Inflación, dominio del dólar y niveles de deuda: las tres grandes incógnitas de la economía

¿Cómo ha impactado hasta ahora la guerra en la economía mundial y el orden financiero? Precios, salarios, reservas del banco central y devolución de la deuda están en juego.

23 de noviembre de 2022 | Actualizado 13 de diciembre de 2022

©IESE Business School

La invasión rusa de Ucrania ha transformado el panorama geopolítico y económico, con sanciones sin precedentes a Rusia, la consiguiente escasez de energía y una elevada inflación en Europa, además de una escalada de tensión entre China y Estados Unidos. En una sesión celebrada en el IESE sobre el impacto de la guerra en el orden económico y financiero internacional, Xavier Vives invitó a un trío de expertos para analizar la inflación, el dominio del dólar y la estructura de la deuda a medida que nos adentramos en una nueva normalidad.

¿Es la inflación el enemigo número 1?

La pandemia y la guerra en Ucrania han provocado impactos bien documentados en numerosos sectores de la economía, explicó **Giancarlo Corsetti** (Instituto Universitario Europeo), en una revisión macroeconómica de los últimos años. La pandemia, por sí misma, tuvo una respuesta política sin precedentes por parte de las economías avanzadas, que, mediante préstamos, salieron de ella "apostando por la vacunación".

La apuesta valió la pena y estas economías se reabrieron, aunque sobrevinieron choques de demanda que las reorientaron hacia el sector de bienes en lugar de hacia el de servicios. Eso causó cuellos de botella en la oferta, agravados por la escasez de mano de obra. La invasión de Ucrania ha provocado una reducción del consumo de combustibles fósiles en una economía basada en dichos combustibles, acelerando la tendencia vigente. Es probable que se prolongue el impacto en los suministros de alimentos y energía, al igual que la fragmentación geopolítica.

Actualmente, el mundo está dividido por sus preocupaciones, afirma Corsetti. Mientras que Estados Unidos está controlando los efectos de su reciente expansión fiscal, Europa lucha contra la crisis energética y China atraviesa una desaceleración debido a su crisis inmobiliaria y su política de cero COVID. Mientras tanto, los países en vías de desarrollo se enfrentan a una inminente crisis de deuda, exacerbada por el aumento del valor del dólar en relación con otras monedas.

Pero el tema que parece acaparar mayor atención es la inflación. ¿Es la raíz de todos los males? No hay duda de que es un fenómeno impopular tanto desde el punto de vista comercial como personal. Los precios elevados generan demandas de salarios más altos, lo que a su vez puede aumentar aún más la espiral de precios y salarios.

En su esfuerzo por estabilizar los precios, los bancos centrales y los responsables políticos se enfrentan a una compleja cuestión: ¿dónde está el límite? Para responder a esta pregunta

©IESE Business School

hay que formularse otras, como ¿en qué indicador de expectativas de inflación podemos confiar?, ¿cómo medir los choques de oferta?, ¿existen mejores instrumentos para estabilizar las consecuencias de la inflación?, ¿debería intervenirse en los mercados de energía mediante, por ejemplo, un control de precios?

En las políticas fiscales puede haber “derrames y efectos secundarios”, advierte Corsetti. Hay que sopesar los riesgos de un ajuste excesivo, las crisis mundiales y los escenarios de recesión frente al riesgo de una espiral de precios. El panorama macroeconómico requiere estabilización, y su éxito o fracaso tendrá efectos duraderos. Algunas voces apuntan que estamos regresando al lugar de donde veníamos —la prepandemia—, pero Corsetti alerta que el camino es tan importante como el destino. Si el destino es “de dónde venimos, pero con altas tasas de interés” no será apto para cardíacos.

¿Será destronado el dólar estadounidense?

Barry Eichengreen (U.C. Berkeley) discutió acerca de las implicaciones de la guerra en los pagos transfronterizos y del dominio del dólar estadounidense.

Las sanciones económicas contra Rusia han sido ampliamente vistas como una militarización del dólar. Aunque las reservas rusas de dólares estadounidenses se congelaron en lugar de incautarse, y no es la primera vez que se inmovilizan activos nacionales, es probable que cualquier país que mantenga una relación complicada con Estados Unidos contemple alternativas para sus propias reservas.

¿Cuáles son esas alternativas? ¿Perderá el dólar estadounidense su “privilegio exorbitante” si les cede terreno? Eichengreen cree que las nuevas ofertas digitales facilitan la transición desde el dólar y que las criptomonedas seguirán siendo una opción, al menos en teoría. Pero cada alternativa al dólar presenta sus propias dificultades.

Disponer de reservas en euros o libras, por ejemplo, no ofrece a día de hoy ninguna ventaja evidente, porque sus correspondientes regiones también han sancionado a Rusia. El renminbi de China conlleva un riesgo geopolítico. El oro, si se repatría y se mantiene en el país, puede ser una alternativa segura pero no puede ponerse en circulación para realizar pagos. Y, aunque las criptomonedas han hecho volar la imaginación, las últimas noticias han hecho tambalear la fe en ellas. Las monedas estables, criptomonedas vinculadas a un activo de referencia externo, están destinadas a ser menos volátiles, pero, según Eichengreen, no son particularmente estables ni fáciles de escalar. Mientras tanto, las monedas digitales de los bancos centrales seguirán evolucionando, pero probablemente más lentamente de lo que

©IESE Business School

creen algunos de sus partidarios.

Pese a las dificultades, Eichengreen cree que la militarización del dólar y las monedas aliadas fomentarán, con el tiempo, soluciones alternativas y sustitutos. “Creo que el dominio del dólar continuará erosionándose gradualmente. Los recientes acontecimientos y nuevas tecnologías pueden acelerar la evolución, pero solo moderadamente”.

Asimismo, si las relaciones entre Estados Unidos y China se rompen, por ejemplo, a causa de Taiwán, es probable que las tenencias de reservas y los pagos se dividan entre el dólar y el renminbi. Si esto pasa, advierte Eichengreen, “los problemas económicos y financieros serán el menor de nuestras preocupaciones”.

¿Una oportunidad para mejorar la estructura de la deuda?

Una nueva normalidad planea sobre nosotros. **Jeromin Zettelmeyer**, director del laboratorio de ideas Bruegel en Bruselas, considera que los principales detonantes de esta nueva normalidad fueron la invasión rusa de Ucrania en 2014 con la anexión de Crimea, el ascenso de China como acreedor en los mercados emergentes, el cambio climático y, finalmente, la pandemia.

Dado que la nueva normalidad se caracteriza por altos niveles de deuda –alcanzando máximos inéditos en mercados emergentes– y de interés, Zettelmeyer considera que pueden surgir dificultades a medida que se reviertan las medidas impuestas por el COVID y se apliquen ajustes fiscales para reducir los déficits. En la zona euro, Italia y Grecia pueden tener los mayores problemas con la deuda. Es necesaria una mejor implementación de las reglas fiscales, así como un mayor control nacional sobre ellas. En la actualidad, según Zettelmeyer, muchos países están aplicando decretos y fórmulas en las que nadie cree realmente.

El cambio lleva retraso. Zettelmeyer considera que se requiere una arquitectura de deuda más eficiente, pero también más imparcial. Es necesario mejorar la implementación del pasado sin cambiar fundamentalmente las normas en el ámbito de la Unión Europea. Es necesario dirigirse hacia una trayectoria de la deuda “plausiblemente decreciente”.

Recientemente, la Comisión Europea ha lanzado una nueva propuesta, que Zettelmeyer califica de “intelectualmente valiente”, aunque problemática en la medida en que no protege del posible abuso de su mayor flexibilidad y medidas discrecionales.

©IESE Business School

Preguntado sobre si estamos ante “el fin del euro, tal y como lo conocemos”, Zettelmeyer concluyó que la situación no es tan perjudicial como para llegar a ese extremo.

Fuente: “The impact of the War on the International Economic and Financial Order”, una sesión celebrada en el campus del IESE de Barcelona el pasado 23 de noviembre de 2022, cuya grabación está disponible en exclusiva para los Miembros de la Alumni Association del IESE en el siguiente enlace.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School