

## ¿Qué política fiscal y monetaria puede acabar con la inflación?

**Con una altísima deuda sobre el PIB de la economía, ¿subirán los tipos de interés hasta ser realmente positivos? Mientras Pedro Videla tiene sus reservas, Xavier Vives analiza la situación energética y aconseja diversificar.**



20 de septiembre de 2022

¿Cómo está impactando la guerra en Ucrania en el mercado energético? ¿Qué política fiscal y monetaria deberíamos seguir en el futuro? ¿Es posible evitar la estanflación? A esas preguntas contestaron los profesores del IESE [Xavier Vives](#) y [Pedro Videla](#) en la sesión *Impacto de la guerra en Ucrania: economía y energía* el pasado 20 de septiembre.

Vives resaltó que el precio de la energía empezó a subir ya antes de la guerra en Ucrania, debido a factores de demanda y oferta.

En el lado de la demanda, en plena recuperación de la pandemia, Asia volvió a necesitar mucha energía, en particular, de gas natural licuado. Además, se vivió un invierno más frío y un verano más caluroso de lo habitual, que incrementaron la necesidad de energía.

Por parte de la oferta, apuntó Vives, se produjo una importante subida del precio del gas natural y un incremento en el precio del CO2 (dada la transición energética hay que pagar por el CO2 en algunas industrias). Factores meteorológicos como la falta de viento provocaron un crecimiento del precio de la producción eólica. También se produjeron disrupciones, como cuellos de botella en la cadena de suministro. "A todo ello hay que sumar otro factor más complicado: el poder del mercado de algunos productores, como Gazprom, que antes de la guerra ya empezaba a restringir la oferta", señaló el profesor del IESE. Por último, las políticas de transición verde han disminuido la inversión en combustibles fósiles.

El punto positivo es que Europa cuenta con el 85% de las reservas de gas que necesita para pasar el invierno y que, pese a los esfuerzos de Arabia Saudí y Rusia por mantener el precio alto, la liberación de las reservas de Estados Unidos hace la situación más llevadera. En España, por otro lado, 'la excepción ibérica' limita el precio de la energía, si bien "ese mecanismo tendrá un coste", advirtió.

De todos modos, señaló Vives, "el aumento del coste de la energía ha contribuido al incremento de la inflación, sobre todo en Europa, menos autosuficiente energéticamente que Estados Unidos".

## ¿Inflación o subida de los tipos?

Para Videla, "la situación actual recuerda a la década de los 70": gran perturbación de la oferta e incremento del precio de las *commodities*, motivadas por un conflicto bélico (entonces la Guerra de Yom Kippur, ahora la invasión rusa de Ucrania que ya dura siete meses); emisión de dinero en gran cantidad de la Reserva Federal de Estados Unidos; y Guerra Fría (entonces entre Rusia y Estados Unidos, ahora entre este último y China, si bien ahora existe mayor incertidumbre sobre qué puede pasar).

Para controlar la inflación resultante, el por entonces presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Arthur Burns aumentó los tipos de interés, "pero no lo suficiente como para hacerlos positivos en términos reales", puntualizó Videla. Su sucesor, Paul Volcker, sí lo hizo.

"El resultado fue la recesión más grande en el mundo hasta la época", recordó Videla, con un gran impacto en los mercados emergentes, hasta el punto de que en Latinoamérica los 80 se conocen como la década perdida.

En ese momento, la deuda del fisco en Estados Unidos era del 40%. Desde entonces, para hacer frente a una serie de recesiones de la demanda (la de las puntocom, la burbuja inmobiliaria, la pandemia...), la deuda ha aumentado hasta llegar a suponer el 115% sobre el PIB.

Videla aportó más datos: la deuda es ahora un 120% mayor de la que existía tras la Segunda Guerra Mundial. En Europa, la diferencia entre la inflación por emisión versus la inflación por preocupaciones reales (alimentos y energía) es sustancialmente mayor que en Estados Unidos. En España, cada contribuyente debe 32.000 euros.

"La inflación, por tanto, no acabará con el final de la guerra, sino cuando se elimine el dinero que se ha ido inyectando", advirtió Videla. Pero al aumentar los tipos de interés se sumirá a los deudores en serias dificultades.

Así las cosas, ¿cómo actuarán el actual presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y la presidenta del Banco Central Europeo, Christine Lagarde? ¿Prefieren ser Burns o Volcker? La enorme deuda lleva a Videla a pensar que no se aumentarán los tipos fuertemente. Veamos por qué.

## **Disminuir la deuda**

Existen pocas opciones para rebajar una alta deuda sobre el PIB: 1) incrementar el PIB, pero ahora existe estanflación; 2) ajuste fiscal, que se aplicará, pero por la vía de subir los impuestos, no de la reducción del gasto; 3) quiebra, que significaría el fin de la Unión Europea (y la experiencia muestra que no hay que subestimar su capacidad de supervivencia); y 4) mantener la inflación sin subir los tipos de interés, al menos no demasiado para que en la práctica sean negativos o casi. Esto último beneficia a los deudores y castiga a los acreedores.

Por tanto, sentenció Videla, "nos esperan de cinco a diez años de tasa de inflación del 3-4% con tipos de interés generales muy bajos, lo que permitiría eliminar el grave problema de deuda".

Vives concluyó la sesión recalcando que nos enfrentamos a una gran incertidumbre y, ante esa situación "solo podemos aconsejar diversificar: en proveedores de energía, en mercados

donde vender, en términos de monedas...".

[www.iese.edu/es/insight](http://www.iese.edu/es/insight)