

Comentario Económico del Día

Junio 30 de 2023

 **Bancolombia**

 **ANIF** Centro de
Estudios
Económicos

Nº 17

Informe ANIF de la economía global

Entre el control de la inflación y una posible recesión

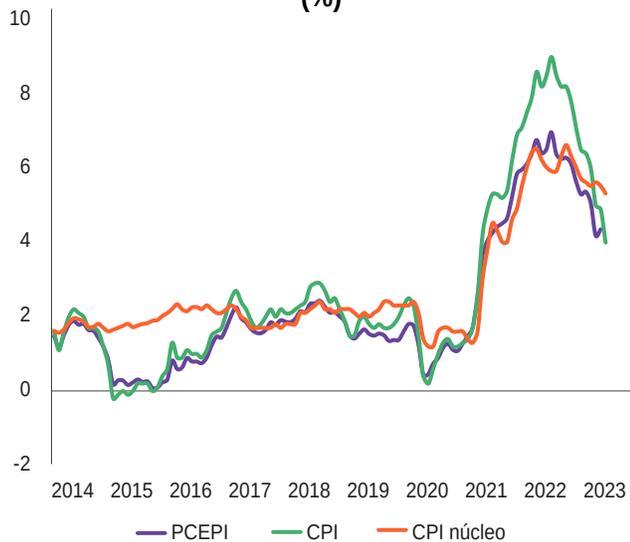
En la mayoría de los países del mundo, la inflación ha comenzado a ceder como respuesta a políticas monetarias contractivas y menores choques de oferta. Sin embargo, algunos países aun plantean la necesidad de endurecer su política monetaria. En el presente *Informe ANIF de la economía global* analizaremos los casos de Estados Unidos y de Reino Unido. En el caso de los Estados Unidos la inflación ha mostrado un descenso paulatino desde junio del año pasado. No obstante, la FED ha dado señales de nuevos aumentos antes del cierre de 2023, para poder llegar al valor objetivo de 2%. Algunos analistas señalan un riesgo de que estos aumentos de tasa acerquen a los Estados Unidos a una recesión leve. Por otro lado, el Reino Unido enfrenta una situación más compleja. La inflación núcleo mantiene una tendencia creciente durante los últimos meses, por lo que imprime presiones alcistas a la tasa de interés de política monetaria. Además, hay señales contundentes sobre un escenario de recesión y repercusiones sobre el empleo, que crean un dilema sobre si se debe priorizar el control de la inflación o la actividad económica.

Aumento de tasas de la FED podría llevar a una recesión leve

Para mayo del 2023, el dato de inflación de Estados Unidos se ubicó en 4%, el nivel observado más bajo desde marzo del 2021. Este resultado representa un comportamiento positivo luego de que el índice de Precios del Consumidor (IPC) llegara a su máximo (9.1%) en junio de 2022. Sin embargo, según Jerome Powell, presidente del Sistema de la Reserva Federal, se mantiene muy por encima del objetivo a largo plazo del 2%.

Parte de los factores que contribuyeron a este resultado son la contundente caída en los precios de la energía, sumado a una desaceleración en las subidas de los precios de los alimentos. En el caso de la energía es importante destacar que disminuyó 3.6% en mayo debido a la caída de los principales índices de componentes energéticos y condujo a una contracción en la variación anual del 11.7%.

Gráfico 1. Variación anual de los índices de precios en Estados Unidos (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la FED de ST Louis y BLS.

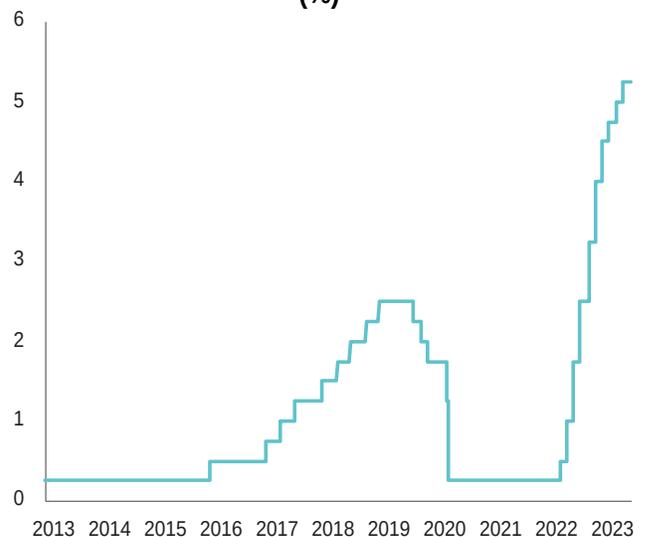
Por otra parte, la categoría de vivienda fue la que más contribuyó a la inflación total, sin embargo, existe un conceso en torno a la caída en los próximos meses. Lo anterior debido a que los costos de vivienda medidos en el IPC tienden a retrasarse porque la recopilación de datos de alquiler se hace cada seis meses. En cuanto a los datos del sector privado, muestran que los alquileres de los apartamentos han caído en los últimos meses, lo cual podría sugerir que en el IPC aparecerá un eventual enfriamiento de los precios de la vivienda.

De igual manera, Estados Unidos cuenta con el índice de precios de gastos de Consumo Personal (PCE), el cual actúa como el deflactor de precios, con la particularidad de que captura los cambios en los patrones de consumo de forma más precisa y actualizada. Este índice también cayó desde junio de 2022 cuando llegó a 7%, el máximo en 41 años, a 4.4% en abril de 2023. No obstante, se encuentra 20pb por encima del resultado anual en marzo (4.2%). Pun-

tualmente, la variación anual de bienes fue de 2.1%, así mismo se observó un incremento importante en los precios de los alimentos (6.9%). Sin embargo, la variación anual de servicios fue de 5.5% la cual se vio favorecida por la caída en los precios de la energía (-6.3%).

El dato de inflación refleja la efectividad de la política monetaria restrictiva, en respuesta a los 10 aumentos consecutivos de tasas por parte de la Reserva Federal (FED) desde marzo de 2022. Siendo así, en la reunión de junio de 2023, la tasa de interés se mantuvo constante entre 5 y 5.25%. Sin embargo, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, dijo en la conferencia de prensa posterior a la reunión, que consideran probable realizar algunos aumentos adicionales de los tipos de interés este año para reducir la inflación al 2%. Así mismo, en las minutas de la reunión del Comité General del Mercado Abierto (FOMC), apuntan a que esta es una pausa temporal motivada por disminuir la presión sobre los

Gráfico 2. Tasa de Interés de Política Monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la FED de ST Louis.

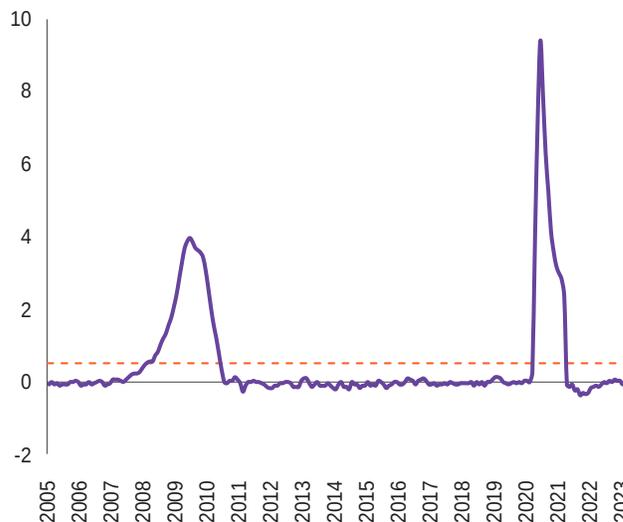
consumidores y el sistema financiero, y que probablemente habrá que realizar dos subidas de tasas más en los próximos meses.

El aumento de la tasa de interés ha tenido consecuencias negativas sobre sectores sensibles al precio del dinero, como el sector de la construcción. Desde marzo de 2022 a abril de 2023, los desembolsos reales en construcción residencial han disminuido un 18.4%, y las ventas totales de viviendas (nuevas y existentes) han caído en un 20.8% hasta mayo de 2023. Así mismo, se sugiere que además de los créditos hipotecarios más altos, los bajos niveles de viviendas disponibles para la compra han frenado las ventas.

Los últimos datos sugieren que las medidas restrictivas de la Reserva Federal han reducido la inflación, sin tener que debilitar la economía. No obstante, existen diversos puntos de vista. Por un lado, según el presidente de la Fed de St. Louis, James Bullard, la política monetaria no ha sido realmente restrictiva, lo cual da espacio a mayores aumentos de tasas. Por otro lado, algunos analistas argumentan que los efectos de las subidas de la tasa de interés no se manifestarán sino hasta dentro de unos meses, por lo cual no será posible evaluar el impacto en la economía todavía.

En específico, hasta el momento, los datos del mercado laboral se han mostrado fuertes, lo que otorga mayor espacio a la FED para continuar con una política monetaria contractiva. Además, la velocidad de la disminución en el dato de inflación núcleo ha sido baja y por tanto las expectativas de los mercados reafirman que se verán más alzas en la tasa de interés de política monetaria antes del cierre del año. En el Gráfico 3 se observa el indicador de Sahm, utilizado para el anuncio de recesiones¹.

Gráfico 3. Regla de Sahm, indicador de recesiones (Puntos Porcentuales, Estados Unidos)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la FED de ST Louis y BLS.

Junto con el buen comportamiento del mercado de trabajo, el acuerdo sobre el aumento en el techo de la deuda evita que se deban hacer recortes de gasto y permite que la trayectoria de la economía se mantenga estable en los próximos años. Además, las turbulencias por las quiebras de bancos, luego del sonado caso del Silicon Valley Bank, se han apaciguado. Con lo anterior, los analistas consideran que las probabilidades de que los Estados Unidos enfrenen una recesión han caído considerablemente².

Aún así, permanece la duda sobre si la FED deberá seguir con un incremento en las tasas de interés, sabiendo que existe el riesgo de que esto dirija a una

¹ El indicador de Sahm sugiere señales del inicio de una recesión cuando la tasa de desempleo del trimestre móvil para el mes de referencia es 0.5pp mayor a la menor tasa de desempleo de los 12 trimestres móviles previos.

² Goldman Sachs. (2023). Why a US Recession has become less likely.

recesión. Por tanto, aunque las noticias sobre la fortaleza del mercado de trabajo permanecen positivas y las probabilidades de recesión hayan disminuido, algunos analistas temen que las cifras sean leídas con más optimismo del adecuado por parte de la Reserva Federal y ejecuten una política monetaria más agresiva que conduzca hacia una recesión leve³.

De hecho, los inversionistas de los bonos del tesoro continúan descontando una recesión, pues la curva de rendimientos se encuentra invertida. En específico, esta conducta atípica, que suele preceder las recesiones, significa que los inversionistas ven mayor incertidumbre en el corto plazo que en el largo plazo y por tanto piden una mayor compensación por bonos a 2 años que por bonos a 10 años. Aunque las

magnitudes son mayores a las observadas antes de 2008, los analistas aseguran que esto no es indicativo de la severidad de la recesión y esperan que, en caso de concretarse, esta sea leve.

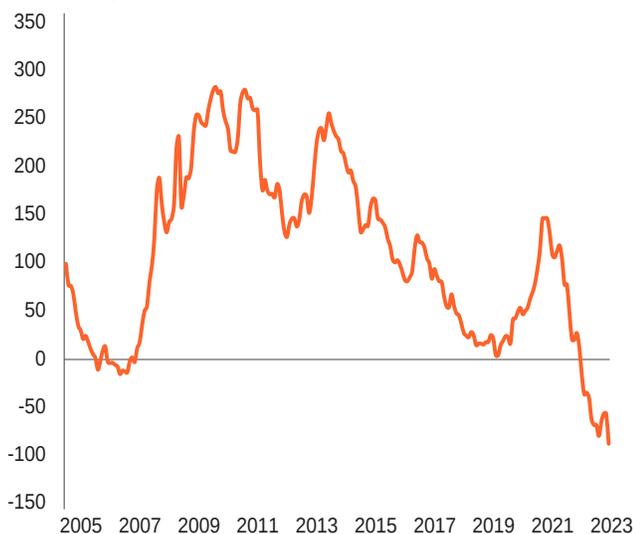
Reino Unido: el dilema entre la inflación y la recesión

El dato de inflación para mayo en Reino Unido se ubicó en 8.7% y continúa siendo elevado, con una tendencia al alza. Con este resultado, Gran Bretaña se aleja de su meta, establecida en una inflación equivalente al 2%. A su vez, analizando el dato de la inflación sin tener en cuenta los precios de los alimentos y la energía, pasó de 6.8% a 7.1% para el mes de mayo. Lo anterior la ubica en la más alta desde 1992 y la mayor para los países del G7. Además, preocupa que, dentro de este grupo de países, Reino Unido sea el único en donde el indicador no presenta una tendencia a la baja.

Ahora, analizando los datos de una manera más desagregada, y tal como se observa en el gráfico 5, los servicios presentaron un incremento de 0.5pp, pasando de 6.9% a 7.4% para el mes de mayo. Dentro de las principales actividades económicas que jalonaron los precios al alza se encuentran los vuelos, las actividades y servicios recreacionales y culturales y los carros de segunda. Por el lado de los bienes, se observa una leve disminución de 0.3pp en la cual la inflación pasó de 10% a 9.7% para el mes de mayo. Dentro de los principales factores que contribuyeron a su decrecimiento fueron los menores precios en la energía. Sin embargo, el dato para los bienes continúa siendo elevado.

A su vez, el CPIH, otro indicador con el que cuenta el país para medir la inflación que agrega a su medición los costos asociados a vivir en una vivienda propia,

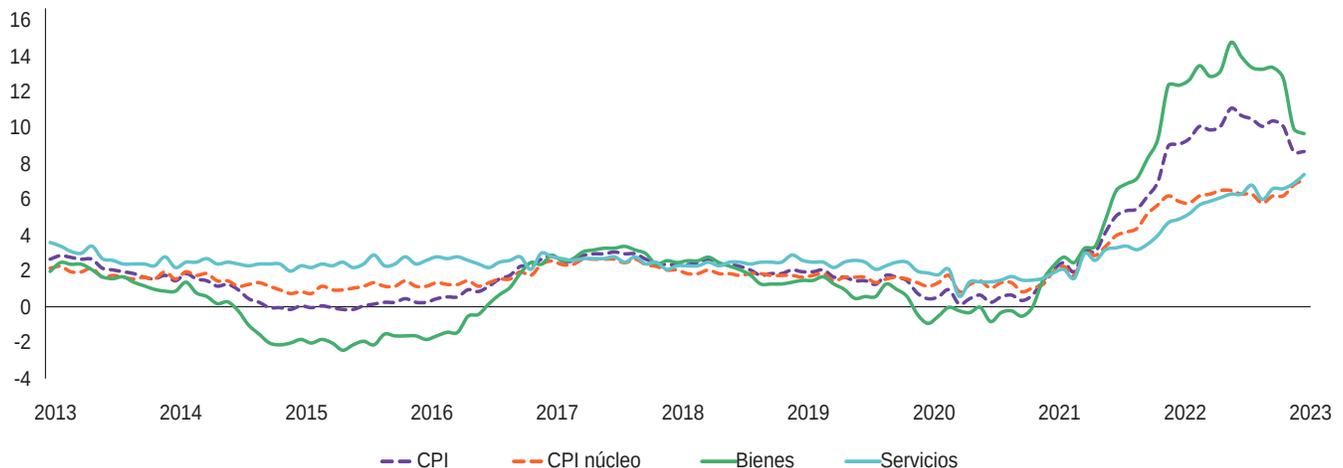
Gráfico 4. Diferencia de los rendimientos de los bonos a 10 años y los bonos a 2 años (Puntos Básicos, Estados Unidos)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la FED de ST Louis.

³ Feinberg, P. (2023). Resilient U.S. economy continues to avoid recession – so far. UCLA.

Gráfico 5. Variación anual de los índices de precios en el Reino Unido (CPI, %)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la ONS.

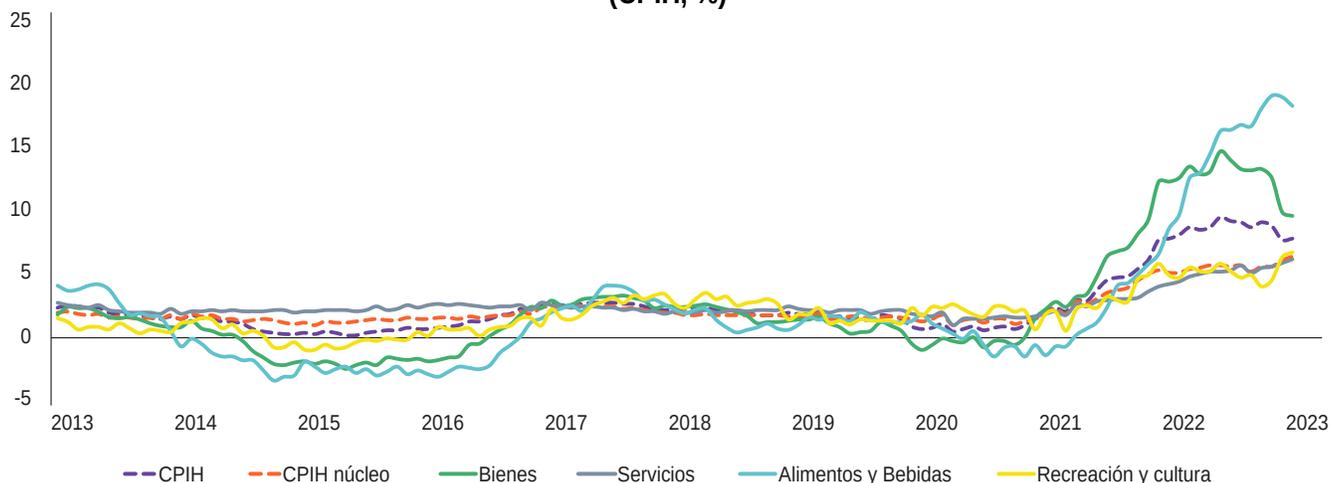
también refleja un aumento. Según se observa el gráfico 6, hubo un aumento con respecto al mes pasado y se ubicó en 7.9%. Dentro de las actividades que más contribuyeron a su incremento fueron los servicios del hogar provenientes de electricidad y gas, sumado a la comida y las bebidas no alcohólicas, además de las actividades culturales. De hecho, al analizar la gráfica, se puede observar que, para el rubro de recreación y cultura, el último dato es el más el más elevado. Dentro del Reino Unido, actividades como entradas a conciertos, eventos deportivos y de videojuegos tuvieron las mayores alzas. Además, al tomar el CPIH núcleo, este registró su dato más elevado desde 1991, situándose en 6.5%, en comparación al 6.2% que registró el mes pasado.

Con base en lo anterior, se observa el complejo escenario que vive Reino Unido, en la cual existe una demanda que se mantiene fortalecida en contraste

de una oferta que continúa siendo débil y jalona la inflación al alza. Lo anterior, principalmente, por los estímulos fiscales que se otorgaron en la pandemia y por la crisis energética derivada de la guerra entre Rusia y Ucrania. En contraste, según han establecido los analistas, la fuerza laboral económicamente activa se mantiene por debajo de los niveles prepandemia.

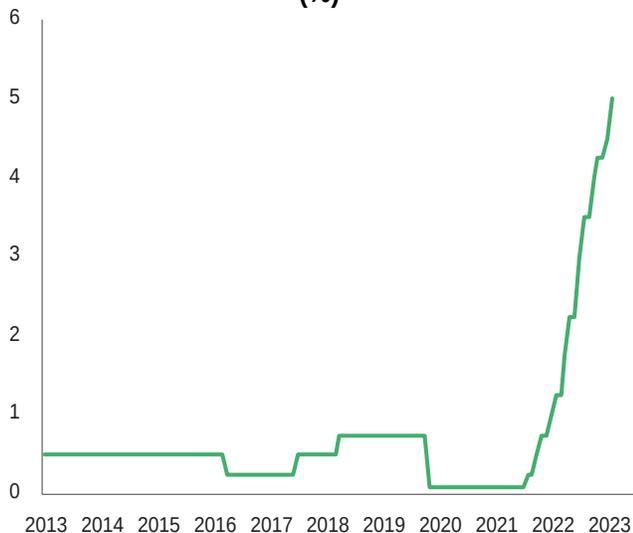
Buscando controlar esta situación y como respuesta al aumento en la inflación, el Banco de Inglaterra (BoE) ha llevado a cabo una política monetaria contractiva desde 2021 según se observa en el siguiente gráfico. A su vez, para el mes de junio tomó la decisión de continuar subiendo su tasa de interés en 50 puntos básicos, ubicándola en 5%. Además, según lo establecido por Andrew Bailey, la prioridad será devolver la inflación al 2%, por tanto, es altamente probable que continúen con un aumento en las tasas de interés. Con respecto a las expectativas del

Gráfico 6. Variación anual de los índices de precios en el Reino Unido (CPIH, %)



Fuente: elaboración ANIF con datos de la ONS.

Gráfico 7. Tasa de Interés de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco de Inglaterra.

mercado estas se sitúan en que habrá otras alzas, ubicando la tasa al finalizar el 2023 en 6%, la mayor en los últimos 20 años.

No obstante, el Reino Unido se encuentra en un dilema entre priorizar el crecimiento de la economía o el control de la inflación. Varios analistas advierten sobre las probabilidades de que la isla se enfrente a una recesión si se continúa con el incremento de las tasas de interés. La teoría monetaria establece que el alza de las tasas busca desincentivar la demanda como estrategia para controlar el aumento de precios, pero es claro que este desincentivo al consumo también repercute sobre la actividad económica y puede ralentizar el crecimiento o incluso generar una contracción sobre el producto interno bruto.

De acuerdo con lo anterior, también resulta evidente la conexión de la política monetaria con el nivel de desempleo. Si la actividad económica se desacelera, o incluso se contrae, también disminuye el número

de trabajadores requeridos y, en consecuencia, se engrosa el desempleo. Bajo esta lógica, el indicador de Sahm⁴ puede dar señales del inicio de una recesión por medio de los datos del mercado laboral, gracias a que se revelan antes que los datos del Producto Interno Bruto y de la oficialización de una recesión por parte de las autoridades correspondientes. En Reino Unido el indicador de Sahm, aunque se encuentra aún por debajo del umbral, muestra una tendencia creciente que sugiere repercusiones sobre el mercado laboral y podría anunciar una recesión en los meses próximos.

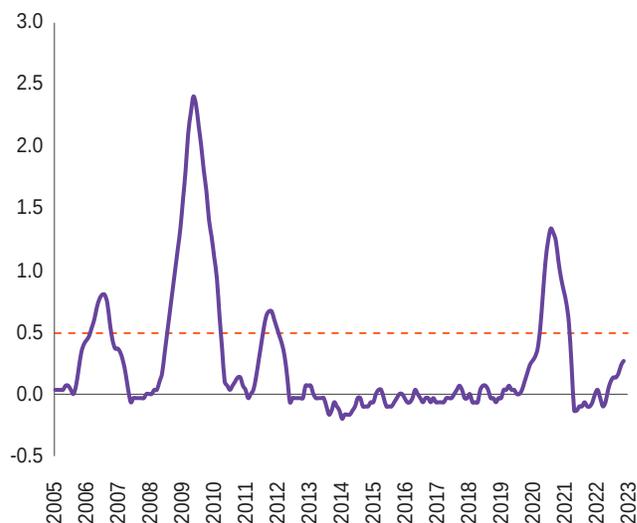
De manera complementaria, los analistas también han hecho seguimiento a la curva de rendimientos que actualmente se encuentra invertida, así como antes de la crisis del 2008. Este comportamiento en la curva de rendimientos implica que los inversionistas ven mayor incertidumbre en el corto plazo que en el largo plazo y por tanto piden una mayor compensación por bonos a 2 años que por bonos a 10 años, que además se encuentran en niveles históricos. En este sentido, aunque el aumento de tasas por parte del Banco de Inglaterra parece ser la medida correcta para el control de la rebelde inflación, las advertencias sobre impactos negativos en la economía se empiezan a poner sobre la mesa al momento de tomar decisiones sobre nuevas alzas.

Consideraciones finales

En Estados Unidos y Reino Unido aun se plantea la posibilidad de continuar con aumentos en las tasas de interés de política monetaria. En primer lugar, la inflación de los Estados Unidos ha mostrado un descenso paulatino desde junio del año pasado. Sin embargo, la velocidad del descenso es menor a la esperada, por lo que la FED anunció la posibilidad de

⁴ El indicador de Sahm sugiere señales del inicio de una recesión cuando la tasa de desempleo del trimestre móvil para el mes de referencia es 0.5pp mayor a la menor tasa de desempleo de los 12 trimestres móviles previos.

**Gráfico 8. Regla de Sahm.
indicador de recesiones
(Puntos Porcentuales, Reino Unido)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de la ONS.

**Gráfico 9. Diferencia de los rendimientos
de los bonos a 10 años y los bonos a 2 años
(Puntos Básicos, Reino Unido)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Investing.

nuevos aumentos antes del cierre de 2023, para lograr llegar al valor objetivo de 2%. Empero, algunos analistas señalan un riesgo de que estos aumentos de tasa provengan de una lectura muy optimista de las cifras del mercado laboral y acerquen a los Estados Unidos a una recesión leve.

Por otra parte, el Banco de Inglaterra se enfrenta a un dilema: la inflación núcleo ha presentado re-

sultados desalentadores pues reporta una tendencia creciente durante los últimos meses a pesar de los esfuerzos de política monetaria. Lo anterior, se combina con señales de repercusiones negativas sobre el empleo que anunciarían la llegada de una recesión. Por estos motivos las decisiones deberán ponderar qué tanta importancia se da al control de la inflación frente al crecimiento económico y la estabilidad del empleo.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.

Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.

Asistente de Investigación
María Camila Oliveros M.

INDICADORES ECONÓMICOS

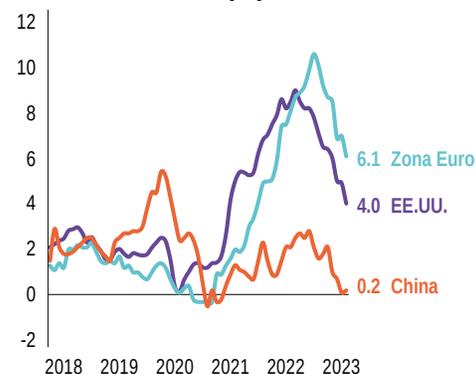
		VARIACIÓN			
		ÚLTIMO PRECIO	Mensual	Trimestral	Anual
MERCADO BURSÁTIL					
1.	S&P 500	US\$ 4.391.9	4.4	9.0	15.0
2.	Dow Jones Industrial Average	US\$ 34.065.8	3.1	4.1	9.8
3.	NASDAQ	US\$ 13.612.2	4.6	14.1	21.8
4.	NYSE	US\$ 15.677.2	4.6	3.7	7.4
5.	Stoxx Europe 600	EU€ 456.6	0.0	1.4	10.4
6.	FTSE 100	GB£ 7.476.4	-0.6	-1.2	2.2
7.	DAX	EU€ 15.936.1	0.2	4.0	22.6
8.	CAC40	EU€ 7.318.2	1.5	1.8	21.3
9.	Nikkei 225	JP¥ 33.234.1	6.1	19.2	24.0
10.	Hang Seng	HK\$ 18.934.4	1.8	-6.2	-13.9
11.	Nifty 50	IN₹ 18.972.1	1.8	11.9	19.7
12.	Bovespa	BR\$ 117.990.9	8.3	15.9	18.4
COMMODITIES (US\$)					
13.	Brent	73.8	0.3	-5.8	-36.5
14.	Oro	1.920.6	-1.9	-2.3	5.9
CRIPTO (US\$)					
15.	Bitcoin	30.514	10	8	52
16.	Ethereum	1.853	-3	3	69
FOREX					
17.	USD/COP	4.186.97	-5.62	-10.12	1.95
18.	EUR/USD	1.09	1.69	0.45	3.47
19.	GBP/USD	1.26	2.14	2.30	3.48
20.	USD/JPY	144.65	2.99	10.38	6.32
21.	USD/CHF	0.90	-0.75	-2.46	-6.16
22.	USD/CNY	7.25	2.53	5.50	8.11
BONOS DEL TESORO DE EE.UU.					
23.	13 semanas	5.18	0.62	11.77	203.52
24.	5 años	4.12	7.66	12.08	30.72
25.	10 años	3.83	3.57	7.46	23.89
26.	30 años	3.90	-0.18	3.12	21.30

Fuente: elaboración ANIF con base en WSJ & Yahoo Finance.

BANCO CENTRAL	ÚLTIMA DECISIÓN	TASA (%)	PRÓXIMA REUNIÓN
Reserva Federal de Estados Unidos	=	5,00	25 de julio
Banco Central Europeo	+25	3,75	27 de julio
Banco de Japón	=	-0,1	27 de julio
Banco Popular de China	-10	3,55	20 de julio
Banco de Inglaterra	+50	5,00	3 de agosto

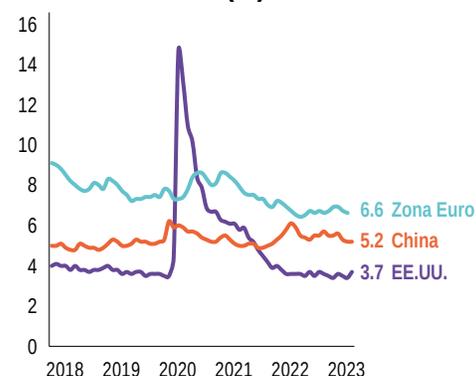
Fuente: elaboración ANIF con base en FED, ECB, BoJ, BoE y FXStreet.

Inflación anual (%)



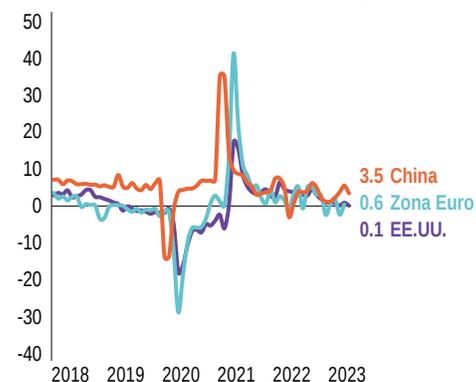
Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y FRED St.Louis.

Tasa de Desempleo (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y NBSC.

Índice de Producción Industrial (% variación anual)



Fuentes: elaboración ANIF con base en FRED St.Louis, Eurostat e Investing.