

Economía ¿Estanflación?: un rumbo incierto



economistas
Consejo General

SERVICIO DE ESTUDIOS

píldoras

14 Julio 2022

Las alarmas están encendidas. Todas las novedades que se han ido sucediendo en la situación económica recientemente parecen conducirnos a un escenario peor que el actual. La necesaria subida de tipos de interés que se ha producido en las principales economías del mundo en conjunción con factores como el fuerte endeudamiento de determinados países, la posible sobrevaloración de activos reales y financieros o la situación de China y en Ucrania suponen una mezcla que, según algunos analistas, nos pueden llevar hacia la estanflación, aunque otros creen ver solo una ralentización del crecimiento económico.

Dos términos clave

Estanflación: tiene origen en el Parlamento británico, cuando el ministro de finanzas Ian McLeod lo introdujo para hacer alusión a la situación económica que se vivía en aquel momento. En 1965 persistían tasas de inflación elevadas y estancamiento económico. La convivencia de ambos fenómenos hace que sea difícil aplicar medias de política económica que los solucionen al tiempo. Los instrumentos

convencionales sirven para solucionar una u otra situación de manera aislada, pero no conjuntamente: si se aplican medidas para fomentar el crecimiento se provoca inflación, y viceversa.

Recesión: decrecimiento de la economía en términos de PIB que se sostiene durante más de dos trimestres consecutivos.


¿Cuándo hemos sufrido estanflación en España?

El principal referente con el que se cuenta en España está en la década de los 70. En estos años, concretamente en 1977, la inflación rondaba el 26% y los tipos de interés el 22%. Existía también un shock de oferta en cuanto a materias primas, especialmente con el petróleo.

Las recesiones, en sentido estricto, sí han sido más frecuentes. Dentro de la época contemporánea encontraríamos las producidas en los años 1992 y 1993 y la del periodo de 2008 a 2013.

¿Qué está ocurriendo ahora en el mundo? ¿Ocurre lo mismo en España?

Existen varios indicadores que nos pueden dar pistas sobre lo que va a suceder. Ser capaces de predecir una recesión, o su intensidad, duración y efectos con mayor concreción se antoja difícil, más aún si existe una elevada incertidumbre política a nivel mundial.

Aquellas opiniones que auguran con cierta seguridad  anclamiento de la economía combinado con inflación elevada sostienen que, **EN LO QUE RESPECTA A LA INFLACIÓN**, todas las subidas de tipos y reducciones de balance de los bancos centrales sin duda ayudarán a contener el aumento de precios. Sin embargo, esto se puede matizar:

- **Todas estas medidas restrictivas desde el punto de vista monetario no tendrán efectos inmediatos.** Necesitarán de un cierto tiempo para que comiencen a notarse los mismos de forma agregada sobre la economía. Además, deberemos reevaluar la eficacia de los mecanismos de transmisión de estas políticas, los cuales han podido sufrir alteraciones y distorsiones después de un periodo tan extenso de política monetaria atípica.

- **El problema en torno a los precios, aunque en parte se explica por un exceso de liquidez en el sistema, no solo se reduce a este factor.** Los ajustes por el lado de la demanda (política monetaria), aunque contribuirán positivamente a reducirla, previsiblemente no serán suficientes. Esta inflación actual tiene un componente de oferta importante, lo cual se presenta como una variable exógena ante la que existe menos margen de actuación, incrementando la incertidumbre.

Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo, avisaba en abril que el fenómeno inflacionario es diferente en Estados Unidos y en Europa. En EE.UU. se identifica una inflación más desarrollada por factores de demanda, lo cual da pie a una política monetaria restrictiva más severa en los próximos meses. En Europa, sin embargo, la inflación ha tenido mayor explicación por factores restrictivos en la oferta y ha conllevado el desarrollo de políticas monetarias menos duras que en EE.UU. Sin embargo, el aumento de la inflación subyacente tanto en España como en toda la UE empieza a poner en duda este mensaje.

Economía ¿Estanflación?: un rumbo incierto



economistas
Consejo General

SERVICIO DE ESTUDIOS

EN CUANTO A LOS RIESGOS DE RECESIÓN/ESTANCAMIENTO:

- Nos encontramos, en términos globales, en un entorno donde **el crecimiento económico pronosticado meses atrás ha ido palideciendo continuamente a consecuencia, sobre todo, de añadir a las tensiones habituales los problemas de oferta** que se iban sucediendo (guerra en Ucrania y situación en China con efectos en los mercados de las materias primas).

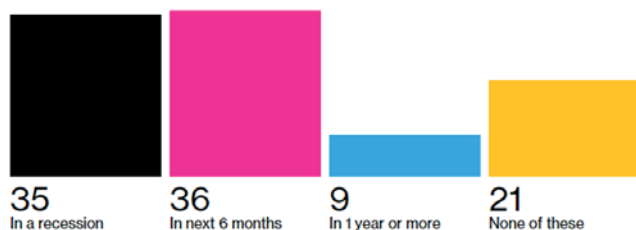
- **Las medidas destinadas a reducir la inflación están estrechamente relacionadas con la actividad económica en sentido inverso.** Al restringir el crédito y la liquidez en el sistema, la actividad económica en su conjunto se enfría. Así, se consigue reducir los precios, pero a costa de ralentizar la economía. Cuando estas medidas se adoptan en un momento en el que se dan tasas de crecimiento económico suaves como las que tienen lugar en la Eurozona y en España, o incluso negativas, como ha ocurrido en el último trimestre en Estados Unidos, los riesgos de recesión se incrementan.

UNA FOTO RÁPIDA A ESTADOS UNIDOS

EE. UU. aparece como una de las principales economías con riesgo de recesión/estanflación inminente. Para tratar de confirmar estas expectativas, hemos observado los siguientes datos:

Recession ODDS

More than 70% of adults believe the US will be in a recession by year end

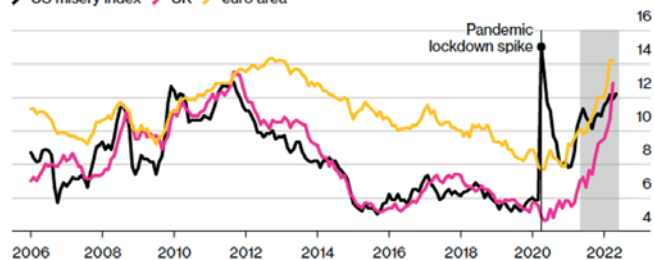


Source: CivicScience
Note: Poll of 2,581 US adults from June 24-26. Margin of error: +/- 3%

Feeling Miserable

For many, it's already starting to feel like a recession

US misery index UK euro area



Source: Bloomberg Economics

Por un lado, en estas gráficas, obtenemos información respecto a las expectativas y sensaciones de los estadounidenses. En el primer gráfico se recoge la opinión de la población estadounidense respecto a las probabilidades de que una recesión tenga lugar en Estados Unidos. Vemos cómo más del 70% de los encuestados estaría descartando este escenario para finales del presente año. Adicionalmente, más relacionado con la percepción de la calidad de vida, vemos cómo ya no solo en EE. UU., sino en economías como la europea o la británica, la percepción de la calidad de vida disminuye sustancialmente.

Siguiendo con indicadores de tipo económico:

Estados Unidos

	2022 enero	2022 febrero	2022 marzo	2022 abril	2022 mayo	2022 junio
PMI Manufacturero (puntos)	55,5	57,3	58,8	59,2	57	52,7
Atlanta Wage Tracker (evolución mensual de la media móvil de 3 meses por salario/hora)	5,80%	6,50%	6,60%	6,60%	6,60%	
Inflación (tasa interanual)	7,48%	7,87%	8,54%	8,26%	8,58%	
Inflación Subyacente (tasa interanual)	6%	6,40%	6,50%	6,20%	6%	

Por un lado, encontramos cómo **el indicador PMI manufacturero disminuye considerablemente en el mes de junio.** Este indicador es conocido por tener carácter adelantado respecto al PIB, además de una fuerte correlación con el mismo.

El *Wage Growth Tracker* es un índice que elabora la FED de Atlanta a partir de los datos de la CPS (*Current Population Survey*). Observamos cómo en estos primeros meses del año, **los salarios han aumentado mensualmente a ritmos elevados, próximos al 6%**, lo cual evidencia las tensiones del mercado laboral estadounidense, la filtración de los altos precios hacia los salarios y la profundidad de los efectos de segunda ronda en la economía americana.

La causa principal son los niveles de inflación, que en el caso de EE. UU. se encuentran en torno al 8% **en** más relevante aún, son sus tasas de inflación subyacente de **cerca del 75% del índice general**, lo cual, al igual que la subida de los salarios, demuestra la profundidad de los efectos de segunda ronda y el anclaje de la inflación en la economía.

Por último, aunque no menos importante, EE. UU. registró **en el primer trimestre de 2022 un crecimiento negativo de -0,2% en su PIB.**

Como señales alentadoras podemos identificar el descenso del precio de las materias primas, incluidos los combustibles –con excepción del gas–. Sin embargo, esta evolución también podría ser indicio de ralentización económica y no un reajuste del precio por el lado de la oferta.

Economía ¿Estanflación?: un rumbo incierto



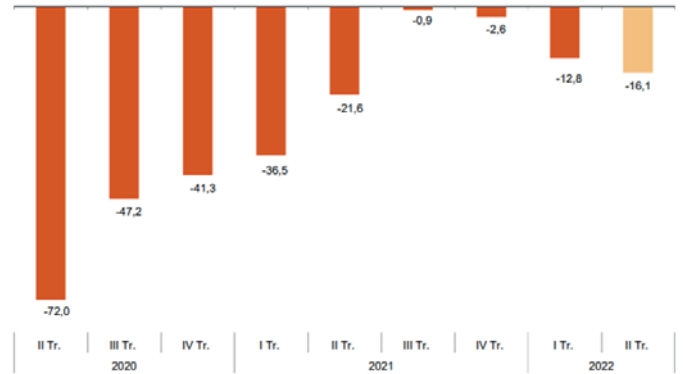
economistas
Consejo General

SERVICIO DE ESTUDIOS

UNA FOTO RÁPIDA A ESPAÑA

Por el lado de las expectativas, el indicador *Economic Sentiment* ha experimentado un ligero descenso, lo que señala unas expectativas menos negativas que en el caso estadounidense. No obstante, si acudimos al índice de confianza empresarial elaborado por el INE, la evolución trimestral es algo más significativa. **Mientras que el *Economic Sentiment* disminuyó un 1,8% en junio, el Índice de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) lo hacía en un 4%**. Adicionalmente, la evolución más llamativa la encontramos en uno de los componentes de este índice, el cual hace referencia a las expectativas del trimestre entrante. En el primer y segundo trimestre, **el saldo de expectativas¹ ha disminuido de manera relevante**, lo cual indica una percepción de mayor incertidumbre y cautela por parte del sector empresarial encuestado respecto al futuro más próximo. De manera similar, **el Índice de Confianza del Consumidor se ha deteriorado en 11 puntos en el mes de junio**.

Evolución del Saldo de Expectativas · 2º trimestre 2022



Fuente: INE

En los PMI también observamos un descenso. Los últimos datos de junio confirman caídas, pero más contenidas que en el caso de EE. UU. (descenso de 4,3 puntos en EE. UU. y de 1,2 puntos en España).

En cuanto al nivel de **producción industrial, durante 2022 hemos encontrado algunas tasas negativas**. Aunque estas cifras se han alternado con tasas positivas también, de sostenerse durante meses, podrían suponer una señal de ralentización económica.

Otro indicador que suele tener una relación directa con el nivel de actividad económica de un país es la evolución en la matriculación de coches y, por el momento, no se aprecian señales de ralentización, aunque en esta coyuntura quizás la explicación para este favorable comportamiento venga del ahorro embolsado en los años anteriores.

Respecto a la evolución de la inflación, vemos cómo la tasa del índice general supera la de EE.UU. Sin embargo, la diferencia actual entre el nivel subyacente y el nivel general es mayor que en el caso americano. El nivel subyacente en España supone cerca del 54% del nivel general frente al 75% de EE.UU. en junio. Por último, el PIB español en el primer trimestre de 2022 avanzó a un ritmo del 0,2% respecto al trimestre anterior, mientras que en EE.UU. descendía el mismo porcentaje.

España

	2022 enero	2022 febrero	2022 marzo	2022 abril	2022 mayo	2022 junio
Economic Sentiment (índice mensual)	108,8	111,7	104,7	100,2	104,3	102,4
Empresas creadas (% var. Mensual)	-2,37%	12,72%	19,85%	-23,46%	7,76%	
Índice de Confianza del Consumidor (índice mensual)	89,3	89,8	53,8	74,6	76	65,8
PMI Compuesto (índice mensual)	47,9	56,5	53,1	55,7	55,7	53,6
PMI Manufacturero (índice mensual)	56,2	56,9	54,2	53,3	53,8	52,6
Producción Industrial (% var. mensual)	-0,30%	1,10%	-2,00%	2,10%	-0,20%	
Matriculaciones turismos y todoterrenos ANFAC (% var. mensual)	46,55%	-3,52%	15,34%	22,98%	5,01%	
Comercio Minorista (% var.mensual)	-0,10%	0,90%	-4,40%	5,40%	0,00%	
Ventas (% var. Mensual)	0,10%	0,40%	-4,30%	6,30%	-0,50%	
PIB (variación trimestral)			0,20%			
Inflación general (variación interanual)	6,10%	7,60%	9,80%	8,30%	8,70%	10,20%
Inflación subyacente (interanual)	2,40%	3%	3,40%	4,40%	4,90%	5,50%

1. La diferencia entre el porcentaje de respuestas favorables y desfavorables, denominada Balance de Expectativas, se sitúa en -16,1 puntos para el total de España, frente a los -12,8 del trimestre anterior.

LEEMOS POR TI

La subida de tipos de interés en el entorno económico actual amenaza con ser el desencadenante adicional de un posible escenario de recesión que conviva con tasas elevadas de inflación, al no ser ésta consecuencia exclusivamente de la expansión monetaria precedente de los últimos años.

En EE.UU. se aprecian señales de riesgo previas a las de España y Europa. Sus niveles subyacentes de inflación son mayores, los salarios presentan alzas fuertes y los PMI han corregido con fuerza en el último periodo. Además, en el trimestre anterior el PIB experimentó una caída del -0,2%.

En España, comparativamente, aunque encontramos tasas de variación del IPC general incluso superiores a las de EE.UU., la inflación subyacente proporcionalmente es menor, aunque ciertamente muy elevada. Los PMI se han contraído, de manera menos severa en los últimos meses, y el PIB del anterior trimestre crecía únicamente un 0,2%. Adicionalmente, los indicadores de sentimiento y confianza caen con fuerza en el último mes y el comercio minorista frena en el mes de mayo. Por todo ello se aprecia que los indicadores analizados para España ponen de manifiesto un empeoramiento de la percepción económica y una cierta ralentización.

Como aspectos alentadores, cuya trascendencia habrá que ver, podemos mencionar la reciente reducción de precios de las materias primas.