Podemos hablar del término "efecto cobra" cuando se da cualquier situación en la que las decisiones o medidas adoptadas para solucionar un problema terminan por agravarlo.

En marzo de 2022, el Bundesbank alemán -Banco Central de Alemania- dio por descontada una recesión técnica del país durante el primer trimestre del año. El mensaje fue lanzado a través del informe mensual de febrero, cuando el efecto del conflicto bélico todavía no había sido evaluado y donde se acusaba a la variante Ómicron como la principal causa de esta ralentización. Sin embargo, y contra todo pronóstico puesto que estos organismos suelen realizar sobreestimaciones positivas, el país germano consiguió esquivar la recesión. Según Destatis -agencia estatal alemana de estadística- la economía consiguió crecer un 0,2% durante el primer trimestre del año con respecto al último de 2021. Con todo, este mismo informe apuntaba a una fuerte expansión durante la primavera remarcando unas perspectivas económicas buenas, expansión y perspectivas que, sin embargo, se ponen ya en duda en el informe mensual de mayo debido en gran parte al conflicto bélico y el cese -en realidad disminución- de suministro energético ruso. Ante este nuevo paradigma, no sólo el Bundesbank sino el propio Banco Central Europeo (BCE), han proyectado un escenario de recesión económica para 2022-2023. Algo que en las proyecciones de diciembre de 2021 se presuponía inviable.

En el caso del BCE, para este escenario adverso se tiene en cuenta una duración más prolongada de lo esperado del conflicto bélico que en el escenario base. Se incluye un aumento de la incertidumbre fruto de tensiones geopolíticas persistentes y sanciones más amplias, traducido en un incremento de los diferenciales de deuda y un deterioro de las condiciones de financiación -tanto a nivel nacional como mundial-. Además, el escenario supone un recorte total de las exportaciones de energía rusas a la zona del euro a partir del tercer trimestre de 2022, lo que conducirá a un racionamiento de los suministros de gas, precios de las materias primas significativamente más altos, menor comercio e intensificación de los problemas de la cadena de valor global, precio del petróleo y del gas significativamente más altos que en la línea de base…etc. El problema que nos surge ahora es evaluar contra qué escenario base comparamos los parámetros y medidas actuales.

Las proyecciones realizadas en diciembre por el BCE para el crecimiento económico de la euro zona en 2022 era del 4,2%. Tres meses después, estas expectativas de crecimiento disminuyeron al 3,7%. La semana pasada, tras la comparecencia de Christine Lagarde anunciando una subida de tipos para julio, se proyectó un crecimiento para este año del 2,8%. Por lo tanto, tenemos una reducción de un 1,4% para el crecimiento esperado de la eurozona tras los primeros cinco meses de año -prácticamente 172.000 millones de euros-. Con todo, esta ralentización del crecimiento sería la consecuencia de unas causalidades bajo un "escenario base".

Evolución proyecciones macroeconómicas BCE

	Diciembre 2021		Marzo 2022		Junio 2022	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
PIB real	4,20%	2,90%	3,70%	2,80%	2,80%	2,10%
Exportaciones	6,40%	6,40%	7,80%	6,30%	3,90%	4,20%
Importaciones	6,10%	6,40%	7,00%	5,80%	4,10%	3,50%
Tipo cambio USD/EUR	1,13	1,13	1,12	1,12	1,07	1,05
Precio petróleo (USD/barril)	77,50	72,30	92,60	82,30	105,80	93,40
Euribor a 3 meses (%anual)	-0,50%	-0,50%	-0,40%	0,30%	0,00%	1,30%

Fuente: BCE. Variaciones interanuales.

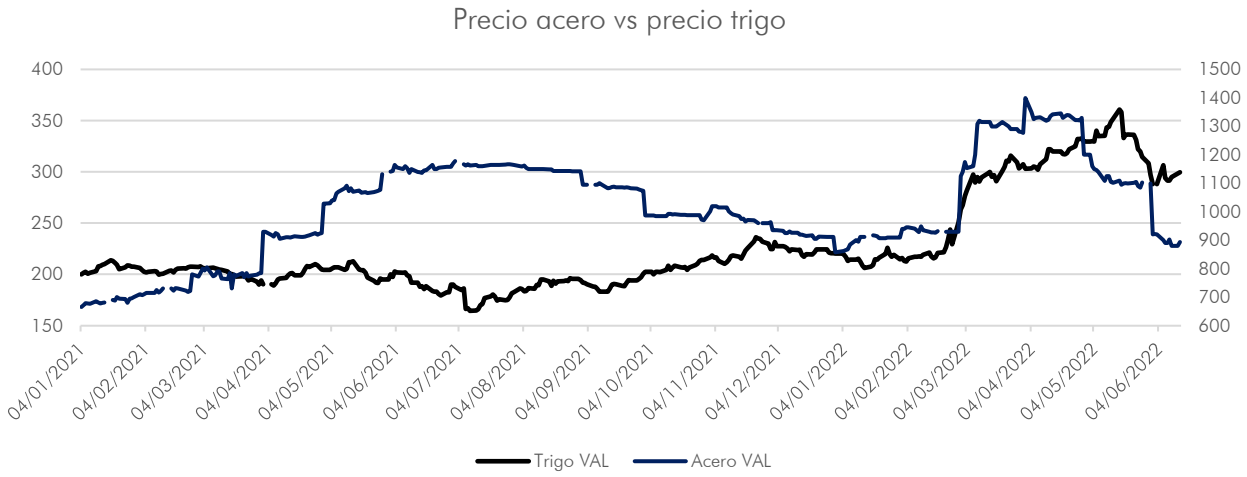
Se puede apreciar un evidente empeoramiento de las condiciones macroeconómicas a medida que ha ido avanzando el año. Con todo, si comparamos el actual escenario base publicado en junio frente a diciembre, con un deterioro considerable en el crecimiento de las exportaciones -contribución negativa del crecimiento comercial para el PIB-, a pesar de un euro más débil (-7%), un petróleo más caro (+36,5%) y unas condiciones de financiación más estrictas, todavía se conseguiría un crecimiento positivo del 2,8% según las actuales proyecciones. El escenario "adverso" contempla un crecimiento para 2022 del 1,3% y del -1,7% para 2023, con el barril de petróleo sobre los 130 USD y 140 USD respectivamente. Cabe decir que, desde la invasión rusa a Ucrania, el barril de Brent ha cotizado en promedio sobre los 112 USD por barril, por encima de los 105,8 USD del escenario base, pero por debajo de los 130-140 USD/barriles establecidos para una recesión en la eurozona. Dicho esto, podríamos decir que el BCE no descuenta una recesión para con las variables actuales, pero también que, la variación de las estimaciones en menos de seis meses ha variado considerablemente fruto de la incertidumbre actual. Además, si nos fijamos, la proyección de crecimiento del 2,8% reali-

zada en marzo para 2023, coincide con la actual estimada para este año 2022 con unas variables menos favorables. A comienzos del mes de junio, la Comisión Europea anunció la adopción del sexto paquete de medidas restrictivas contra Rusia entre lo que se incluía la prohibición total de las importaciones de petróleo crudo suministrado por vía marítima y los productos petrolíferos rusos. Lo que supone aproximadamente el 90% de las importaciones actuales de petróleo por parte de la Unión Europea procedentes de Rusia. Hay que tener en cuenta que la prohibición está sujeta a determinados plazos transitorios para que el sector y los mercados puedan adaptarse –aproximadamente seis meses-. Pero también que todo el crudo y gas ruso que ha dejado de ser absorbido por la UE ha encontrado otros mercados. Según un informe elaborado por CREA (*"Centre for Research on Energy and Clean Air"),* después de los primeros 100 días de la invasión rusa a Ucrania, el valor de las exportaciones rusas sobre combustibles fósiles permanece estable. Los mayores importadores desde entonces han sido China (13,5%, desbancando a Alemania del primer puesto), Alemania (13%, con una reducción muy fuerte en cuanto a petróleo, pero siendo el principal importador de gas natural), Italia (8,4%), Holanda (8,4%), Turquía (7,2%), Polonia (4,7%), Francia (4,6%) e India (3,7%).

Las refinerías indias se han convertido en uno de los mayores importadores de petróleo ruso desde la invasión, pasando de tener una cuota sobre las exportaciones totales de crudo ruso del 1% al 18% en el mes de mayo. La principal compradora es la refinería de Jamnagar, una de las más grandes del mundo. En el mes de mayo obtuvo aproximadamente el 27% del petróleo exportado por Rusia, reexportando más de la mitad de las entregas. Aproximadamente el 20% de los cargamentos exportados salieron hacia el canal de Suez, lo que nos indica que se dirigían a Europa. Esta reexportación y la necesidad de aumentar la capacidad de los buques y de que recorran mayores distancias encarece evidentemente el precio de la materia prima. Además, las sanciones contra los petroleros que exportan petróleo ruso, así como al sector asegurador de estos buques están ganando fuerza, hecho que limitará el desvío actual de las exportaciones rusas. Junto a esto, de hacerse efectivo los efectos del último paquete de sanciones antes citado, y, por lo tanto, de tensionarse aún más el mercado de crudo europeo, podríamos ver el barril por encima de los 130 dólares a partir del tercer trimestre del año. Dicho esto, de

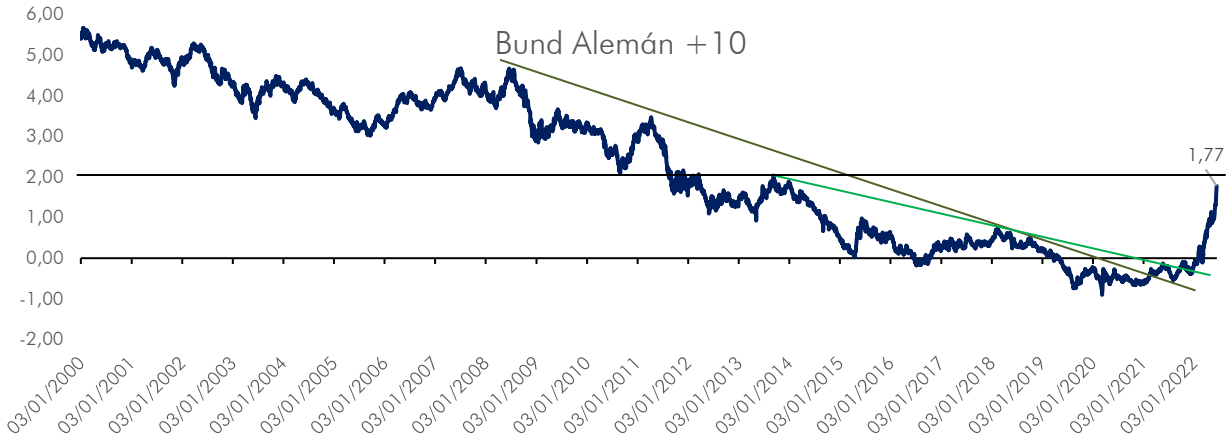
la duración del conflicto y la resolución posterior política, es decir, de la probabilidad de este escenario adverso -actualmente elevada- depende principalmente determinar a día de hoy si estamos efectivamente en recesión económica.

Hay que tener en cuenta que, hasta aquí, solo hemos tratado el incremento de precios energéticos y la correlación con una recesión económica. Sin embargo, otra de las principales consecuencias del conflicto bélico está siendo la "crisis alimentaria" tras la reducción de exportaciones de trigo, el incremento del proteccionismo, y la escalada de precios tanto en granos como en fertilizantes -algo que evidentemente se traslada a toda la cadena de producción alimenticia-. Con todo, algo que también se está haciendo evidente en el mercado de materias primas y que alertaría de una contracción del ciclo, es que mientras que, aunque con ajustes desde la segunda mitad de mayo por parte de productos agrícolas y ganaderos, éstos se han mantenido elevados en comparación con los metales industriales. El acero –derivado del hierro, uno de los principales bienes exportados por Rusia- ha retrocedido hasta prácticamente el precio al que cotizaba a comienzos de año en Europa. Del mismo modo, tanto el aluminio, como el cobre, el plomo, el níquel o el zinc vienen retrocediendo desde el mes de abril. Aunque aquí, también hay que tener en cuenta la mejora de los cuellos de botella y cadenas de distribución.



Todo esto se está traduciendo en una inflación extremadamente elevada, factor que imprime presión sobre los Bancos Centrales y dirigentes para actuar e intentar controlar esta situación. Algo que se transmite evidentemente a las curvas de tipos de interés.

Tras la comparecencia de la semana pasada de Chistrine Lagarde, presidenta del banco Central Europeo (BCE), se dio un incremento generalizado de las TIRes europeas. Con su consiguiente pérdida en los mercados de renta fija en cuanto a valoración, y con las primas de riesgo y spread del crédito ampliándose, tensionando las condiciones de financiación.



El Bono español a 10 años otorga una TIR del 1,95% -más elevada desde 2014- frente al 0,54% de inicio de año y con una prima de riesgo de 129 puntos básicos. Por el lado de Italia, la situación es más dramática. El país transalpino presenta una prima de riesgo de 229 puntos básicos, con su bono a 10 años ofreciendo una TIR de 4,06%.

Por recapitular, podríamos decir que a día de hoy los datos macroeconómicos y estimaciones de los principales organismos no hablan de recesión económica en Europa.

Sin embargo, de continuar el conflicto bélico transcurrido el tercer trimestre del año –a día de hoy con alta probabilidad-, y por lo tanto las tensiones en el mercado energético y por ende en los precios, la afirmación será la inversa. Hoy, hemos podido comprobar cómo el BCE ha actuado de urgencia para diseñar de una "nueva herramienta" que permita reinvertir los vencimientos del programa de compra de activos por emergencia pandémica (PEPP) - ¿whatever it takes para controlar las primas de riesgo de los periféricos? -. Esta actuación pone de manifiesto la sensibilidad del mercado a las decisiones de política monetaria y las implicaciones que tiene "dar un paso en falso" por los bancos centrales. Aprovechamos esta nota para introducir la de mañana, ya que esta tarde, a las 20.00 horas CEST, conoceremos la decisión de la Reserva Federal estadounidense (FED) sobre los tipos de interés. Hasta ayer se descontaba una nueva subida de tipos de 50 puntos básicos, sin embargo, el mercado ya ha comenzado a poner en precio una posible subida de 75 puntos básicos tras las palabras John Williams –gobernador de la FED de Nueva York- y la filtración del Wall Street Journal. En la nota de mañana evaluaremos las palabras de J. Powell y las consecuencias que a nuestro entender han provocado otro "efecto cobra" llevado a cabo en los últimos años por parte de la política monetaria, y cómo ahora deberá ser corregido inevitablemente para controlar la inflación y contraer el ciclo. Nuestras carteras de inversión se encuentran bajo un control estricto donde ya hemos realizado una rotación muy fuerte hacia aquellos sectores y empresas que más se benefician de la coyuntura actual, todo ello sin perder de vista los beneficios que nos aporta la diversificación, reduciendo la duración en renta fija y bajo el resguardo de la media de 200 sesiones semanales -3.500 puntos del S&P 500-.