



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MACROECONOMÍA 20/06/2022

¿Qué tan cerca está la próxima recesión?

Por Pablo Duarte

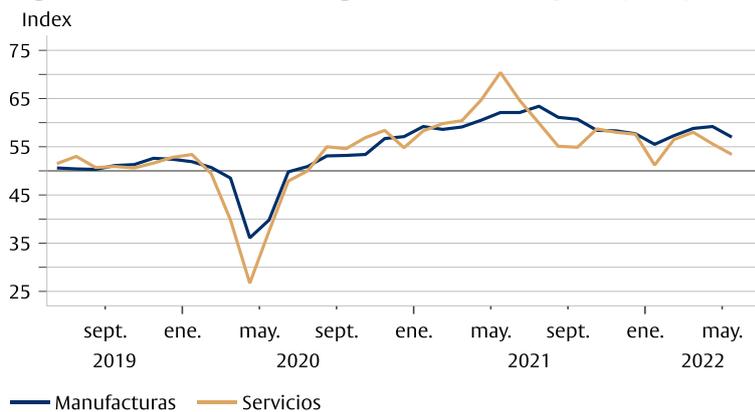
A finales de 2021 comenzó un nuevo capítulo para la política monetaria. En un contexto de tasas de inflación récord en Estados Unidos y la eurozona, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) admitieron a finales de 2021 que la elevada inflación no era sólo temporal y anunciaron un cambio de rumbo en su política monetaria. La Fed estadounidense se animó a realizar las primeras subidas de tipos de interés a principios de 2022 con el objetivo de lograr un “aterrizaje suave”, es decir, frenar la inflación sin hundir la economía en una recesión. Pero la inflación ha seguido subiendo y la incursión de las tropas rusas en Ucrania junto con las sanciones contra Rusia avivaron aún más el aumento en los precios. Mientras que en Estados Unidos la economía real sigue siendo resistente y los inversionistas temen una desaceleración debido al endurecimiento de la política monetaria, la Eurozona sufre por su dependencia energética de Rusia. Esto podría perpetuar la “estancación” actual durante más tiempo. En China, la persistencia de la estrategia de “covid-cero” provocó un desplome de la producción con repercusiones mundiales.



¿Recalentamiento en los E.E. U.U.?

A finales de mayo, la economía privada estadounidense seguía creciendo a pesar de la incertidumbre geopolítica debida a la guerra en Ucrania y a los cuellos de botella en el comercio internacional. Los índices de gestión de compras (PMI), los cuales se basan en encuestas empresariales, se encuentran en niveles de expansión (Fig. 1). Sin embargo, los participantes reportaron una desaceleración del crecimiento debido al aumento en los precios de los insumos, los cuellos de botella en las cadenas de suministro y la escasez de mano de obra.¹

Figura 1. USA: Índice de gestión de compras (PMI)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, IHS Markit.
Datos: 13/06/2022

El consumo privado ha alcanzado los niveles previos a la pandemia, aún cuando las perspectivas son turbias. El índice del gasto personal de consumo ajustado por los precios (índice de cantidad, PCE) alcanzó el nivel de enero de 2020 en el primer semestre de 2021 (Fig. 2). A finales de abril de 2022 no se observa un desplome del gasto ni en bienes ni en servicios. El volumen de los préstamos con tarjeta de crédito a los hogares también se recuperó hasta los niveles anteriores a la pandemia y siguió aumentando hasta finales de mayo, aunque a un ritmo ligeramente más lento (Fig. 2). Incluyendo la primera semana de junio, la intensidad de búsqueda en internet de términos como “restaurante” u “hotel” en Google superó el nivel promedio anterior a la pandemia (Fig. 3).

¹ Ver [Comunicado de Prensa S&P Global US Services PMI](#), 03.06.2022.



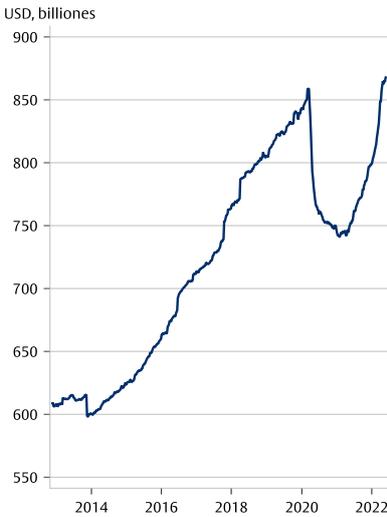
Figura 2. E.E. U.U: Indicadores de Consumo

Índice de Cantidades (PCE), 01.2020 = 100



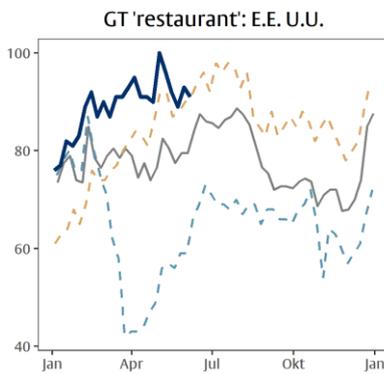
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis
Datos: 13/06/2022

Préstamos con tarjeta de crédito

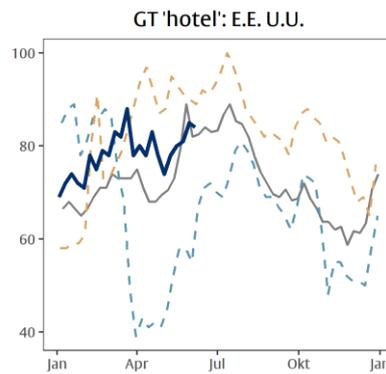


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve
Datos: 13/06/2022

Figura 3. E.E. U.U. Google Trends



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Google Trends

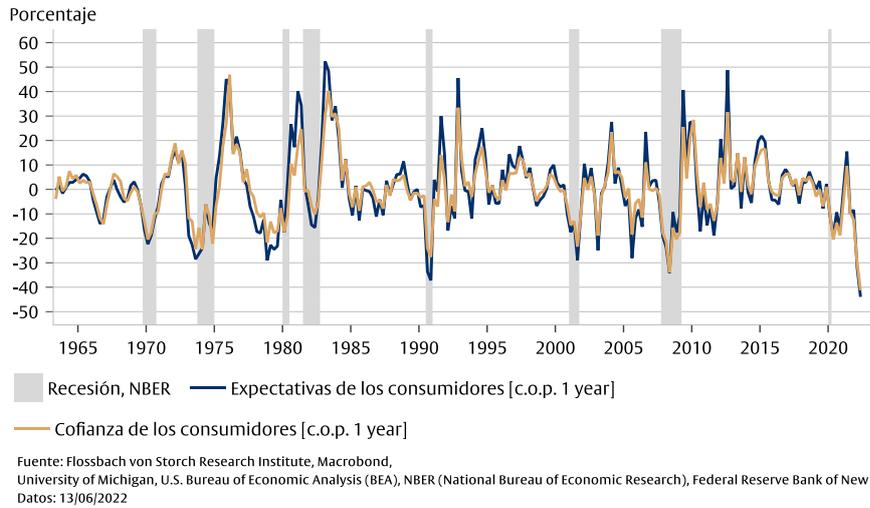


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Google Trends

Sin embargo, el clima de consumo nunca había sido tan turbio. El índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Michigan, el cual se basa en encuestas sobre la percepción de la gente sobre el estado de la economía y las perspectivas de uno a cinco años, es actualmente el más bajo desde que su primera publicación en los 1960s. En el pasado un descenso similar en el índice usualmente ha sido seguido por una recesión.

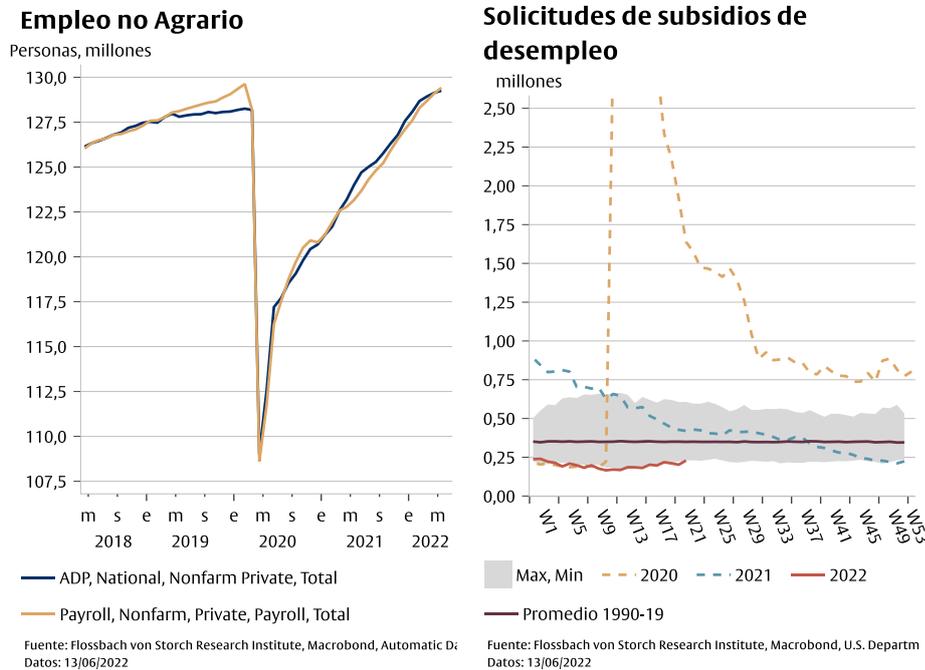


Figura 4. E.E. U.U, Confianza de los consumidores, Universidad de Michigan, interanual %



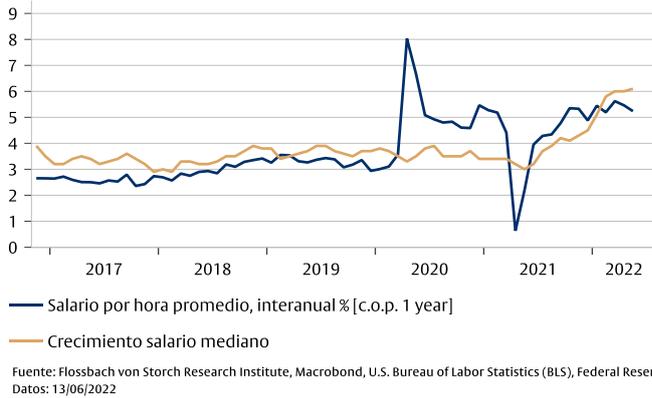
Sin embargo, la evolución del mercado laboral no indica un debilitamiento de la economía. El empleo del sector privado no agrario alcanzó los niveles prepandémicos en mayo y las solicitudes iniciales de subsidios de desempleo están por debajo de la media entre 1990 y 2019 en niveles históricamente bajos (Figura 4). Esto, junto con el fuerte crecimiento de los salarios, supone un reto para la política monetaria.

Figure 5. E.E. U.U.: Mercado Laboral



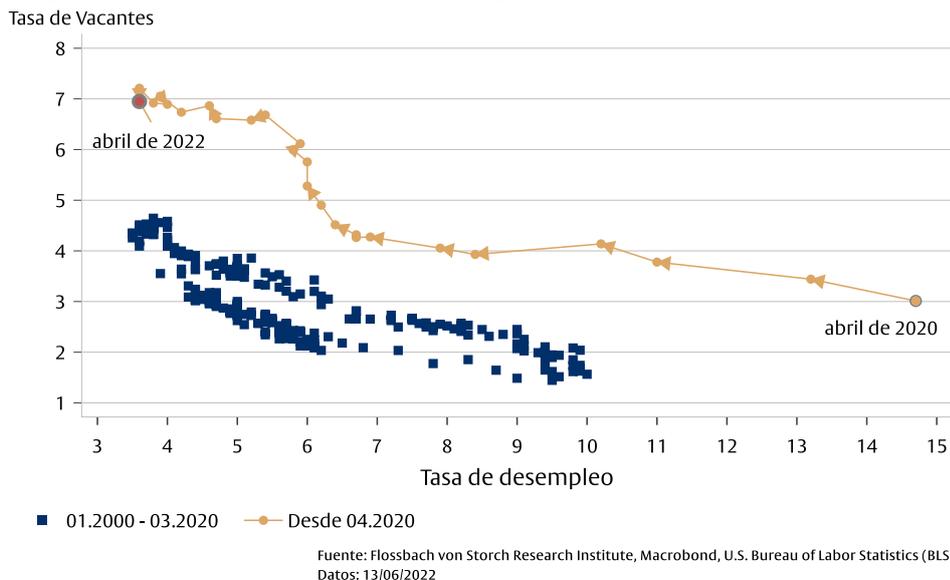


Crecimiento de los salarios



En este contexto macroeconómico, las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal, como el aumento en 75 puntos básicos de la semana pasada, son impulsadas por la fortaleza del consumo y la rigidez del mercado laboral, y frenadas por el temor a la recesión. Los aumentos de los tipos de interés hasta ahora no han podido frenar la inflación que en mayo aumentó al 8,6%. La relación entre las vacantes y la tasa de desempleo (curva de Beveridge) muestra que es necesario ajustar más fuertemente la política monetaria. Desde abril de 2020, la curva de Beveridge se ha desplazado hacia afuera (Fig. 5). Esto significa que una tasa de desempleo ligeramente inferior al 4%, como ocurre actualmente, va de la mano con una tasa de vacantes del 7% y no del 4%, como lo era antes de la pandemia. Es probable que la Fed intente volver de la curva de Beveridge superior (amarilla) a la inferior subiendo los tipos de interés. La política monetaria tendría que ajustarse de forma tan precisa, que lleve una reducción en la tasa de vacantes sin que la tasa de desempleo aumente. Es cuestionable que esta maniobra consiga evitar una recesión, dada la escasa transmisión de la política monetaria a la economía.

Figura 6. E.E. U.U.: Curva de Beveridge

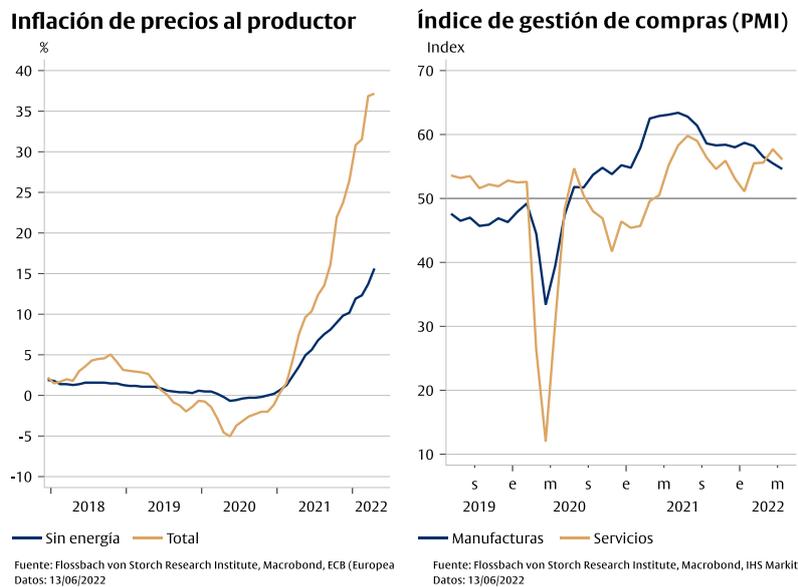




¿Estanflación en la eurozona?

Desde la invasión de Ucrania por tropas rusas y las subsiguientes sanciones occidentales, se ha producido una escasez de suministro de algunos productos básicos, por lo que sus precios han subido fuertemente. Esto afecta sobre todo a los países europeos, ya que una gran parte de sus importaciones de éstos productos procede de Rusia. En abril la inflación total de los precios al productor alcanzó un 37% en la eurozona; excluyendo los precios de la energía, fue del 16%. Junto con los problemas de suministro y la incertidumbre sobre el resultado de la guerra, ésto provocó un descenso de los pedidos que debilitó los PMI en mayo (Fig. 7).² El bajo consumo de electricidad en los dos últimos meses en Alemania, Francia y España sugiere una menor producción industrial (Fig. 8).

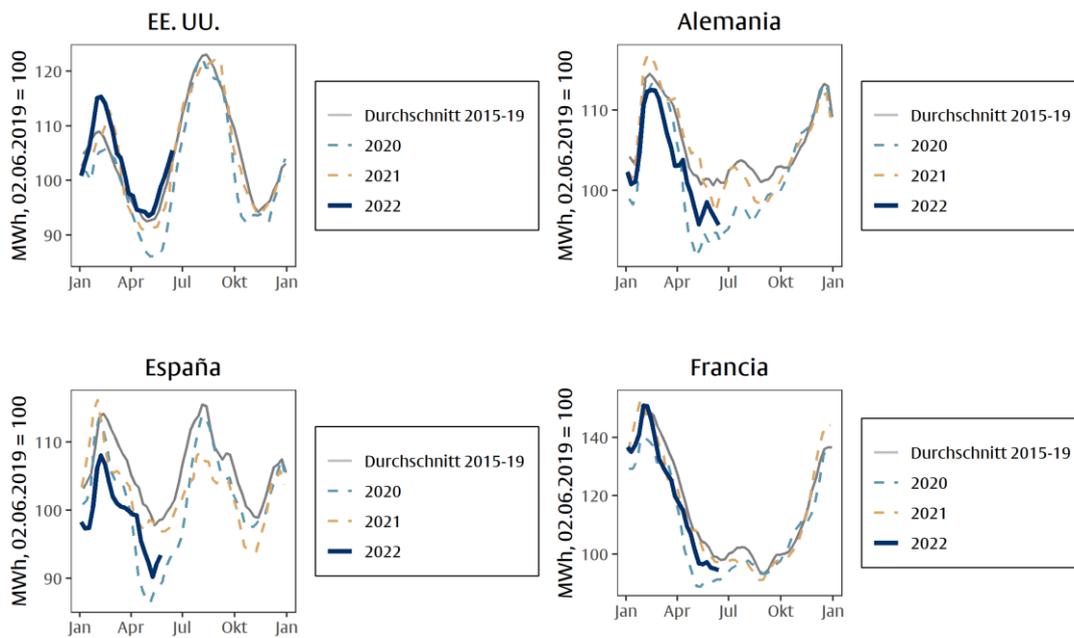
Figura 7. Eurozona: Precios al productor e índice de gestión de compras (PMI)



² Ver [Comunicado de Prensa](#), S&P Global Einkaufsmanagerindex™ Industrie Eurozone, 01.06.2022.



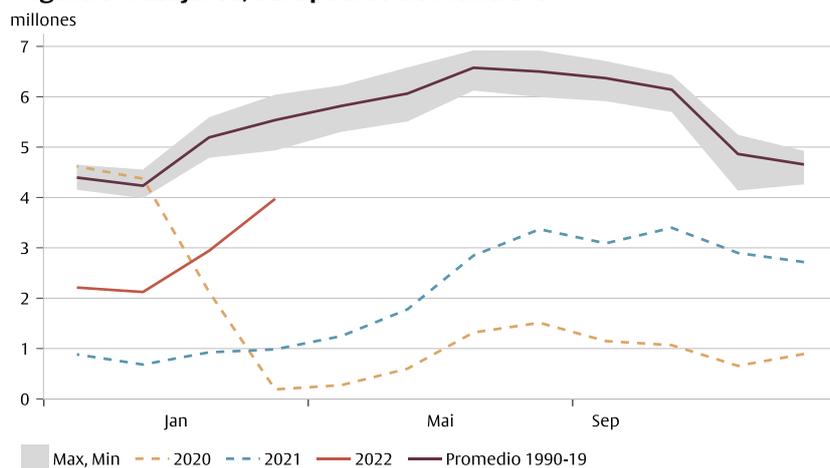
Figura 8: Consumo de Electricidad



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA.

El consumo en la eurozona es más fuerte que el verano pasado gracias a la flexibilización de las medidas de confinamiento. En abril, el tráfico de pasajeros en el aeropuerto de Fráncfort fue mayor que en 2020 y 2021 y siguió aumentando hacia los niveles previos a la pandemia (Fig. 9). La intensidad de búsqueda en internet de términos en la categoría “viajes” está en los niveles de 2021, y “restaurantes” se buscan en Google con más frecuencia que antes de la pandemia (Fig. 10).

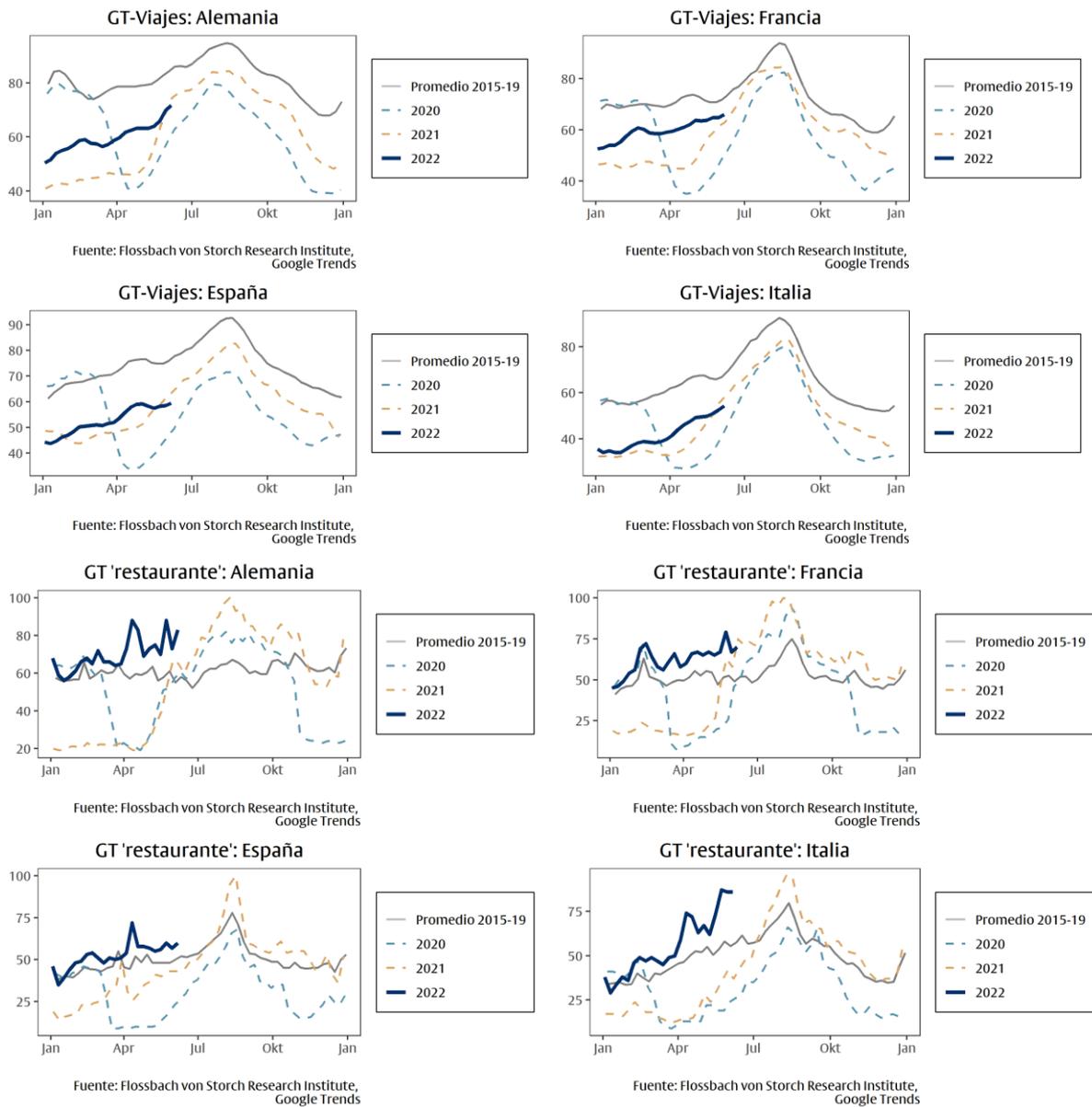
Figura 9. Pasajeros, aeropuerto de Fráncfort



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fraport.
Datos: 13/06/2022



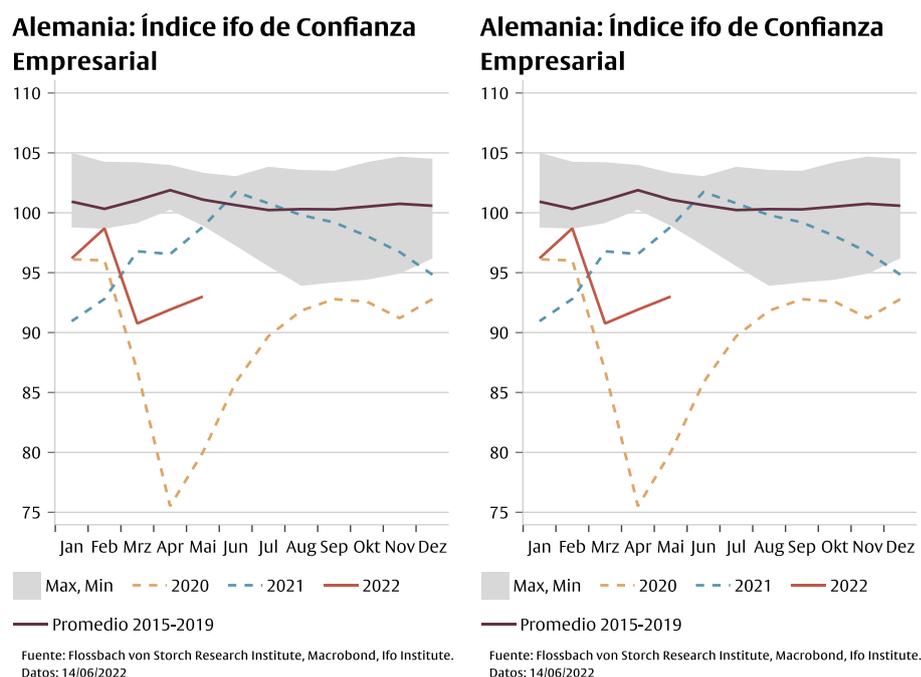
Figura 10: Google-Trends Eurozona



La confianza de los consumidores y de las empresas muestra, al igual que en los E.E. U.U, preocupación por la evolución de la economía. El índice ifo de confianza empresarial para Alemania está significativamente por debajo de la media de los años anteriores a la pandemia y la encuesta de confianza de los consumidores de la comisión europea muestra que más personas en la zona del euro son pesimistas con respecto a la situación económica que hace un año (Fig. 11).



Figura 11. Eurozona: Confianza empresarial y de los consumidores.



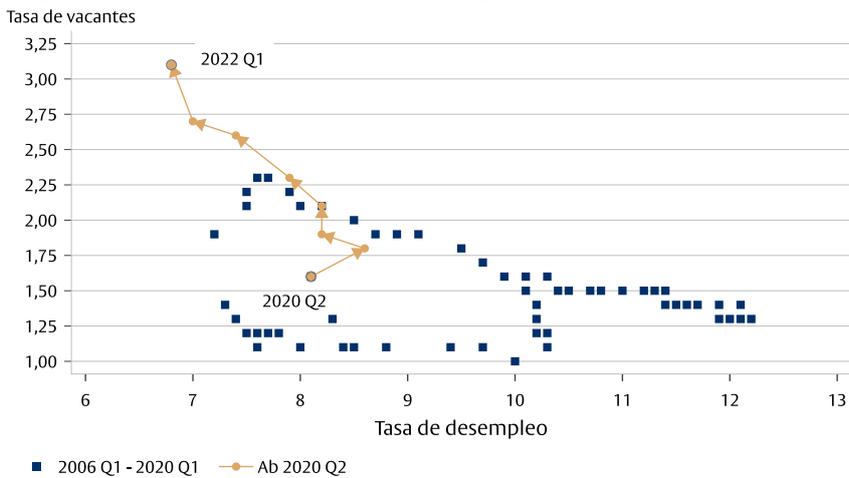
La respuesta de política monetaria a las elevadas tasas de inflación ha sido más débil en la eurozona que en Estados Unidos. El BCE lo justifica diciendo que la economía estadounidense sufre mucho más el sobrecalentamiento de la demanda que la economía de la eurozona. Ciertamente, la eurozona se ve más afectada por las limitaciones de la oferta que Estados Unidos. Sin embargo, esto no exime al BCE de su deber de frenar el exceso de demanda inflacionista, independientemente de que se haya producido a través de una política fiscal expansiva (como en Estados Unidos) o de restricciones de la oferta (como en la zona del euro).

La indecisión del BCE aumenta el riesgo de un espiral de precios. También en la zona del euro, la curva de Beveridge muestra tensiones en el mercado de trabajo de las que los sindicatos pueden extraer su poder de negociación en las próximas rondas salariales (Fig. 12). Por lo tanto, la vacilación del BCE no puede justificarse por motivos puramente económicos. En cambio, el factor decisivo es probablemente que el BCE está bajo una dominancia fiscal más fuerte que la Fed.³ En particular, tiene que garantizar que el Estado italiano, altamente endeudado, pueda seguir refinanciándose a tasas de interés bajas. Dado que una recesión para frenar la inflación en la eurozona podría convertirse rápidamente en una crisis de la deuda soberana y por ende en una crisis bancaria, el BCE parece elegir el camino de la represión financiera y la estanflación. Esto puede reducir los coeficientes de deuda de los estados miembros más vulnerables sin un gran esfuerzo de política fiscal, pero erosiona el poder adquisitivo interno y externo del euro. El euro sigue así los pasos de la lira italiana.

³ Ver Duarte y Mayer, 2021 „[Unterwerfung: Staatsfinanzierung durch Zentralbanken](#)“, Comentario Flossbach von Storch Research Institute.



Figura 12. Eurozona: Curva de Beveridge



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Datos: 14/06/2022

¿Ciclos de confinamiento en China?

Para detener la propagación de la variante ómicron del coronavirus en el marco de la estrategia de "covid cero", el gobierno chino volvió a introducir confinamientos. El índice de gestores de compras (PMI) cayó en abril bruscamente tanto en el sector de los servicios como en el de las manufacturas (Fig. 13). En mayo se produjo una ligera recuperación, pero el índice se mantuvo en territorio de contracción. Con el descenso de las tasas de contagio se han levantado las restricciones más estrictas y se observa una normalización de la movilidad en las carreteras de las principales ciudades (Fig. 14). También se espera que la producción se recupere gracias a nuevos estímulos económicos que ayudarían a aumentar la oferta en la zona del euro y en Estados Unidos.

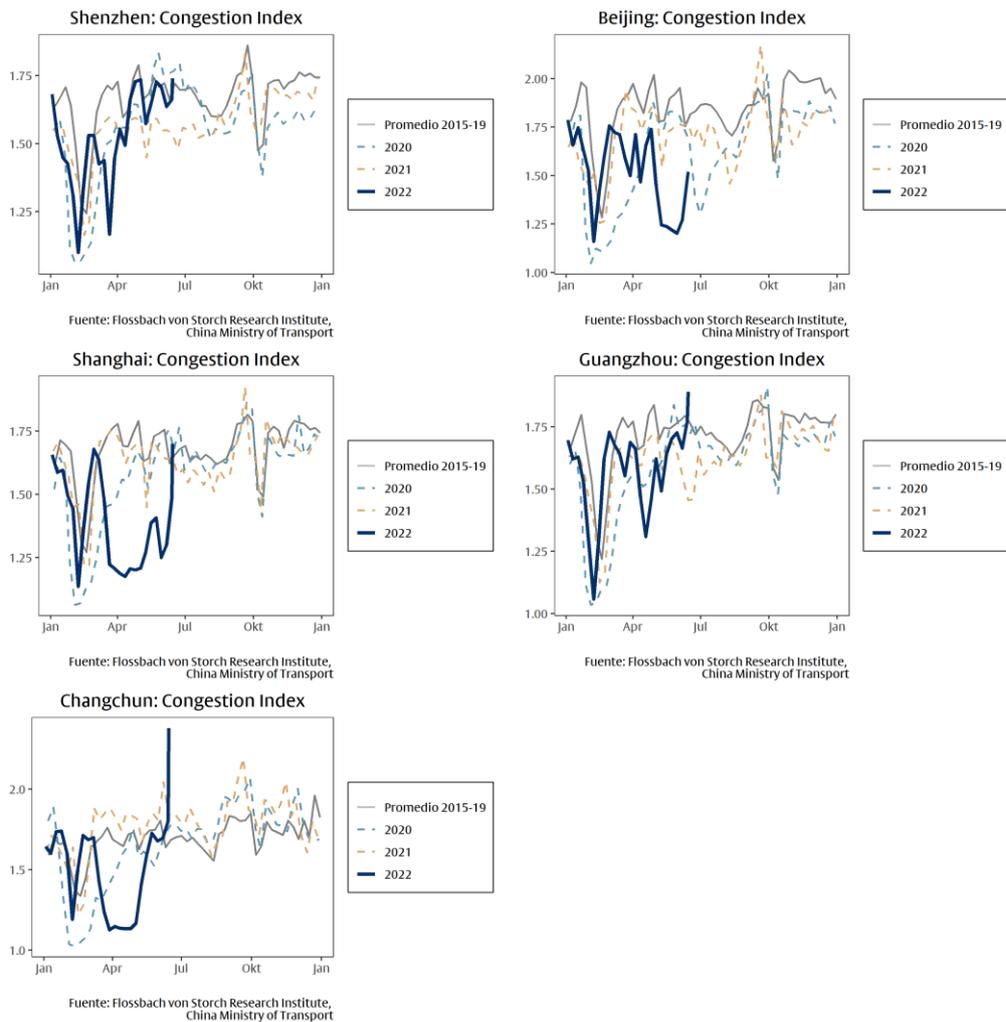
Figura 13. China: Índice de gestión de compras (PMI)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, IHS Markit.
Datos: 14/06/2022



Figura 14: Índice de tráfico vehicular en China



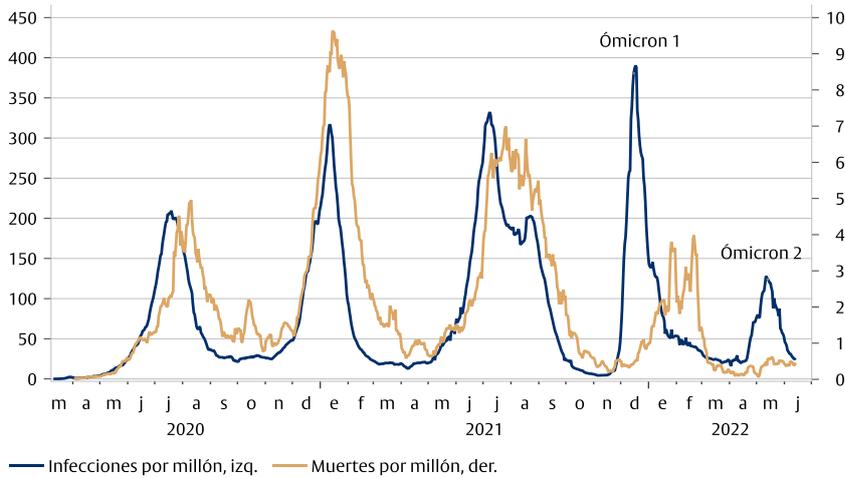
Las infecciones virales se propagan cíclicamente⁴, por lo que es probable que la política de covid cero provoque confinamientos recurrentes en China. En Sudáfrica, donde se detectaron las primeras infecciones con la variante ómicron, hubo una nueva ola de infecciones en mayo impulsada por sub-variantes de ómicron (Fig. 14). Sin embargo, como la población ha alcanzado un alto nivel de inmunidad gracias a pasadas las infecciones o a la vacunación, no se ha registrado un aumento significativo de muertes asociadas al covid-19. En cambio, el nivel de inmunidad en China es bajo. En consecuencia, un nuevo brote de la ola de infecciones volverá a llevar al gobierno a imponer confinamientos que perturbarían gravemente a la economía. China no sólo ha pasado de ser un socio a un adversario en el plano político, sino que también supone un riesgo importante para la economía mundial a través de su política de lucha contra el covid-19.⁵

⁴ Ver Duarte, 2020 „[Der Corona-Zyklus](#)“, Comentario, Flossbach von Storch Research Institute.

⁵ Ver Tofall, Norbert (2022), „[China und Putins Krieg in der Ukraine - Flossbach von Storch \(flossbachvonstorch-researchinstitute.com\)](#)“, Comentario, Flossbach von Storch Research Institute.



Figura 15. Sudáfrica: Infecciones y muertes por Covid-19



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Our World in Data.
Datos: 14/06/2022

Conclusiones

La economía real sigue en fase expansiva tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Sin embargo, los vientos en contra provienen del empeoramiento de la confianza de los consumidores y las empresas. La conclusión es que el escenario de estanflación (en el que un crecimiento bajo y fluctuante por término medio va acompañado de una inflación alta y fluctuante) parece algo más probable que la recesión de estabilización (en la que la ola de inflación se ve interrumpida por la caída de la demanda forzada por la política monetaria o fiscal). Como de costumbre, la política posterga la solución de los problemas. Sin embargo, esto hace que un ajuste sea aún más doloroso cuando la procrastinación ya no es posible.



AVISO LEGAL

LA INFORMACIÓN Y LAS OPINIONES EXPRESADAS EN ESTE DOCUMENTO REFLEJAN EL PUNTO DE VISTA DEL AUTOR EN LA FECHA DE PUBLICACIÓN Y ESTÁN SUJETAS A CAMBIOS SIN PREVIO AVISO. LAS DECLARACIONES PROSPECTIVAS REFLEJAN LAS OPINIONES Y EXPECTATIVAS FUTURAS DEL AUTOR. LAS OPINIONES Y EXPECTATIVAS PUEDEN DIFERIR DE LAS EVALUACIONES PRESENTADAS EN OTROS DOCUMENTOS DE FLOSSBACH VON STORCH AG. LAS CONTRIBUCIONES SE FACILITAN ÚNICAMENTE A TÍTULO INFORMATIVO Y SIN NINGUNA OBLIGACIÓN CONTRACTUAL O DE OTRO TIPO. (ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UNA OFERTA DE VENTA, COMPRA O SUSCRIPCIÓN DE VALORES U OTROS INSTRUMENTOS). LA INFORMACIÓN Y LAS VALORACIONES CONTENIDAS EN ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYEN UN CONSEJO DE INVERSIÓN NI NINGUNA OTRA RECOMENDACIÓN. NO SE ACEPTA NINGUNA RESPONSABILIDAD POR LA INTEGRIDAD, LA ACTUALIZACIÓN Y LA EXACTITUD DE LA INFORMACIÓN Y LAS EVALUACIONES PROPORCIONADAS. LOS RESULTADOS HISTÓRICOS NO SON UN INDICADOR FIABLE DE LOS RESULTADOS FUTUROS. TODOS LOS DERECHOS DE AUTOR Y OTROS DERECHOS, TÍTULOS Y RECLAMACIONES (INCLUIDOS LOS DERECHOS DE AUTOR, MARCAS COMERCIALES, PATENTES Y OTROS DERECHOS DE PROPIEDAD INTELECTUAL, ASÍ COMO OTROS DERECHOS) EN, PARA Y DE TODA LA INFORMACIÓN EN ESTA PUBLICACIÓN ESTÁN SUJETOS SIN RESTRICCIÓN A LAS RESPECTIVAS DISPOSICIONES VÁLIDAS Y LOS DERECHOS DE PROPIEDAD DE LOS RESPECTIVOS PROPIETARIOS REGISTRADOS. USTED NO ADQUIERE NINGÚN DERECHO SOBRE EL CONTENIDO. LOS DERECHOS DE AUTOR DE CUALQUIER MATERIAL CREADO POR FLOSSBACH VON STORCH AG ESTÁN RESERVADOS. NO SE PERMITE LA REPRODUCCIÓN O EL USO DE DICHS CONTENIDOS, EN TODO O EN PARTE, SIN EL CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE FLOSSBACH VON STORCH AG.

LA REIMPRESIÓN DE ESTA PUBLICACIÓN, ASÍ COMO SU PUESTA A DISPOSICIÓN DEL PÚBLICO -EN PARTICULAR MEDIANTE SU INCLUSIÓN EN SITIOS WEB DE TERCEROS- Y SU REPRODUCCIÓN EN SOPORTES DE DATOS DE CUALQUIER TIPO REQUIEREN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE FLOSSBACH VON STORCH AG.

2022 FLOSSBACH VON STORCH. TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS.

IMPRESIÓN

PUBLICADO POR FLOSSBACH VON STORCH AG, INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN, OTTOPLATZ 1, 50679 COLONIA, ALEMANIA, TELÉFONO +49. 221. 33 88-291, RESEARCH@FVSAG.COM; CONSEJO EJECUTIVO DR. BERT FLOSSBACH, KURT VON STORCH, DIRK VON VELSEN; CIF DE 200 075 205; REGISTRO MERCANTIL HRB 30 768 (JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA DE COLONIA); AUTORIDAD DE CONTROL COMPETENTE AUTORIDAD FEDERAL DE SUPERVISIÓN FINANCIERA, MARIE-CURIE-STRASSE 24 - 28, 60439 FRÁNCFORT / GRAURHEINDORFER STR. 108, 53117 BONN, WWW.BAFIN.DE; AUTOR DR. PABLO DUARTE FECHA LÍMITE DE ENTREGA 20 DE JUNIO DE 2022