). Este incremento de un pensamiento social, buscando lo cercano, velando por su economía, salvaguardando sus intereses, no tiene otro motivo que lo que se ha perdido en muy poco tiempo, que es principalmente economía y bienestar. Desde hace algún tiempo, desde el COVID-19 las economías europeas, podría decir la global, pero voy a la europea, se ha resentido, haciendo que la clase media cada vez sea menor.

La clase media es quien sustenta el desarrollo económico y las ventas, y si hablamos de la globalización como un hecho económico general y global (valga la redundancia), esa economía empieza a desaparecer y el instinto de supervivencia general es la actuación local. Decía Don Antonio Cánovas del Castillo que “*hasta la supervivencia de una banda de ladrones necesita lealtad recíproca*” y nos encontramos ante una “*banda*” de países donde la lealtad es malentendida en muchas ocasiones, haciendo o favoreciendo la búsqueda de sus necesidades individuales.

La convicción del ser humano hacia su socialización, pasando entre otras cosas por su desarrollo económico, le lleva a pensar en la globalización en momentos de auge y prosperidad, pero el sentimiento de supervivencia le marca el camino contrario y así funciona el ser humano desde hace milenios, globalizando y des globalizando, plegando velas cuando le da miedo la tormenta.

# 4.

## Si la guerra en Ucrania no es “el lobo”, ¿qué preocupa a los inversores de deuda emergente?

*Federico Eisler, profesor del IEB*

Me preguntaron por las posibles consecuencias de la guerra ruso-ucraniana en el comportamiento más reciente de los mercados de deuda emergente (EMD). Mi primer pensamiento, puramente intuitivo, sobre el asunto fue de parcial descreimiento. Hace mucho tiempo que los inversores de este mercado ya maduro, curtidos en una mil batallas, han aprendido a desoír el “efecto contagio” de un evento de estas características.

Hace unos años, y dada la importancia de Rusia en la composición de muchos de los índices de mercado y de la influencia marcada de la economía rusa en zonas geopolíticas de ideas o intereses afines/influencia (como el CIS), la catástrofe que ha significado la invasión rusa para su economía, con la consiguiente diáspora y total descomposición y realineamiento de sus relaciones internacionales, habrían sumergido a amplios bloques de EMD en una espiral descendente difícil de frenar.

Pero los tiempos, para suerte de los inversores en EMD, han cambiado. No olvidemos que la importancia económica y socio-política de Rusia para el mundo occidental ya había comenzado a disminuir sustancialmente desde la anexión de Crimea. A partir de esta acción comenzaron a menguar los negocios de Rusia con Occidente y ya se habían comenzado a cuestionar los lazos financieros de contrapartes rusas en las plazas de Viena, Londres y Zúrich, donde hasta ese momento se movían como pez en el agua, lavando billones de euros en activos del sector privado y público ruso.

Si bien nadie predijo el momento preciso de la invasión (con excepción quizás de la inteligencia norteamericana), nadie tampoco auguraba nada bueno a partir de las acciones y retórica de Putin y sus lugartenientes en referencia a la relación con Ucrania. Para el minuto en que Rusia puso un pie en (nuevo) territorio ucraniano, parte del contenido informativo de una posible invasión podríamos decir que “estaba en el precio”.

A pesar de ello, sí podemos hablar de ganadores y perdedores en relación a la invasión. Ya en Mayo 2022, la Dirección General del Tesoro en Francia publicaba un informe donde alertaba de la división que la invasión causaría entre los “have” y “have nots” (beneficiados y perjudicados). En su mayoría relacionados con los precios de las commodities.

Así como las economías del Norte de África (con excepción de Argelia) y de Oriente Medio sufrieron por el corte de sus lazos comerciales estrechos con Rusia y Ucrania, en particular las importaciones de granos y alimentos (como Turquía o Egipto), se esperaba que los exportadores de petróleo y gas (ojo, los de fuera de la región como los países del Golfo, Argelia, Nigeria o Colombia) y los de productos agrícolas (Argentina, Brasil) o metales (Chile, Perú, Sudáfrica) pudieran hacerse del botín que los nuevos niveles de precio les ofrecían.

No ocurrió. Ni los países hicieron grandes progresos macroeconómicos o ahorros aprovechando ese “maná del cielo” ni los precios consiguieron mantenerse en los niveles más altos por mucho tiempo. El barril de crudo índice WTI que coqueteó dos veces el año pasado con niveles de 115-120 USD/barril languidece hoy a 79, el precio de enero de 2022, anterior a la invasión. Lo mismo ocurre con el precio del trigo que ha vuelto a valores de enero del 22 de 750 USD/bushel, después de haber tocado casi 1.300 en mayo del 22.

Sin embargo, no todos los países emergentes han salido indemnes de las consecuencias del conflicto. ¿Quiénes han sido los peores perjudicados (medido en ensanchamiento de su spread crediticio)?

Primero, como no podía ser de otra manera, la pobre Ucrania. Los bonos soberanos de Ucrania entraron en default frente al primer pago de intereses que enfrentaron. Estaba claro que pagar intereses de la deuda no era ni su prioridad, ni la de los países de Occidente que apoyan la guerra. Bancos e inversores, paciencia. Pasaran mucho años antes de que recuperen parte del capital que perdieron a consecuencia de la invasión. Cuando la guerra termine, acudirán con sus acreencias a un proceso de reestructuración de deuda largo y oneroso, visto que el peso de la reconstrucción de Ucrania vendrá de los gobiernos occidentales.

Luego, Rusia. Antes de invadir Ucrania, Rusia todavía era un país de alto rating crediticio (investment grade). Una vez consumada la invasión, los países occidentales prácticamente prohibieron el mercado secundario de la deuda soberana rusa. Los precios se fueron de 95-100 a 5c/USD (5% del valor nominal de los bonos). Los fondos y bancos de Occidente solamente pueden usar el mercado para venderle a algunos intermediarios que eventualmente revenden a Rusia Inc. (gobierno o bancos rusos). El mercado de deuda rusa está hoy alrededor de 50c/USD.

Turquía tuvo grandes problemas para refinanciar la deuda soberana que venció el año pasado y todavía no consigue desembarazarse de las políticas macroeconómicas erráticas del presidente Erdogan. Egipto sufre de un “shock de información”. Egipto venía siendo desde hace un tiempo uno de los favoritos del mercado y el FMI. Seguía sus recetas al pie de la letra, y financiaba con deuda a tipos muy generosos entuertos y desequilibrios del pasado, y el crecimiento impulsado desde el sector público. Pero fue llegar la guerra, la volatilidad en los precios de las commodities y su efecto en la balanza comercial egipcia para que el mercado le diera la espalda. El calendario de vencimientos es pesado.

Los países de la otrora esfera soviética (como los “-tan”...Kazakhstan,etc) también pagaron los platos. Por lo menos durante los primeros meses de la guerra. Muchos son productores de energía con fuertes lazos con Gazprom y compañías rusas y el mercado temió una extensión de las sanciones. Algunos pocos, como Ghana y Sri Lanka, sucumbieron a la sequía generalizada en la demanda de deuda EMD y declararon cesación de pagos.

En resumen, el mercado de deuda emergente tuvo un rendimiento en el 2022 de entre -15% y -20%, no mucho peor que el retorno del bono del Tesoro USA de 10 año (-17%) o el índice del S&P 500 (-18%). EMD es, hoy por hoy, un sector más dentro de renta fija y se comporta como tal. Más del 90% de ese retorno negativo de EMD en el 2022 puede ser explicado por la violenta caída de los precios en todos los activos de renta fija producto de la feroz subida de tipos en los países desarrollados.

Así que para este año 2023 nuevamente mi consejo es despreocúpense de los riesgos idiosincráticos políticos y económicos de los países EMD y concéntrense en lo que realmente importa – la lectura acertada y el manejo de los riesgos relacionados con los tipos de interés en USA y Europa.

## Un año de invasión

# 5.

*Javier Nierderleytner, profesor del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB*

El 24 de febrero se cumple un año desde que Rusia invadió Ucrania con el pretexto de proteger a las personas que habían sido objeto de abusos y genocidio por parte del régimen de Kiev durante ocho años. En esta tribuna vamos a analizar su impacto en la economía en general, y en los mercados financieros en particular.

Hay una variable que sin duda nos ha acompañado durante todo este periodo, y no es otro sino la inflación. Vaya por delante, que esta invasión no originó la escalada de este indicador, pero sí que fue el detonante para que se mantuviera en el tiempo, y que no se cumplieran las predicciones de los Bancos Centrales, que hablaban en un principio de una inflación temporal.

En Estados Unidos, por ejemplo, y a consecuencia de los cuellos de botella provocados por la Covid, en enero de 2022, la inflación ya estaba en el 7,5%, Cierto es que alcanzó su máximo nivel en 9,1% que se explica por la fuerte subida de las materias primas energéticas que se siguen manteniendo altas, toda vez que las incertidumbres que provoca esta situación bélica siguen latentes. Cierto que los precios de Gas y Petróleo están lejos de sus máximos, pero aún siguen en precios altos.

Esta persistente inflación, ha provocado lo que para mí es la peor derivada de este periodo económico, y es sin duda la fuerte subida de tipos de interés que han acometido los bancos Centrales, situándolos la FED, hasta el 4.5%. En el caso del Banco Central Europeo hasta el 2.5%.

En unas economías “acostumbradas” a tipos de interés “0”, esto ha sido sin duda el mayor impacto que ha tenido la invasión de Ucrania. Esta fuerte subida de los tipos de interés tiene repercusiones en muchos ámbitos de la economía.

En primer lugar, la fuerte subida de los tipos de interés de la renta fija pública, lo que está impactando en un fuerte incremento del gasto público destinado al servicio de la deuda, que se ve además incrementado por el aumento desmesurado de casi todos los países de su montante de deuda, provocado por la crisis pandémica.

En segundo lugar, por la repercusión de dicha subida de los tipos en la deuda de las empresas, que se añade al deterioro general de sus resultados, también provocado por la Covid 19

Y en tercer lugar, por el incremento de la carga hipotecaria de las familias, que unido al fuerte incremento de los precios, está haciendo que su renta disponible se vea reducida sustancialmente.

Por lo que concluyendo con la parte económica, hemos visto según iba transcurriendo 2022, todas las previsiones de crecimiento económico que se iban produciendo, se iban ajustando a la baja.

En cuanto a los mercados financieros, 2022 ha sido uno de los peores años recientes en todos los mercados y, me gustaría incidir principalmente en el mercado de Renta Fija, por esa presunción de un mercado que muchos inversores consideran exentos de riesgo, pero que ya todos sabemos que lo tiene y mucho.

La subida de los tipos de interés y la percepción de una situación de riesgo a escala global, ha hecho que las Tires en todos los plazos de inversión haya subido fuertemente, y en consecuencia los precios de todos los activos han bajado fuerte, provocando pérdidas independientemente del plazo en que se invirtiera. Pensemos por ejemplo que una inversión a muy corto plazo en deuda española o alemana tenía una rentabilidad negativa, y durante este año ya están todas en positivo generando minusvalías.

Los analistas hablan de que será un buen año para la renta fija. Efectivamente la inversión es más segura con Tires de los bonos americanos a 10 años en el 3.6% o bonos alemanes en el 2.1%. Pero no podemos descartar que la situación se tense, si la situación de incertidumbre empeora. Y la invasión aún no ha terminado...

En cuanto a la renta variable, también el balance desde el 24 de febrero ha sido muy negativo, especialmente en las empresas tecnológicas, debido en parte a las altas valoraciones alcanzadas. En bolsa durante este periodo sin embargo, ha habido claros perdedores y ganadores. Los perdedores como hemos mencionado la tecnología sin duda, pero en el lado de los ganadores tenemos claramente a las empresas relacionadas con el petróleo y el gas, dada la fuerte revalorización como hemos comentado de estas materias primas.

En el último trimestre del año se han unido al carro ganador las empresas del sector financiero, que están viendo mejorar sensiblemente sus márgenes por las subidas de los tipos de interés.

Para este año que acabamos de empezar, es muy difícil hacer pronósticos, toda vez que la incertidumbre que genera esta invasión no ha desaparecido. Si podemos contemplar distintos escenarios, siendo el más positivo un cese de toda actividad bélica, que conllevaría sin duda a la relajación del precio de las materias primas energéticas, que significaría una relajación de la inflación, y el fin de las políticas monetarias restrictivas que están llevando a cabo los Bancos Centrales. En este contexto tendríamos sin lugar a dudas una fuerte recuperación de todos los mercados, especialmente el de Renta Variable.

Un escenario donde se recrudesiesen las hostilidades sería muy negativo, pues estaríamos en el caso opuesto al descrito anteriormente, con bajada de todos los mercados por un más que probable repunte de la inflación y endurecimiento de la política monetaria.

Un tercer escenario de continuidad parecido a los que estamos viviendo hoy, supondría que la volatilidad continuaría con subidas y bajadas dependiendo de las actuaciones de los Bancos Centrales según se mueva la inflación, pues hoy por hoy sigue siendo el "asunto estrella" de la situación económica actual.

# 6.

## El mundo de las divisas en el actual entorno geopolítico

*Luis Fernando Utrera, subdirector del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB*

Sostenía Kant (1724-1804) que la inteligencia del individuo, “se mide por la cantidad de incertidumbres que es capaz de soportar.” Entonces, el mercado de divisas es para personas inteligentes, sin duda.

La volatilidad de las divisas (incertidumbre), hace de este, un mercado muy arriesgado y, a la vez, atractivo para muchos inversores, lo que explica que sea el mercado que mayor volumen opera diariamente.

Predecir el comportamiento de una divisa no depende solo de la economía del país, sino también del de la otra divisa. Si decimos que el dólar está fuerte, habría que añadir inmediatamente la pregunta: ¿contra qué divisa?

Los movimientos no son perpetuos y el mercado tiende, tanto a anticiparse como a excederse. Digo esto porque, aunque las condiciones de un país sean peores, hay que ver cuánto de esto ya ha sido descontado por el mercado.

Querría ofrecer una receta llena de seguridades, pero creo que solo pediré que agudicen los sentidos. Parafraseando a D. José Ingenieros (1877-1925), para llegar a buen puerto, es tan necesaria una buena brújula como una potente vela.

Repasemos los polos de esa brújula para euro y dólar.

- **Crecimiento del PIB:** la economía más pujante, aprecia su divisa. Tras los últimos datos de PMI europeos, Zew e IFO, la brújula favorece al euro. No tanto por la diferencia entre los crecimientos, como por el cambio de expectativas, al indicar que la temida recesión alemana, no se producirá.

- **Inflación:** la inflación perjudica la competitividad, debilitando la divisa. En Europa, Precios de Producción Industrial (PPI) e inflación subyacente (“inflación tendencial”), son peores que en EEUU. Aquí, la brújula señala al dólar.

Malo es el exceso de inflación. Peor el del PPI. Si fabricar algo, me cuesta más de lo que puedo repercutir en precio, sufrirán los beneficios empresariales, se incrementará el paro o ambas cosas a la vez (salvo mejoras en productividad). EEUU, se está comportando mejor que Europa, donde no esperamos un descenso en la inflación subyacente hasta el verano.

● **Tasas de interés:** tipos de interés superiores, aprecian la divisa. El mercado había asumido como punto final de las subidas: 5% para EEUU y 3,25% para el euro (lo que se confirma, si miramos la inversión de curvas de tipos a largo plazo).

El objetivo de los bancos centrales es el control de precios, pero la Fed otorga al desempleo gran importancia. Por esto, las sorprendentes buenas cifras de paro en EEUU, favorecen al dólar, al introducir incertidumbre sobre si el 5% será el tope a la subida de la Fed.

Hasta entonces, el tono agresivo utilizado por el BCE y el anuncio inesperado de que en marzo subirá otro 0,50% (hasta 3,5%), apoyaron la recuperación del euro. Veremos, en los próximos meses, cuán beligerantes son y cómo embridan la inflación. El diferencial favorece al dólar, pero da la sensación de que ese diferencial ya está en el precio, salvo que vuelva a incrementarse.

● **Entorno geopolítico:**

Ucrania: con la invasión, el dólar adquirió estatus de divisa refugio, lo que, unido a la agresiva política de la Fed, favoreció su fortaleza y perjudicó el crecimiento económico de EEUU (al ser más caras sus exportaciones). Hoy, el dólar ya no es percibido como refugio. La finalización de la guerra en Ucrania fortalecería al euro, pero no hay datos que nos hagan pensar en un cambio a corto plazo.

China. Por un lado, el abandono de la política de "COVID cero", hace pensar que se recuperará antes de lo previsto. Esto, seguramente, impedirá caídas en la demanda de petróleo, lo que, unido al mantenimiento del nivel de producción de la OPEP, impedirá significativas caídas del precio del barril, conforme China recupere pulso. Esto no es una buena noticia para el pronto control de la inflación y la fortaleza del euro.

La tensión entre China y EEUU por Taiwan, puede centrar los próximos meses. En este caso, el dólar sufriría, al estar en el epicentro del conflicto y sometido, potencialmente, a un exceso de gasto, lo que favorecería al euro.

Mercados emergentes. Tras años de subidas en Wall Street, impulsadas por las tecnológicas, podríamos ver desplazamientos de inversiones hacia algunos de estos países (con condiciones políticas estables): valoraciones por debajo de medias históricas, divisas debilitadas y previsiones de crecimiento por encima del 4% para 2023/24, frente a 0,4/1,3% en EEUU. Si, además, pensamos que la fortaleza del dólar ha incrementado la rentabilidad que el inversor extranjero ha obtenido en bolsa americana. Sería lógico pensar que, ante la imposibilidad de nuevas apreciaciones del dólar, se busquen otros mercados para invertir. Esto iría contra el dólar y a favor de algunas divisas de países emergentes

Desglobalización. Ucrania nos abrió los ojos, a los problemas que suponen la cadena de suministro y el exceso de dependencia. Entonces, todos miraron a una China que cometió el error de sonreír a Rusia. La reacción de occidente ha sido comenzar un intenso movimiento de desglobalización. Restricciones a China, fabricación de semiconductores en EEUU, e importantes proyectos en Europa y en India, para redefinir el mapa de dependencias. Esto afectará a las inversiones y flujos de capitales en sus respectivas divisas.

Para no desilusionar al lector y aun reconociendo lo volátil del mercado, tras lo últimos datos, mi horquilla de precios del euro/dólar para los próximos meses, sería ligeramente más alta que hace un mes. Ahora sería: 1,0500/1,1500.

# El sector de M&A se acelera sin freno de crisis geopolíticas

# 7.

Juan Alberto Sánchez Torres, profesor del Máster en Corporate Finance y Banca de Inversión del IEB

El mercado de fusiones y adquisiciones cerró un buen año, tras un 2021 en el que también brilló por alcanzar cifras récord a nivel global. Según datos de Refinitiv, en España el número de transacciones anunciadas en 2022 (un total de 1.767) ha superado en un 10% a las realizadas en 2021, aunque en términos de valor el mercado ha disminuido un 29% por un menor número de operaciones de gran tamaño (los llamados megadeals). El año ha dejado varios megadeals pendientes, principalmente debido a la necesidad de renegociar operaciones apalancadas ante la subida de tipos de interés.

La actividad de M&A se ha adaptado a un escenario de tensiones geopolíticas, pandemia y desafíos económicos. A pesar de estas grandes incertidumbres, que implican que estemos viviendo uno de los ciclos empresariales más complejos de las últimas décadas, la actividad de la banca de inversión ha superado los niveles previos a la pandemia.

En contraste, durante la crisis que arrancó en 2008, la actividad en el sector de operaciones corporativas se vio fuertemente disminuida, ¿Qué ha cambiado en el mercado de fusiones y adquisiciones desde entonces? Algunos puntos por destacar podrían ser:

- **Mayor capital disponible actualmente por el *private equity***, gran dinamizador de la actividad de la banca de inversión, situándose actualmente en máximos históricos.
- A diferencia de las dificultades de acceso a financiación durante la crisis anterior, nos encontramos ahora con un **mercado de fondos de deuda muy desarrollado** y que ofrece amplias alternativas de financiación.
- Tanto el comprador como el vendedor han adquirido **experiencia en el uso de herramientas para superar incertidumbres en la valoración y facilitar el cierre de la transacción**, como los *earn-outs* (diferimiento de parte del precio, sujeto a que la compañía alcance determinados objetivos en el futuro) o los seguros de manifestaciones y garantías (para cubrir las responsabilidades del vendedor en el contrato de compraventa).
- Actualmente, el mercado ofrece **estructuras de transacción alternativas**, que pueden resultar más atractivas para el accionista, como la creciente oferta de fondos especializados en adquirir minorías, vehículos híbridos de equity/deuda o de equity preferente.
- Los conflictos geopolíticos recientes han dejado al descubierto **nuevas amenazas para compañías tradicionalmente estables**, especialmente en el ámbito de la logística, el precio de las materias primas y la energía. Esta situación ha puesto de manifiesto la conveniencia de recurrir a las adquisiciones para adoptar estrategias de integración vertical, con el objetivo de tener un mayor control sobre la cadena de valor y mejorar la eficiencia, o de refuerzo del posicionamiento de la empresa en el mercado.



- La última década ha sido especialmente productiva en términos de **innovación y transformación digital**, más aún a raíz de la pandemia, lo cual ha acentuado el interés en la adquisición de empresas que ofrecen tecnologías o servicios innovadores en sectores más tradicionales.

La rueda de transacciones corporativas, por lo tanto, seguirá girando, tanto por el lado de la empresa como del *private equity*. Las empresas necesitan adaptarse a un entorno cada vez más cambiante e imprevisible y, para ello, la forma más rápida de transformar una compañía en este contexto es a través de operaciones corporativas, ya sea mediante adquisiciones para ganar competitividad, desinversiones de áreas de negocio no estratégicas, acuerdos de fusión, joint ventures, alianzas estratégicas, salidas a bolsa, reestructuraciones o refinanciación de la deuda existente.

El **private equity** seguirá siendo un motor impulsor de la inversión en el tejido empresarial, si bien, como medida de precaución ante la inestabilidad del mercado, muchos fondos están prestando especial atención a los **sectores más estables y defensivos**.

En los próximos meses también es probable que veamos un auge de las **operaciones distressed** en aquellas industrias más afectadas por la crisis, lo que permitirá a los fondos especializados reestructurar el balance de compañías con una deuda insostenible o que han sufrido una drástica reducción de sus márgenes.

**El horizonte de 2023 no está exento de dificultades.** Actualmente, nos encontramos en un periodo de transición hacia un mercado más complejo, alejado de los préstamos con tipos de interés bajos o casi cero. En su lugar, hemos de adaptarnos a un nuevo paradigma, en el cual se mantiene un **exceso de capital, pero ahora convive con una deuda bastante más cara**. Cómo maneje el sector esta ecuación será fundamental para determinar el volumen de transacciones en 2023. **Es probable que exista un periodo de adaptación, con un primer semestre menos activo y más en línea con el segundo semestre 2022, y una segunda mitad de año más dinámica.**

Otros retos a los que deberá enfrentarse el mercado de M&A son los siguientes:

- Dificultad de **acoplar las expectativas de valoración del vendedor con las del comprador**, lo cual puede ralentizar o incluso impedir que las negociaciones avancen.
- Necesidad de descartar el análisis de los estados financieros de 2022 en aquellos sectores que se hayan visto afectados por el incremento de costes y han tenido dificultades en trasladarlo al precio de venta. Para aquellas compañías en las que la **pérdida de márgenes es coyuntural**, será fundamental atender a un análisis del **current trading a corto plazo**.
- **Se ha pasado de un mercado vendedor y dominado por el private equity a un mercado comprador y con mayor competitividad para el inversor industrial.** Las recientes dificultades en el mercado de financiación pueden requerir ajustes en la valoración, lo que podría afectar principalmente al *private equity*. Sin embargo, el comprador industrial podría tener una mayor ventaja competitiva al poder trasladar sinergias a la valoración.
- Problemas para **atender al servicio de la deuda de los préstamos ICO**, lo que puede llevar a muchas compañías a buscar soluciones de refinanciación de deuda o reestructuraciones corporativas.

● Es comprensible que algunos **inversores prefieran esperar a que se disipe la volatilidad e incertidumbre**. No obstante, de crisis anteriores hemos aprendido que las situaciones de mercado más difíciles ofrecen las mejores oportunidades de inversión. Es fácil olvidar esto, después de la montaña rusa de acontecimientos de 2022, pero es una realidad a tener en cuenta.

Por sectores, seguirán cobrando protagonismo aquellos más resistentes al entorno y que justifican valoraciones más elevadas:

● El **sector energético**, en especial las renovables, seguirá siendo una prioridad en la búsqueda de un abastecimiento de energía sostenible y seguro. Los fondos de transición energética impulsarán soluciones alternativas, fundamentales para la agenda de descarbonización, como el hidrógeno verde o el almacenamiento de energía mediante baterías.

● En el **sector salud**, seguirá avanzado la consolidación de clínicas privadas y de atención especializada. Además, la necesidad de acelerar la adopción de digitalización para un servicio más eficiente impulsará transacciones en el segmento *healthtech*. En el segmento farmacéutico, se mantendrá la competencia entre grandes compañías y el *private equity* por invertir en empresas biotecnológicas innovadoras.

● En **alimentación**, el sector hortofrutícola y de cultivo de frutos secos seguirá desarrollando su proceso de consolidación, mientras que grandes fondos inmobiliarios están comenzando a ver el *agribusiness* como un activo de inversión para el segmento de real estate.

● El sector **educación** es otro ejemplo de consolidación, con exitosas estrategias de *buy and build* que seguirán desarrollándose, tanto en colegios privados, de la mano de fondos especializados, como en centros de formación, universidades y FP. Es posible que veamos una creciente actividad de M&A hacia la educación concertada en el futuro.

● La **tecnología** mantendrá su protagonismo, acentuado por las secuelas de la pandemia, destacando los segmentos de software y ciberseguridad. Además, tanto compañías como el venture capital empiezan a mirar con atención la previsible disrupción de la Web3, metaverso, IA y el mercado de activos digitales.

Mención aparte merece la inversión en aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (**ESG**, por sus siglas en inglés). Son muchos los fondos que exigen que las empresas cumplan con ciertos estándares ESG antes de proceder con la inversión. Sin duda, es un criterio difícil de asignar a una metodología de valoración. No obstante, aunque hoy no se capture en valoración, aquellos proyectos que tengan un impacto social y medioambiental positivo son el futuro, serán catalizadores de crecimiento y, además, tendrán más facilidad de acceso a inversión.

En definitiva, a pesar de que 2022 ha sido, en numerosos aspectos, un *annus horribilis* para la economía, el sector de M&A ha mantenido una alta actividad. Hay motivos por lo tanto para ser **optimistas de cara al 2023**. Resulta imposible predecir cuándo desaparecerán las actuales incertidumbres o si surgirán nuevos imprevistos. Sin embargo, a pesar de las circunstancias desfavorables, la actividad de fusiones y adquisiciones ha demostrado ser una herramienta estratégica para superar las adversidades de la industria y ser un componente eficaz y necesario para fortalecer la actividad empresarial en contextos de crisis y volatilidad.

# 8.

## Visión macro: La tensión en los precios sigue pujante

*Aurelio García del Barrio, director del Global MBA con especialización en Finanzas del IEB*

¿Cuál es la fotografía de los meses que llevamos de 2023? Empecemos por desgranar esta pregunta. Si bien los datos de inflación mejoran ligeramente, en Europa la inflación subyacente sigue muy alta, y en Estados Unidos, se reduce. Las tensiones se centran en la oferta, en la parte productiva de la economía y en los altos costes a los que se ha enfrentado por los elevados precios energéticos.

En **España**, que se encuentra en el rango inferior de crecimiento de precios, la inflación subió una décima en enero hasta el 5,8%, el primer repunte desde el mes de julio, a causa del precio de las gasolineras, pero lo peor ha sido el dato de la inflación subyacente, que vuelve a subir con fuerza y se queda en el 7,5%. Este indicador no tiene en cuenta los elementos más volátiles de la cesta de la compra, tales como alimentos frescos o combustibles.

Pese a unos niveles aún muy elevados, España está a la cola dentro de la zona euro en cuanto a incremento de precios, con tasas de inflación mucho más moderadas. Sin embargo, el dato muestra que la tensión en los precios sigue pujante, en especial en los alimentos, lo que da argumentos al BCE para seguir endureciendo su política monetaria. Y veremos que casi durante todo el 2023, la inflación subyacente superará al índice general.

Una tasa de inflación subyacente elevada aumenta el riesgo de que los precios altos se cronifiquen en la economía y desencadenen efectos de segunda ronda, y dispara el riesgo de que los altos costes se queden enquistados en todos los sectores productivos.

Ante esta situación los bancos centrales, BCE y Fed, se han puesto manos a la obra, adoptando una posición mucho más Hawkish en su política monetaria, con el objeto de controlar la espiral inflacionista.

En **Estados Unidos**, el mercado de trabajo estadounidense creó 223.000 empleos durante el pasado mes de diciembre. De su lado, el paro bajó dos décimas hasta el 3,5%, de esta forma, el desempleo recupera el nivel mínimo alcanzado antes de la pandemia y que, también, supuso su menor tasa en varias décadas, encontrándose la economía americana en pleno empleo.

La Fed cree que el mercado laboral es una fuente de posibles presiones inflacionarias, ya que la demanda de trabajadores está superando a la oferta y que los salarios están aumentando demasiado rápido para ser coherentes con el objetivo de inflación del 2%.

La economía del país experimentó un crecimiento del 0,7% de su PIB en el cuarto trimestre y un 2,1% en el conjunto de 2022, donde el índice de precios de gasto de consumo personal, la variable preferida por la Fed para monitorizar la inflación, se situó el pasado mes de diciembre en el 5% interanual y cinco décimas menos que el mes anterior.

La variable subyacente, que excluye de su cálculo los precios de la energía y de los alimentos por su mayor volatilidad, se situó en el 4,4%, tres décimas menos.

Ante esta situación, los tipos de interés se han situado en un rango del 4,5% - 4,75%, suavizando la última subida a 25 puntos básicos. En cualquier caso, veremos más subidas de tipos hasta que la inflación vuelva a la senda del objetivo.

En **Europa**, el BCE, sigue también la progresión del aumento de tipos, situando el precio del dinero en el 3%; se trata del quinto aumento consecutivo que efectúa la institución que preside Christine Lagarde en apenas medio año. A pesar de que la inflación en la zona euro se ha relajado ligeramente, el BCE avisa de que vendrán más. En marzo, ya ha anunciado, que habrá un aumento de medio punto más. Y el problema al que se enfrenta es que las subidas de tipos no están dando sus frutos de doblegar la inflación, ya que aproximadamente un 70% de la misma, en Europa viene provocada por el shock de oferta.

En este sentido, hace ya un año que comenzó la guerra de Ucrania, y ese fue el agravante de la escalada de la inflación, si bien ya desde septiembre de 2021 había dado síntomas de repunte. La guerra supuso un incremento brutal de los precios de combustibles, gas y electricidad, y también contribuyó el paquete de sanciones a Rusia.

Cabe destacar además que Ucrania y Rusia son grandes exportadores de trigo y fertilizantes y otras materias primas, como por ejemplo el paladio; un elemento muy usado en la industria del automóvil. Rusia es el principal exportador de trigo y paladio, mientras que Ucrania exporta alrededor del 12% del trigo consumido en todo el mundo, siendo el cuarto mayor exportador de este cereal.

El conflicto en Ucrania ha agravado la situación inflacionaria de estas materias primas de grano (trigo, maíz, etc.) ralentizando, además, las cadenas de producción, que ya venían padeciendo la aparición de cuellos de botella. Cuando las empresas han percibido que buena parte del aumento que ya se ha observado en los costes de la energía y otras materias primas es permanente, han dejado de sacrificar sus márgenes y trasladando a los precios domésticos el incremento en el valor de los insumos.

El BCE tiene que mantener los equilibrios internos a los que se ve obligada ante las diferencias entre el sector más ortodoxo, que quiere frenar la inflación a toda costa, y las palomas, que blanden la relajación de los precios y los peligros de que la economía europea descarrile. Por ahora, ganan los halcones. El Consejo ha decidido subir de forma significativa los tipos de interés para llevarlos a un nivel restrictivo y mantenerlos luego en esa cota el tiempo necesario para devolver la inflación a medio plazo hasta el 2%.

Ahora mismo, se pueden atisbar al menos dos movimientos más, uno de medio punto en marzo y otro de un cuarto de punto para mayo. El BCE también comenzará, a partir de marzo de 2023, a reducir el balance de deuda que acumuló en la última década a raíz de su política ultra expansiva, a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales hasta finales del segundo trimestre.

Aunque hay algunas tendencias favorables que están aliviando la presión de la inflación, la reducción de los precios de la energía, la apreciación del euro en los mercados de divisas también está contribuyendo ya que abarata las importaciones de petróleo o gas, denominados en dólares y la menor escasez de suministros relacionada con la pandemia, la inflación sigue siendo la mayor preocupación de los bancos centrales, y su política sigue focalizada en su control. Aunque la situación inflacionaria ha mejorado ligeramente, todavía sigue siendo muy elevada y lejana al objetivo del 2%. El monitoreo se realizará mes a mes, y su evolución marcará el futuro de la evolución de tipos.

IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense de Madrid y a la Universidad Rey Juan Carlos.

Desde su fundación en 1989, ha conseguido ocupar una posición de liderazgo como el principal Centro de Formación Financiera y jurídica en España y en el mundo hispano hablante. En la actualidad IEB cuenta con aliados estratégicos como The London School of Economics (LSE), Bayes Business School, The Wharton School, The Chinese University of Hong Kong (CUHK) y Fordham University, una de las 3 primeras universidades especializadas en Derecho de Estados Unidos.

IEB está clasificada entre las cien instituciones docentes más innovadoras que imparten másteres legales, según el Financial Times.

**Dirección y coordinación:**

Cristina Murgas Aguilar

**Autores:**

Paul Moran, José María Viñals, Diego Pitarch, Federico Eisler, Juan Alberto Sánchez Torres, Javier Nierderleytner, Luis Fernando Utrera, Aurelio García del Barrio

**Maquetación:**

Paula Peregrín Reja, Diseñadora gráfica IEB

**Dirección de Comunicación y PR:**

Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional QUUM  
cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61

Tatiana Böhm, Ejecutiva de cuentas QUUM  
tbohm@quum.com / Telf. 689 34 14 34



C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid

91 524 06 15

[www.ieb.es](http://www.ieb.es)