



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MACROECONOMÍA 19/04/2022

Estanflación y desglobalización

Por Pablo Duarte

Los **contagios por Covid-19** y las medidas de **confinamiento** impuestas por los gobiernos dominaron la economía mundial durante dos años. Tan pronto como la anhelada meta de mitigar la pandemia estuvo al alcance de los países occidentales, los siguientes **choques de estanflación** golpearon la economía mundial. Las tropas rusas invadieron **Ucrania** y el gobierno **chino** impuso nuevos confinamientos para combatir la variante ómicron del coronavirus. Los **precios de las materias primas** siguieron subiendo y nuevamente aumentaron las interrupciones en las **cadena de suministro**.

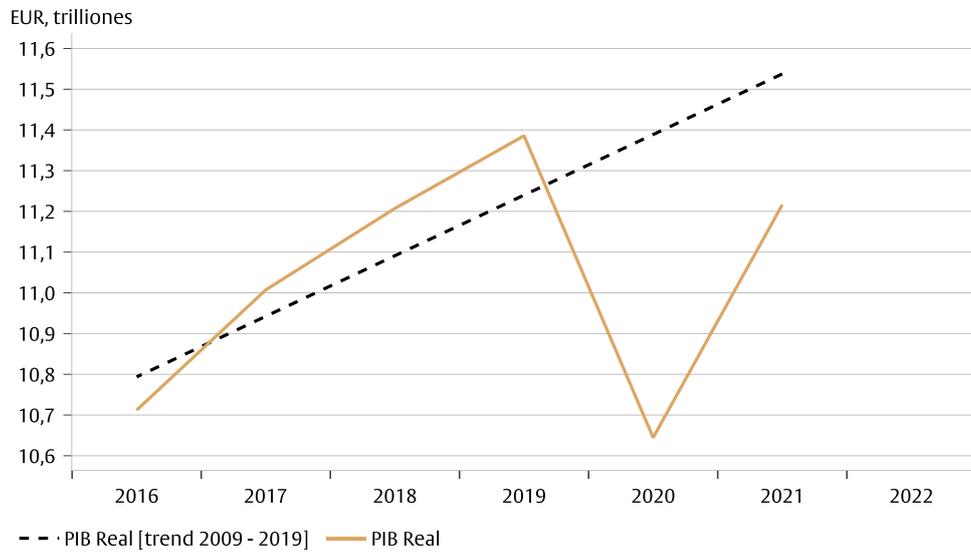
La estanflación y la desglobalización afectan a las economías de distintas maneras. Probablemente los **Estados Unidos** recibirán el menor y la **eurozona** el mayor golpe. La dinámica de la **economía china** dependerá de cuánto tiempo más el gobierno se aferre a su contraproducente **estrategia de "covid cero"**, de los riesgos financieros del **sector inmobiliario** y del riesgo de ser absorbida por la corriente de sanciones en contra de Rusia.

¿Retorno a la tendencia de crecimiento?

Tras la caída del PIB mundial en 2020, entre las economías más grandes **sólo la zona del euro no logró** recuperar su tendencia de crecimiento hasta entonces. Tras una caída del -6,5% en 2020, el PIB real de la eurozona a finales de 2021 seguía siendo 3% inferior a su tendencia calculada entre el 2009 y el 2019. En **Estados Unidos**, el PIB real cayó un 2,3% interanual en 2020, pero gracias a una rápida recuperación, primero de la industria y luego del comercio, regresó a su **tendencia en 2021**. En **China**, el PIB aumentó un 2,3% en 2020, menos del rango entre 6% y 7% de los años anteriores, y en 2021 se situó ligeramente por encima de la tendencia (Figuras 1 - 3).

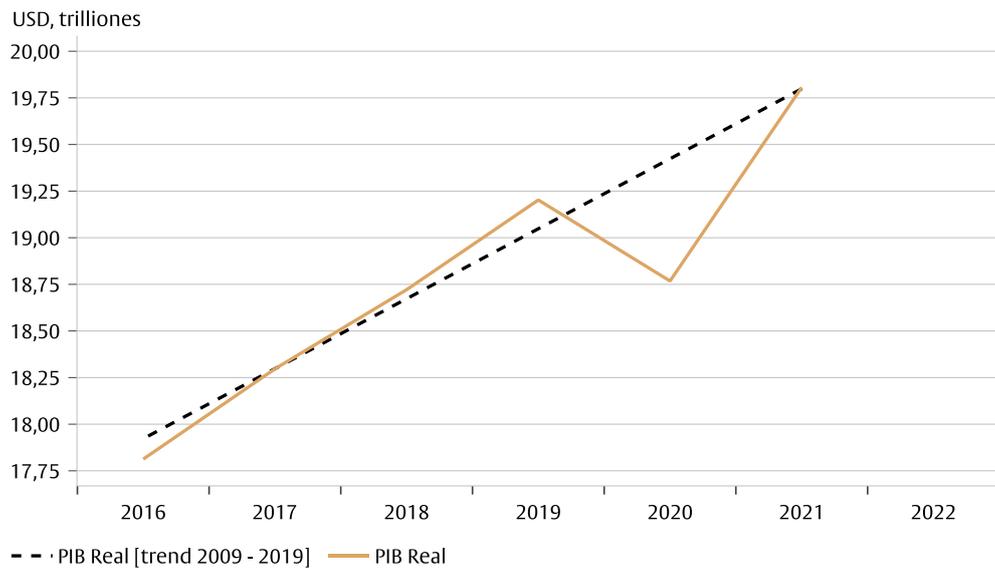


Figura 1. Eurozona: PIB Real



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Datos: 21/04/2022

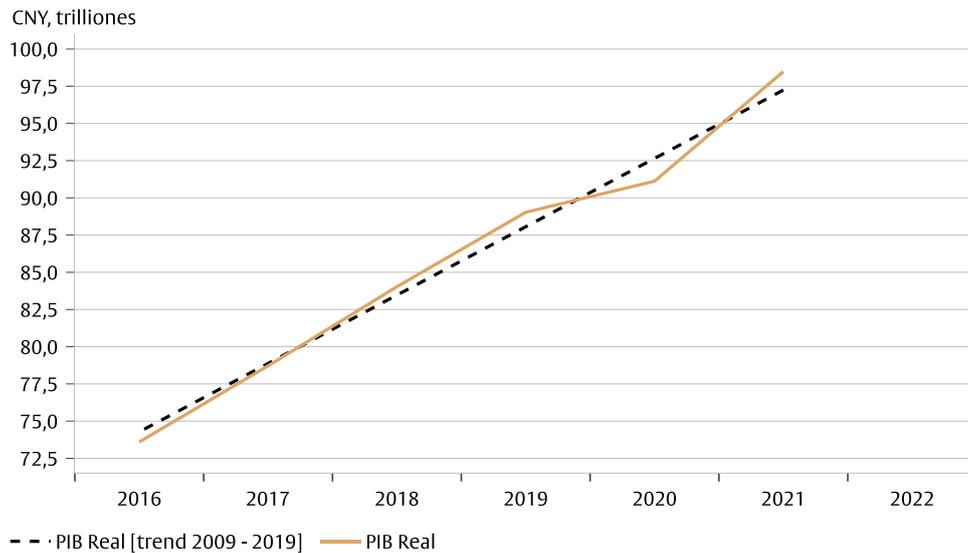
Figura 2. EE. UU.: PIB Real



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).
Datos: 21/04/2022



Figura 3. China: PIB Real



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Datos: 21/04/2022

Europa vs Estados Unidos: inflación

Debido a las medidas de confinamiento en **2020, la demanda agregada** disminuyó afectando sobre todo al sector de servicios (viajes, turismo, gastronomía). Debido a la carencia de demanda, obligada por las medidas, los oferentes bajaron inicialmente sus precios sin lograr estimular de nuevo la demanda. Los **bancos centrales** interpretaron erróneamente la caída de los precios como una deflación provocada por una escasez de demanda voluntaria y aumentaron la oferta monetaria **imprimiendo dinero nuevo** para que los estados compensaran las pérdidas forzadas de ingresos por los confinamientos (Figura 4).

Figura 4. EE. UU. & Eurozona: Base Monetaria



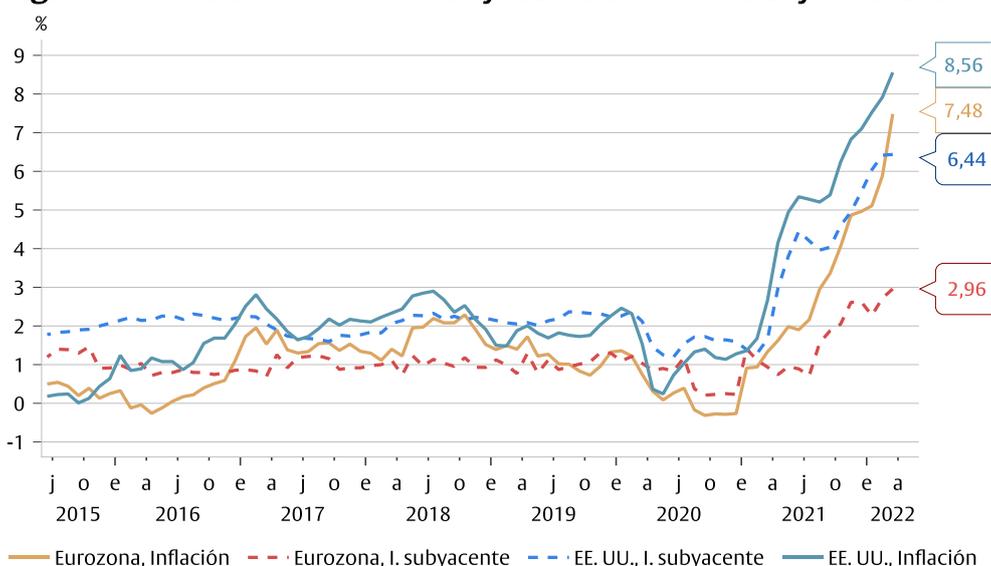
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Center for Financial Stability, ECB (European Central Bank).
Datos: 21/04/2022



A medida que se fueron levantando las restricciones, se hizo evidente que las **cadena de suministro**, que estaban estancadas, seguían limitando la oferta mientras que la demanda, alimentada por la política monetaria y fiscal, aumentaba rápidamente. El exceso de demanda llevó a **tasas de inflación** no vistas en décadas. Los bancos centrales se aferraron a su análisis erróneo hasta finales de 2021, admitiendo sólo desde el cambio de año que la inflación no había vuelto sólo "temporalmente".¹

Ya a principios de 2022, **la inflación de los precios al consumo** alcanzó **máximos históricos** debido a la fuerte subida de los precios de la energía en Estados Unidos y Europa (gráfico 5). Pero **la inflación subyacente**, excluyendo los precios de la energía y los alimentos, también subió en marzo un 6,4% en Estados Unidos y un 3% en la zona del euro, muy por encima del objetivo del 2% de los bancos centrales. La fuerte subida de **los precios de las materias primas** tras la invasión rusa de Ucrania está echando más leña al fuego de la inflación. En marzo, el índice de precios al consumo armonizado aumentó un 9,8% interanual en España, un 7,3% en Alemania y un 7,5% en la eurozona.

Figura 5. Inflación e Inflación Subyacente en los EE. UU. y la Eurozona



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Datos: 21/04/2022

Europa vs EE. UU.: ¿Recesión?

Los bancos centrales se encuentran ahora en un **dilema** debido a su apreciación errónea de los efectos de la pandemia y al aumento en los precios por la guerra en Ucrania. Para luchar contra la inflación, tendrían que eliminar el exceso de demanda mediante una **política monetaria restrictiva**. Pero esto sólo puede tener éxito si los tipos de interés nominales suben por encima de la inflación. Sin embargo, unos tipos de interés reales positivos pondrían en apuros financieros a los países miembros de la eurozona y afectarían el mercado bursátil, lo que pondría en aprietos a la política en Estados Unidos. Por

¹ Véase nuestro boletín "[Good-bye Transitory](https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/E-Mails-Archiv/220204-inflation-update-goodbye-transitory.pdf)" del 04.02.2022 (https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/E-Mails-Archiv/220204-inflation-update-goodbye-transitory.pdf).

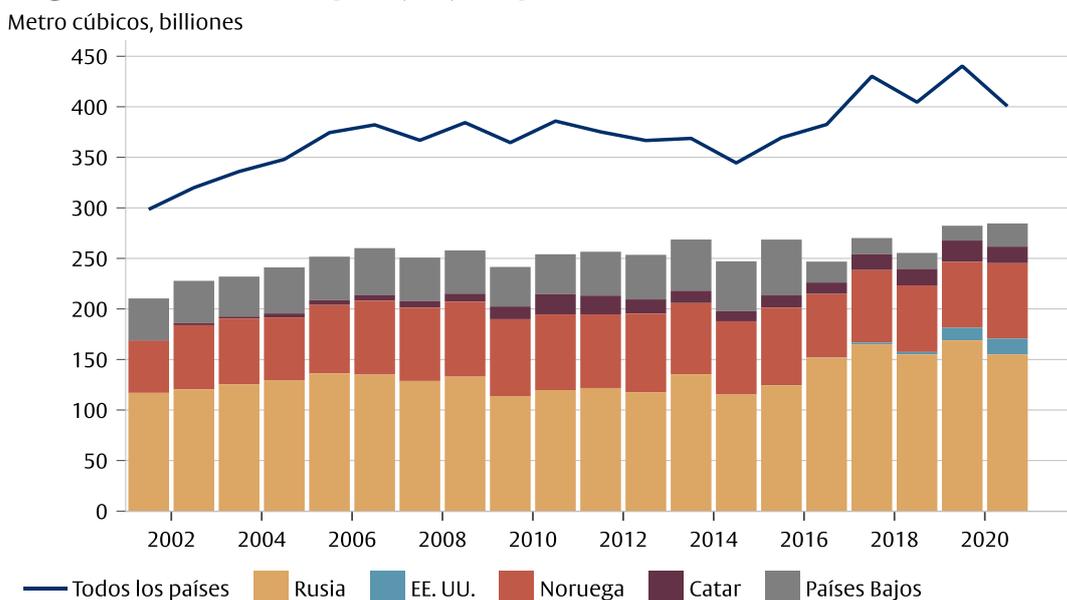


supuesto, esto podría evitarse si la política fiscal se tornara restrictiva, pero para ello hace falta la voluntad política.

No obstante, **los bancos centrales** no pueden **permanecer completamente inactivos ante** tasas récord de inflación. La Reserva Federal subió su tipo de interés de referencia y anunció nuevas medidas para el transcurso del año. El Banco Central Europeo decidió terminar su programa de compra de bonos antes de lo previsto inicialmente y abrió la puerta a un incremento de sus tasas de interés oficiales antes de finales de año. Esto despertó **temores de recesión** en los mercados.

Especialmente en la **zona del euro**, el riesgo de **recesión** es aún más alto debido a las **sanciones** impuestas a Rusia por la guerra en Ucrania. El aumento masivo de los precios de las materias primas, como el petróleo, el carbón y el gas natural, está poniendo en apuros la producción industrial. Dado que la Unión Europea cubre gran parte de sus necesidades de materias primas con importaciones de Rusia, un boicot a las importaciones energéticas rusas frenaría la producción. Sin el correspondiente freno simultáneo de la demanda mediante políticas monetarias y fiscales restrictivas, el impulso estanflacionario se amplificaría enormemente (Figuras 6 y 7).

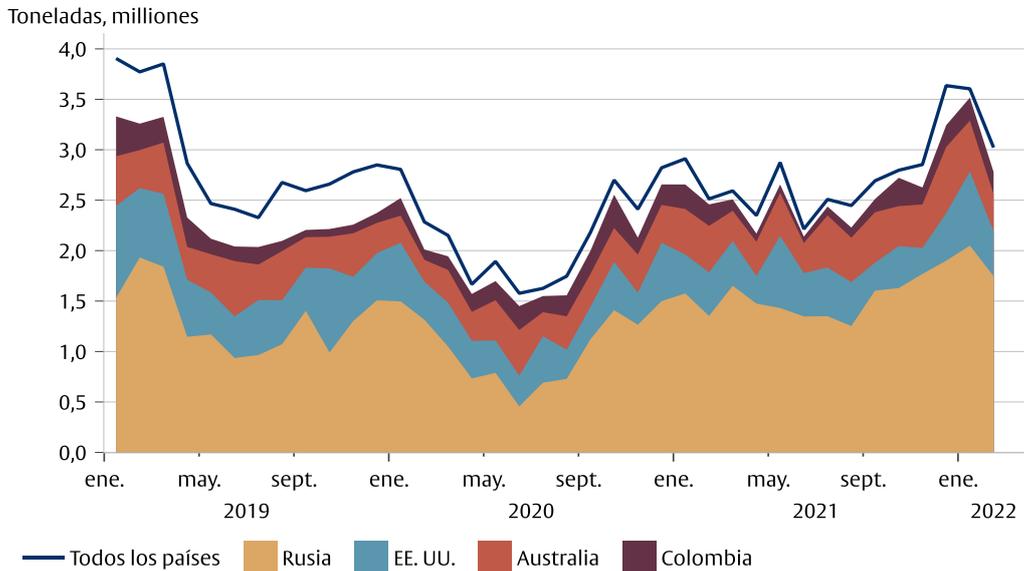
Figura 6. Unión Europea (27): Importaciones de Gas Natural



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Datos: 21/04/2022



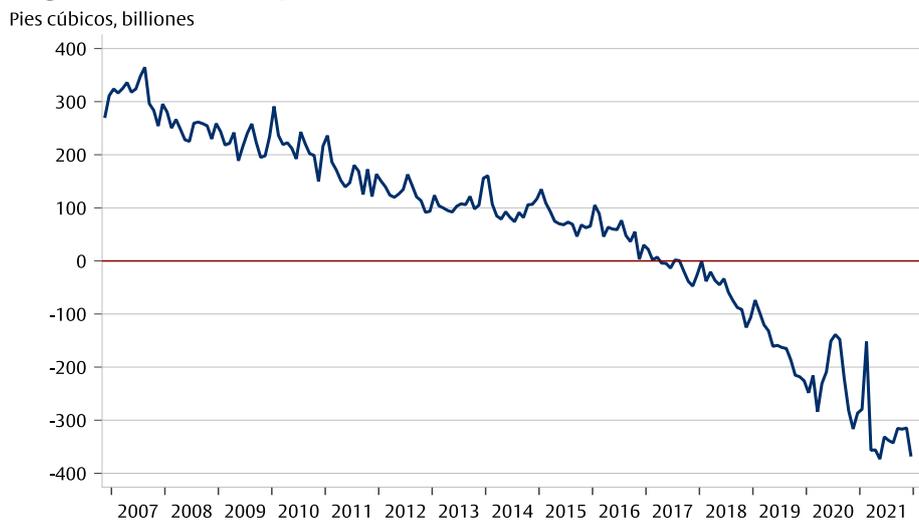
Figura 7. Alemania: Importaciones de Carbón



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt).
Datos: 21/04/2022

En cambio, **Estados Unidos**, como **exportador neto de materias primas**, se beneficia de la subida de los precios de las materias primas en los mercados mundiales (gráficos 8 y 9), que a su vez incentivan la producción. Sin embargo, es probable que los cambios en los precios relativos también impulsen la inflación en EE. UU., ya que una reasignación rápida de recursos hacia el sector de las materias primas es difícil y los salarios y precios de otros sectores suelen ser rígidos a la baja. En lugar de la clásica estanflación, los Estados Unidos podrían experimentar una “inflación con crecimiento” si la política monetaria y fiscal no la contrarrestan decisivamente.

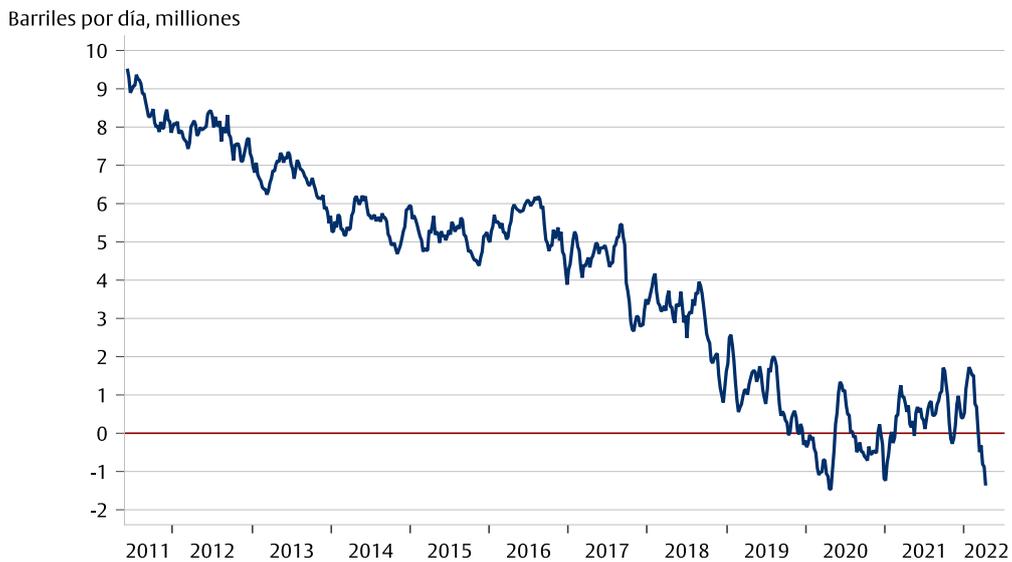
Figura 8. EE. UU.: Importaciones netas de Gas Natural



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Energy Information Administration (EIA).
Datos: 21/04/2022



Figura 9. EE. UU: Importaciones netas de Petróleo Crudo y Derivados



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Energy Information Administration (EIA).
Datos: 21/04/2022

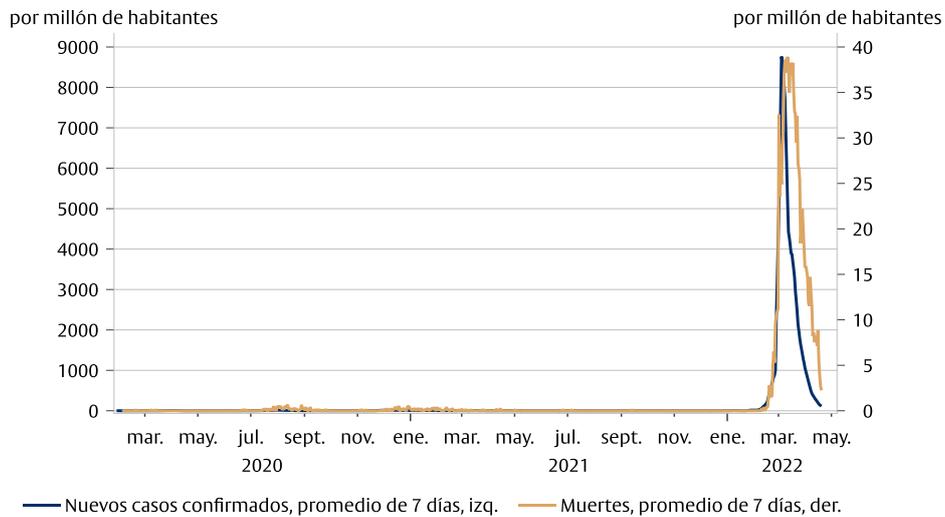
El dilema de China

Después de dos años en los que el gobierno consiguió evitar la propagación del coronavirus con su **estrategia de "covid cero"**, y luego de la rápida recuperación de la economía real tras el choque inicial, la **variante ómicron**, más contagiosa que sus predecesoras, difícilmente podrá ser controlada con confinamientos. La propagación del virus en una población sin una inmunidad básica a través de una infección previa o de un esquema de vacunación eficiente, podría provocar una oleada de muertes como fue el caso recientemente **en Hong Kong** (Figura 10).

Tanto en Hong Kong como en China, hasta hace unas semanas, la tasa de vacunación entre los adultos mayores apenas rondaba el 60%, y los que se vacunaban recibían una vacuna menos eficaz que las ofrecidas en los países occidentales. En **Hong Kong**, una **ola de contagios de ómicron** provocó que el **sistema de salud se desbordara** y que las muertes aumentaran. Por otro lado, la adhesión a la estrategia de "cero covid" limita la actividad económica y prolonga los cuellos de botella en las cadenas de suministro que persisten desde hace más de un año. Actualmente la lucha contra el coronavirus en China está resultando un **freno importante al crecimiento**.



Fig. 10. Hong Kong: Infecciones y Muertes diarias por Covid-19



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Our World in Data.
Datos: 21/04/2022

Al mismo tiempo aumentan los riesgos en el **sector inmobiliario**. En los últimos 20 años, las grandes ciudades chinas han experimentado un **boom inmobiliario**. Según los cálculos de Rogoff y Yang (2021)², el Banco Mundial y la OCDE, la contribución al PIB de la producción y los servicios asociados al sector inmobiliario se sitúa entre el 25% y el 30%. Dado que el Gobierno consideró que el auge financiado por crédito constituía un riesgo para la estabilidad, decidió restringir la disponibilidad del crédito mediante regulaciones con el fin de enfriar el mercado inmobiliario. Le siguieron las insolvencias de empresas sobreendeudadas y en febrero los precios de los inmuebles residenciales cayeron un 10% (Fig. 11).

Con una participación directa e indirecta del 25% del valor agregado bruto del PIB, un colapso del sector inmobiliario podría sumir a la economía en una **recesión**. Para evitarlo, el Estado podría respaldarlo, pero en lugar de una recesión, la **zombificación** de bancos y empresas debilitaría el crecimiento de largo plazo.³

² Véase Rogoff, Kenneth, and Yuanchen Yang. 2021. "[Has China's Housing Production Peaked?](#)" *China and the World Economy* 21 (1): 1-31.

³ Véase Schnabl, G. (2019). La sobreinversión de China y los conflictos comerciales internacionales. *China & World Economy*, 27(5), 37-62.



Figura 11. China: Precios de Vivienda, % interanual



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Datos: 21/04/2022

Antes del 20º congreso del Partido Comunista que se celebrará en el último trimestre de éste año, la estabilidad política y económica serán de especial importancia para el jefe de Estado **Xi Jinping**. Por lo tanto, cabe suponer que el gobierno tratará de ahogar cualquier turbulencia que amenace a los sectores inmobiliario y financiero. Dados los riesgos en el sector inmobiliario y en la política de manejo de la pandemia, cabe esperar que China mantenga una distancia prudente con Rusia para evitar sanciones financieras y económicas.⁴

Conclusión

Mientras que la zona del euro no se ha recuperado del todo económicamente ni siquiera después de dos años de pandemia y es muy frágil ante un boicot contra Rusia, Estados Unidos ha dejado atrás la pandemia y puede beneficiarse del auge de los precios de las materias primas. Sin embargo, el recalentamiento de la economía estadounidense podría provocar una contracción monetaria que desencadenaría una recesión.

Las perspectivas de China dependen de cuánto tiempo se aferre el gobierno a la estrategia de covid cero y del alcance de la caída de los precios inmobiliarios para el sector financiero. Aunque el gobierno chino luchará enérgicamente contra cualquier crisis, si sus intervenciones empeoran las perspectivas de crecimiento a largo plazo, es probable que la aceptación política de los dirigentes chinos se empiece a diluir.

⁴ Sobre la relación entre Rusia y China, Tofall (2022) sostiene: "Es probable, por tanto, que China se comporte en el actual conflicto de Ucrania apuntando a que Rusia se convierta en su socio menor. Sin embargo, desde el punto de vista de China, éste socio menor no debería debilitarse de tal manera que China ya no pueda beneficiarse económica o políticamente de él." Véase [China und Putins Krieg in der Ukraine](#), Kommentar, Flossbach von Storch Research Institute, 11.03.2022.



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 reflejan las opiniones y expectativas futuras del autor. Las opiniones y expectativas pueden diferir de las estimaciones 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 dichos 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 supervisión competente* Autoridad Federal de Supervisión Financiera, Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Pablo Duarte; *Plazo de publicación* 19 de abril de 2022