

COMENTARIO ECONÓMICO DEL DÍA

Junio 17 de 2022

Página
1

Nº 4

Informe ANIF de la economía global

En lo corrido del año la economía global se ha enfrentado a diversos obstáculos, ya sea por cuestiones económicas o acontecimientos políticos con repercusiones importantes sobre los mercados internacionales. Parece que este año la economía no deja de dar de que hablar, pues choque tras choque sacuden las perspectivas de los analistas, cuya caja de herramientas ya se está quedando corta para explicar los inusuales sucesos que han acontecido en 2022.

En nuestro *Informe ANIF de la economía global* continuamos con nuestro cubrimiento de los hechos más importantes en la economía mundial. En esta edición nos trasladamos al hemisferio occidental para traerles dos reportes: Estados Unidos y Bolivia. En Estados Unidos parece que la fuerte recuperación del año pasado quedó en el olvido. El mercado de capitales estadounidense está plagado de bolsas rojas e índices en caída libre. El incremento en precios y la incertidumbre frente a las decisiones de la Reserva Federal han llevado al mercado a una nueva ola de pesimismo que pone en duda el estado de la economía en el

futuro próximo. Por otra parte, en Bolivia se presenta una situación atípica para la economía mundial actual. Mientras economistas alrededor del mundo se preocupan por incrementos en los precios, en el país andino el banco central dirige una política monetaria expansiva en búsqueda de incentivar aún más la demanda. Cuestionadas políticas han logrado contener la inflación en medio del crecimiento generalizado de precios a nivel mundial. Sin embargo, el proteccionismo y el desgaste de las reservas internacionales puede resultar contraproducente en el largo plazo.



Mercado de capitales en caída libre

Estados Unidos fue uno de los países más golpeados por la pandemia del COVID-19. El país norteamericano registró alrededor de 85 millones de infectados y más de un millón de defunciones a

Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en www.avillas.com.co / Banca Empresarial

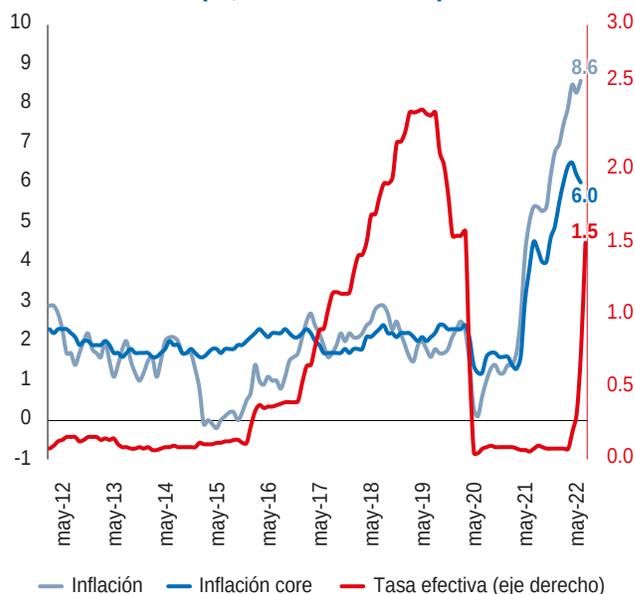
raíz de complicaciones por la enfermedad. La economía no fue inmune al choque, registrando algunos de los peores indicadores en materia de producción y empleo en la historia del país. Sin embargo, durante el segundo semestre de 2020 y en 2021, particularmente durante el primer semestre, la economía se recuperó rápidamente logrando alcanzar niveles superiores a los registrados incluso antes de la pandemia.

A medida que los problemas sanitarios cedían con la vacunación masiva, la economía se recuperaba a partir de estímulos importantes del Gobierno Federal y una política monetaria expansiva que buscaba facilitar el crédito a los negocios. El Gobierno inyectó más de US\$2 billones a la economía y la Reserva Federal mantuvo sus tasas en 0% hasta hace poco. Si bien políticas tan agresivas usualmente son vistas como peligrosas por la economía tradicional por sus efectos sobre los precios, la fortaleza histórica del dólar y su uso a nivel mundial como divisa de reserva hacía que el beneficio de una recuperación rápida sobrepasará los costos de una inflación elevada en el corto plazo.

El año pasado evidenció la simbiosis de ambos resultados. La economía alcanzó niveles importantes de crecimiento, registrando una expansión anual de 5.7%, la más alta desde 1984. Por otro lado, ya se veía un efecto importante de las políticas sobre la inflación, que en diciembre de 2021 alcanzó el 7%. Miembros de la Casa Blanca se mostraban, al menos públicamente, poco preocupados por la elevada cifra, argumentando que era un efecto transitorio de la reactivación. Sin embargo, la campaña militar rusa en Ucrania disruptió los mercados internacionales y arrojó todos los pronósticos por la borda, incluidos los de las autoridades fiscales y monetarias en Estados Unidos.

Las sanciones económicas establecidas por países occidentales, liderados por Estados Unidos, interrumpieron los flujos usuales de materias primas, lo que se vio reflejado en los precios del petróleo y el gas natural. Teniendo en cuenta la importancia de los recursos

Gráfico 1. Inflación en Estados Unidos (%), variación anual



Fuente: elaboración ANIF con datos del Bureau of Labor Statistics (BLS).

naturales para la generación de energía y su uso en la cadena de producción de otros bienes, la crisis en Ucrania se tradujo a una fuerte presión inflacionaria a nivel mundial. En el caso de Estados Unidos, el aumento en los precios de los *commodities* significó un empujón adicional a la inflación, que en mayo de este año alcanzó una cifra histórica de 8.6%.

Teniendo en cuenta el registro inflacionario de los últimos meses, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED, por sus siglas en inglés) lleva un par de meses anunciando incrementos en su tasa de interés de fondos federales, que es la principal herramienta de la autoridad monetaria para corregir el ciclo económico. La estrategia de la FED es conocida por economistas como *forward guidance* y consiste en anunciar futuros movimientos de tasas para manipular las expectativas del mercado. Desde inicios de este año se viene implementando la política monetaria no convencional, que hasta ahora no ha teni-

do efectos sobre los precios pero sí sobre la incertidumbre de los inversionistas. Como mencionamos en nuestro Informe No. 2, los inversionistas dan por descontado movimientos en la tasa de interés antes de las reuniones oficiales a partir de los anuncios de los miembros del Comité del Mercado Abierto de la FED (FOMC, por sus siglas en inglés) y cambian sus decisiones de inversión a partir de los mismos. También se debe mencionar los movimientos que sí ha realizado la FED, pues en lo corrido del año la tasa ha subido en 150pb, siendo el incremento de esta semana de 75pb el más reciente y el más grande hasta el momento.

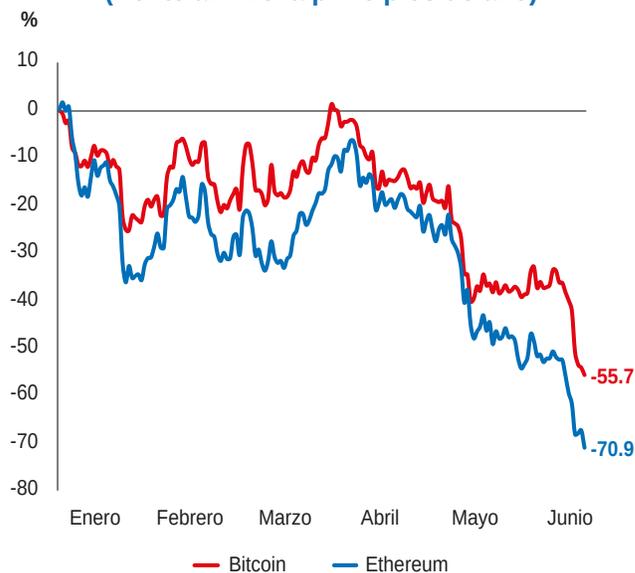
Los movimientos en la tasa de interés no han sido otra cosa que traumáticos para el mercado de capitales, que se desploma ante la incertidumbre que genera las declaraciones ambiguas de los miembros del FOMC y la especulación en medios de analistas. Al analizar los retornos en el mercado variable observamos un efecto importante de la incertidumbre económica.

Gráfico 2. Retorno de los principales índices accionarios (frente al nivel a principios de año)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Wall Street Journal (WSJ).

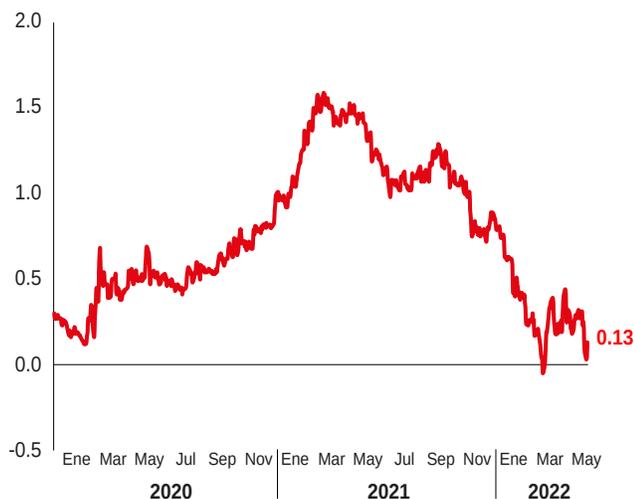
Gráfico 3. Retorno de los principales criptoactivos (frente al nivel a principios de año)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Wall Street Journal (WSJ).

A medida que la inflación no cede y la FED anuncia nuevos incrementos de sus tasas en el futuro los precios de las acciones se desploman por el costo de oportunidad que representa invertir en los mismos. Una mayor tasa de la Reserva Federal significa un mayor retorno en los activos libre de riesgo, por lo que el exceso de retorno de la renta variable disminuye. Por ese motivo se ve una sustitución entre la renta variable y la renta fija, es decir los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos. También se debe destacar el riesgo de invertir en acciones y criptoactivos por la coyuntura actual. Se teme que el rápido ajuste en las tasas de la FED lleve a la economía estadounidense a una recesión. De hecho, el modelo de Bloomberg arroja una probabilidad superior al 75% de una recesión para el primer trimestre de 2024. Bajo ese escenario y teniendo en cuenta la inestabilidad política mundial a raíz de la crisis en Ucrania, la renta fija resulta la inversión más atractiva para quienes desean asegurarse ante cualquier eventualidad.

Gráfico 4. Curva de rendimientos (diferencia entre los retornos de bonos con madurez a 10 y 2 años)



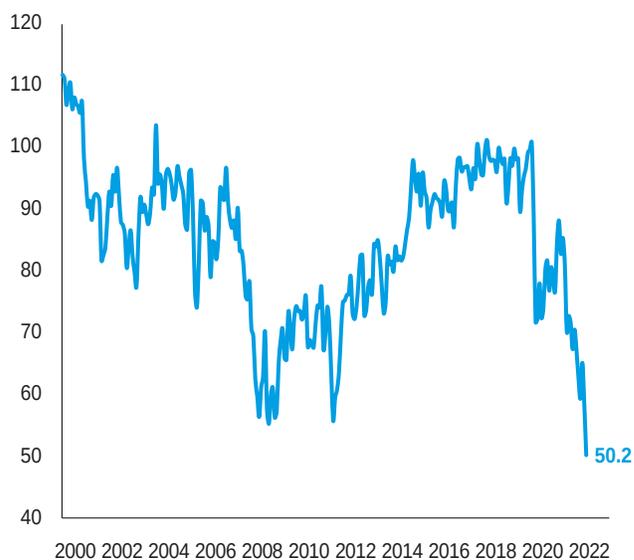
Fuente: elaboración ANIF con datos del *Federal Reserve Economic Data* (FRED).

La curva de rendimientos también da indicios de una recesión. Recordemos que la curva se construye a partir de la diferencia en retornos de bonos con madurez a 10 y 2 años. Usualmente la curva toma una pendiente positiva, que en el gráfico se ve como un valor positivo, debido a que un bono a mayor plazo incurre en mayores riesgos por el término del contrato. Sin embargo, se han visto ocasiones en las que la curva toma pendiente negativa, es decir que un bono de 2 años tiene retornos más altos que uno de 10 años. Lo anterior se puede dar porque los inversionistas ven mayor inestabilidad en el corto que en el largo plazo. De hecho, en Estados Unidos todas las crisis económicas han estado precedidas por una curva invertida. Si bien la relación no es causal, una curva invertida da señales sobre el estado actual de la economía y los pronósticos de los inversionistas. En el gráfico se observa como durante los últimos meses la diferencia entre el retorno de los bonos a ambos plazos se ha ido reduciendo, que refleja el mayor riesgo que se percibe en el corto plazo.

El pesimismo y los malos resultados del mercado de capitales se extiende a la visión de los hogares sobre la economía. El Índice de confianza al consumidor de la Universidad de Michigan registra niveles históricamente bajos. El nivel actual del Índice es incluso menor al registrado durante la Gran Recesión de hace quince años.

A medida que los precios sigan aumentando y el mercado de capitales continúe en rojo, los hogares estadounidenses se enfrentan a un escenario alarmante. Una recesión en Estados Unidos significaría un duro choque a la economía global por el protagonismo del país en el entorno político y económico. Tanto el Gobierno como la Reserva Federal se enfrentan a un dilema técnico muy profundo: ¿se debe evitar la crisis o proteger la moneda? El accionar de las autoridades frente a ese dilema marcará la economía estadounidense durante los próximos años de la misma manera en que la crisis financiera marcó la década pasada.

Gráfico 5. Confianza del consumidor (Índice de la Universidad de Michigan)



Fuente: elaboración ANIF con datos del *Federal Reserve Economic Data* (FRED).



El lamento boliviano: una inflación baja muy costosa

La economía del mundo entero ha visto un aumento de precios generalizado, como consecuencia de múltiples factores tales como: la crisis en la cadena de suministros local, la guerra entre Rusia y Ucrania y los estímulos al consumo otorgados por los distintos gobiernos.

En América Latina el efecto inflacionario ha sido particularmente fuerte al concentrarse en el aumento de los precios de la energía y, en especial, en el incremento del valor de los alimentos. Como resultado, las medidas para combatir la pobreza resultan más complejas y los hogares de menores ingresos son, justamente, los que reciben el mayor impacto por el incremento en el costo de vida.

Sin embargo, en América del Sur sobre los Andes Centrales emerge un país que ha logrado mantener niveles muy bajos de inflación: Bolivia (ver gráfico 6).

Al cierre de 2021 la inflación de Bolivia fue tan solo del 0.9%, considerablemente inferior al 11.6% que promedió América Latina y el Caribe¹. Para mayo de 2022 Bolivia registró una variación interanual del índice de precios del consumidor del 1.41% (ver gráfico 7) que contrasta con las cifras del resto de países de la región. Mientras la mayoría de los países del continente ha sacado su arsenal de política monetaria para combatir el enemigo común, sin mucho éxito aún, dado el rezago normal que tienen los efectos de las políticas monetarias contraccionistas sobre la inflación, Bolivia ha logrado mantener los precios considerablemente estables.

Con lo anterior en mente, surge la pregunta sobre si la estrategia de Bolivia podría convertirse en un ejemplo a seguir en el resto del continente. Empero, existe un buen número de cuestionamientos sobre la sostenibilidad e idoneidad de la receta.

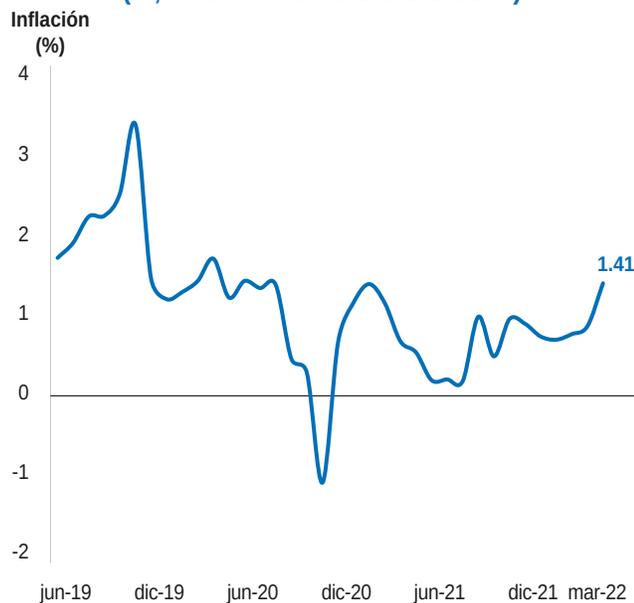
¹ IMF. (2022). World Economic Outlook: war sets back the global recovery.

Gráfico 6. Inflación total en países de América Latina (% variación interanual del IPC)



Fuente: cálculos ANIF con datos del Banco Mundial.

**Gráfico 7. Inflación Bolivia
(%, variación interanual del IPC)**

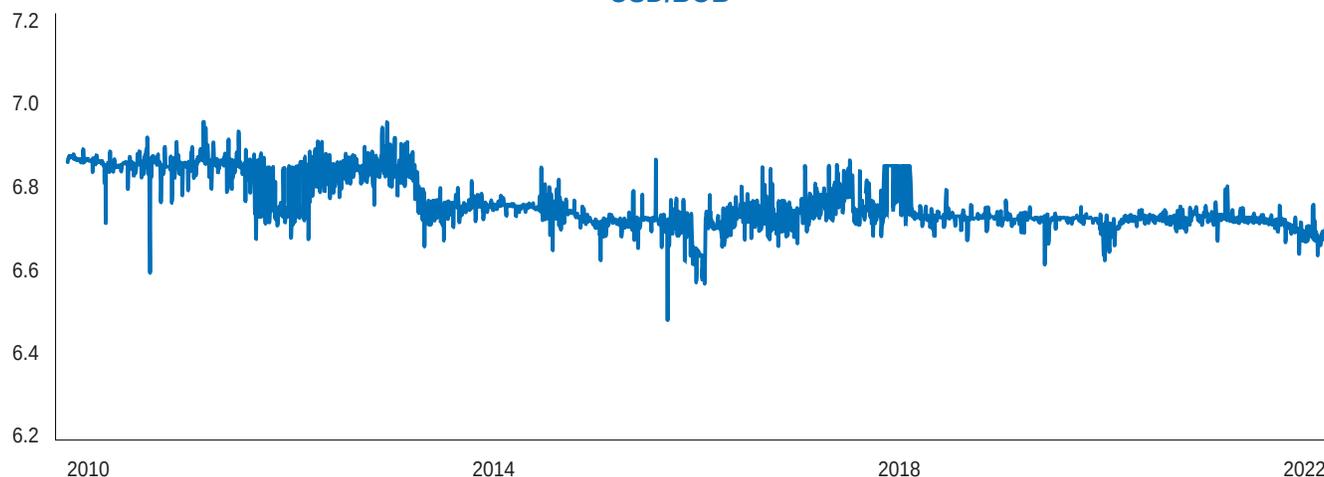


Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Central de Bolivia.

En primer lugar, a diferencia de la mayoría de sus países vecinos, desde hace más de 10 años, cuando el país era dirigido por Evo Morales, se estableció un tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense (ver gráfica 8). Algo común en aquellas economías latinas que buscaron implantar un tipo de cambio fijo fueron los mecanismos de control de cambio, con marcadas divergencias entre el tipo de cambio oficial y el verdadero precio del dólar en las calles. En contraste, los bolivianos pueden vender y comprar dólares libremente, ya que el gobierno sostiene el tipo de cambio por medio de inyecciones de sus reservas en el mercado de dólares.

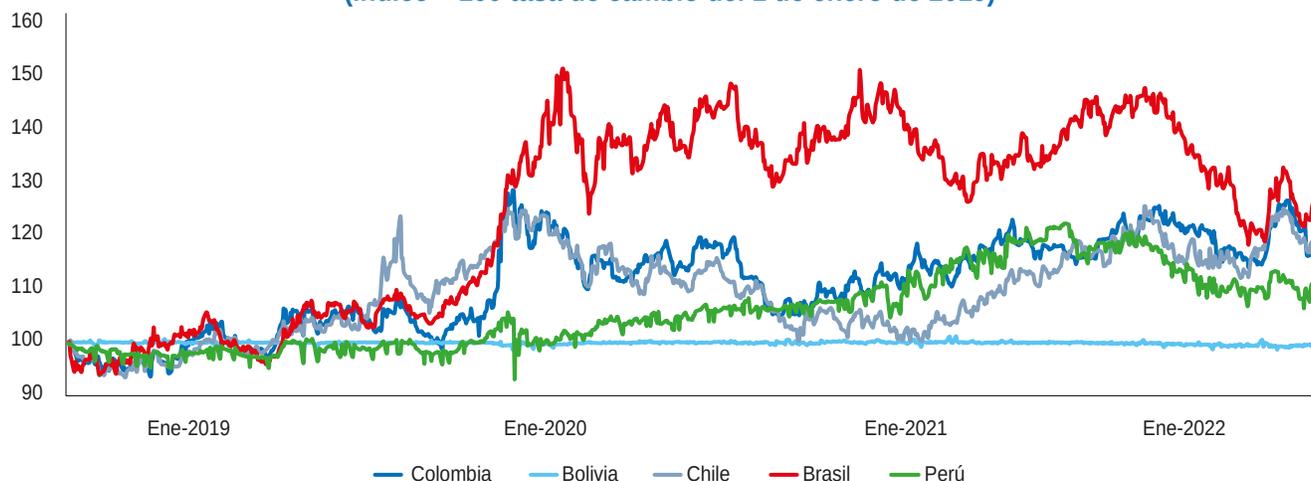
Como resultado, mientras muchas economías han visto un encarecimiento importante en el precio de los insumos y los productos importados, como consecuencia de fuertes depreciaciones en las monedas locales, Bolivia ha logrado dar una mayor estabilidad a los precios. El gobierno de Luis Arce ha mantenido las políticas de Evo Morales para robustecer el boliviano (moneda del país), con lo que se logra relativa

**Gráfico 8. Tasa de cambio
USD/BOB**



Fuente: elaboración ANIF con datos de yahoo finance.

Gráfico 9. Índice de tasas de cambio
(Índice = 100 tasa de cambio del 1 de enero de 2019)



Fuente: cálculos ANIF con datos de yahoo finance.

fortaleza frente a las monedas vecinas y se reduce el costo de importar mercancías.

En segundo lugar, el gobierno boliviano atribuye también el éxito en el control de la inflación a un aumento relevante de la producción agropecuaria nacional. Para garantizar el cumplimiento de este objetivo el gobierno implementó una serie de subsidios, de impulsos a la producción local y de restricciones a las exportaciones.

Por medio de una compañía estatal bajo el nombre de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (Emapa) el gobierno boliviano busca contar con seguridad y soberanía alimentaria en el país. La Emapa impulsa la producción de arroz, trigo y maíz, en trabajo conjunto con pequeños y medianos productores a nivel nacional, por medio de la provisión de insumos sin garantías hipotecarias ni interés y la provisión gratuita de asistencia técnica y de capacitaciones².

² <https://www.emapa.gob.bo/acerca-de.html>

Junto a la Emapa, Bolivia cuenta con un Fondo Rotatorio de Seguridad Alimentaria que importa alimentos con cargo a las cuentas públicas y los distribuye en el mercado para mantener los precios bajos.

Pero la estocada final a la inflación de los alimentos proviene de la implementación de los certificados de exportación. Si el abastecimiento de un producto no garantiza un precio que las autoridades bolivianas consideren justo, estas pueden negar el certificado, para así incrementar la oferta interna y controlar las presiones inflacionarias.

Por otra parte, en el frente de los precios de la gasolina, que está por las nubes en el resto del mundo, el monopolio estatal que distribuye la gasolina en Bolivia ha absorbido totalmente el impacto y no ha alterado su precio subsidiado. Como resultado, el costo del transporte de alimentos a nivel nacional y los precios de la energía tampoco han fluctuado mucho.

Empero, los niveles tan bajos de inflación no parecen eternos. El FMI pronostica que Bolivia cerrará el 2022 con una inflación del 4.2% en su variación interanual. Si bien es cierto que la estrategia del país le ha permitido tener menor vulnerabilidad frente a las volatilidades externas y también es verdad que el 4.2% continúa siendo un nivel bajo de inflación en comparación con la región, hay serios temores sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas bolivianas.

Así mismo, una inflación muy baja también puede ser una mala noticia. La inflación baja suele reflejar una demanda agregada menor a la deseada y, en consecuencia, puede tener implicaciones negativas en el nivel de empleo, pues una economía donde hay poca demanda no requiere de mayor oferta y por tanto no necesita de una generación masiva de nuevos puestos de trabajo.

En contravía con los demás países de la región, la política monetaria del Banco Central de Bolivia ha sido expansiva, principalmente por medio de la inyección de recursos a la economía a través de instrumentos no convencionales (por lo que se refleja una

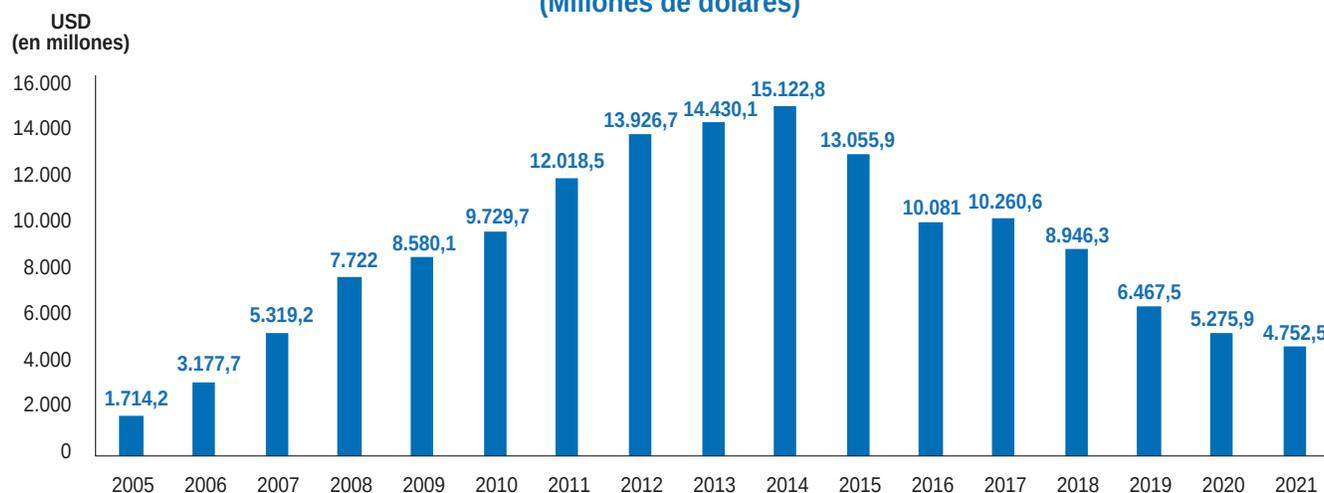
trampa de liquidez). Es evidente el deseo de la autoridad monetaria y cambiaria del país de incrementar la demanda interna para generar un incremento en el nivel de precios³, pero es pertinente recordar que una nación no puede contar al mismo tiempo con un tipo de cambio fijo, libertad de movilidad de capitales y autonomía en la política monetaria.

Además, se requiere de un amplio colchón de recursos para poder sostener las políticas implementadas durante la emergencia sanitaria y el tipo de cambio fijo. Para el cierre de 2022 el Banco Mundial pronostica que la deuda pública boliviana será mayor al 80% del PIB, cifra que es más de 10 puntos porcentuales superior al promedio que se pronostica para América Latina y el Caribe al cierre de 2022⁴. Además, aunque el *Boom* de los *Commodities* le permitió al país acumular un buen número de reservas hasta 2015, se ha visto un posterior descenso continuo a niveles que llegan a preocupar a varios expertos (Ver gráfico 10).

³ BCB. (2022). Informe de Política Monetaria: enero 2022.

⁴ Banco Mundial. (2022). Informe Semestral de la Región de América Latina y el Caribe.

Gráfico 10. Reservas Internacionales Netas (Millones de dólares)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Central de Bolivia.

Adicionalmente, la política de tipo de cambio fijo puede tener efectos no deseados en la economía: fortalecer mucho la moneda local puede resultar en una baja competitividad de las exportaciones y en un abaratamiento relativo de las importaciones que va en contravía con el objetivo de incentivar la producción local.

De acuerdo con el Banco Mundial, la alta deuda pública boliviana, la modesta cantidad de reservas internacionales y el limitado rol que juegan los privados en el país pueden restringir los esfuerzos de impulsar la economía⁵.

Finalmente, la literatura sobre la restricción de las exportaciones es ambigua. Aunque en algunos países parece haber ayudado a controlar la inflación y la seguridad alimentaria en el corto plazo, en otros lugares los efectos resultaron nulos y representaron costos altos. En algunos otros casos, incluso, el proteccionismo comercial podría desencadenar la inflación alimentaria y, por lo tanto, agravar la inseguridad

alimentaria⁶. Adicionalmente, la restricción de exportaciones implica fuertes distorsiones en la oferta mundial de alimentos y resulta en una estrategia pobre para combatir el hambre mundial. Para muchos expertos existen mejores formas de garantizar la seguridad alimentaria⁷. Quienes hacen las políticas, deberían abstenerse de aplicar ideas tan distorsionantes como lo son: los controles de precios, los subsidios (como los que se aplican a los combustibles) y las restricciones a la exportación, ya que podrían ser remedios incluso peores que la enfermedad^{8 9}.

⁵ Banco Mundial. (2022). The World Bank in Bolivia: Overview.

⁶ Erokhin, V., & Gao, T. (2020). Impacts of COVID-19 on Trade and Economic Aspects of Food Security: Evidence from 45 Developing Countries. International Journal of Environmental Research and Public Health.

⁷ Hendrix, C. (2020). Wrong tools, wrong time: Food exports bans in the time of Covid-19. Peterson Institute for International Economics.

⁸ Banco Mundial. (2022). Stagnation Risk Rises Amid Sharp Slowdown in Growth.

⁹ Banco Mundial. (2022). Global Economic Prospects: June 2022.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Daniela Escobar L.

Investigadores

Camila Ciurlo A.
Daniel Escobar A.
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.

Camilo Solano C.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
Samuel Malkún M.
Lina Ramírez V.

INDICADORES ECONÓMICOS

		VARIACIÓN				
		ÚLTIMO PRECIO	Quincenal	Mensual	Trimestral	Anual
MERCADO BURSÁTIL						
1.	S&P 500	US\$ 3.669	-10.7	-6.0	-17.8	-13.1
2.	Dow Jones Industrial Average	US\$ 29.867	-9.2	-4.5	-13.6	-11.7
3.	NASDAQ	US\$ 10.766	-10.4	-5.2	-22.2	-24.0
4.	NYSE	US\$ 14.068	-10.9	-6.7	-15.3	-14.3
5.	Stoxx Europe 600	EU€ 403	-8.1	-6.5	-11.3	-12.2
6.	FTSE 100	GB£ 7.016	-6.9	-5.1	-5.7	-1.9
7.	DAX	EU€ 13.126	-8.5	-6.1	-8.4	-16.5
8.	CAC40	EU€ 5.883	-8.4	-6.4	-10.6	-11.8
9.	Nikkei 225	JP¥ 25.963	-6.5	-2.9	-4.6	-10.5
10.	Shanghai	CH¥ 3.317	3.8	5.4	1.9	-5.9
11.	Hang Seng	HK\$ 21.075	0.0	1.7	-0.7	-26.2
12.	Nifty 50	IN₹ 15.294	-7.8	-6.0	-10.7	-2.5
13.	Bovespa	BR\$ 98.932	-11.0	-8.8	-14.8	-22.7
COMMODITIES (US\$)						
14.	Bloomberg Commodity Index	128	-4.7	-2.3	1.5	41.6
15.	WTI	111	-6.9	-2.3	-1.3	55.8
16.	Brent	114	-4.9	1.2	-1.5	55.8
17.	Oro	1.843	-0.1	0.1	-4.4	3.9
FOREX						
18.	EUR/USD	1.05	-2.6	-1.0	-5.2	-12.1
19.	GBP/USD	1.22	-3.0	-2.1	-7.3	-12.5
20.	USD/JPY	135.03	3.9	5.6	13.2	22.4
21.	USD/CHF	0.97	1.5	-0.1	4.1	5.9
22.	USD/CNY	6.72	0.9	0.1	5.6	4.2
BONOS DEL TESORO DE EE.UU.						
23.	13 semanas	1.51	32.9	54.2	231.4	5.285.7
24.	5 años	3.32	12.5	18.3	41.8	274.6
25.	10 años	3.21	8.6	15.2	38.7	121.4
26.	30 años	3.25	4.5	8.6	28.4	60.5

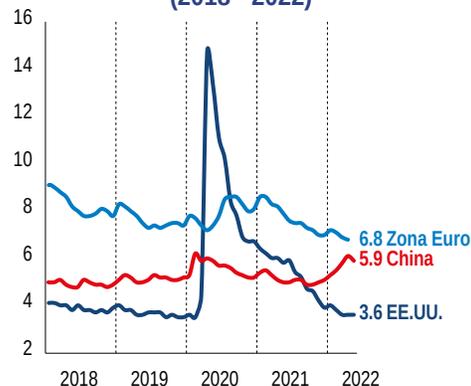
Fuente: elaboración ANIF con base en WSJ & Yahoo Finance.

BANCO CENTRAL	ÚLTIMA DECISIÓN	TASA (%)	PRÓXIMA REUNIÓN
Reserva Federal de Estados Unidos	+75pb	1.5-1.75	26 de julio
Banco Central Europeo	=	0.0	21 de julio
Banco de Japón	=	-0.1	20 de julio
Banco Popular de China	=	3.7	20 de junio
Banco de Inglaterra	+25pb	1.25	4 de agosto

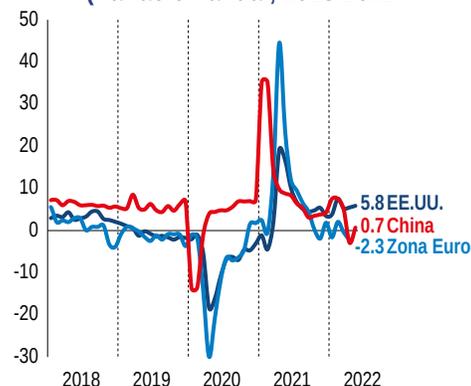
Fuente: elaboración ANIF con base en FED, ECB, BoJ, BoE y FXStreet.

Inflación anual (2018 - 2022)


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

Tasa de Desempleo (2018 - 2022)


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

Índice de Producción Industrial (Variación anual, 2018-2022)


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