



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Este informe es la segunda parte de nuestro último comentario económico, donde analizamos las recientes decisiones de la Fed en EEUU y el concepto de tasas de interés más altas por más tiempo. La cuestión más importante que intentamos responder en este documento es el porqué las tasas de política monetaria en el mundo no han descendido al ritmo que lo viene haciendo la inflación.*
- *En primer lugar, la inflación de demanda que produjo el fuerte desahorro del bienio 2021-2022 persiste en niveles altos y no ha descendido tan rápidamente como la inflación total. En promedio, frente a sus respectivos picos inflacionarios del año pasado, la inflación total en el mundo ha descendido 4 p.p., mientras que la inflación núcleo lo ha hecho en apenas 1.4 p.p.*
- *Segundo, para que la inflación núcleo descienda de forma sostenida, es necesaria una postura monetaria restrictiva para cerrar las brechas positivas de producto y empleo que representan excesos de demanda. El costo de ello es un crecimiento económico bajo, una fase que está atravesando actualmente la economía mundial.*
- *Tercero, es normal que estas posturas generen temores de recesión, pese a que los datos de actividad reflejen otra cosa y que la probabilidad misma de recesión se esté moderando. Resulta sencillo caer en una clásica falacia del hombre de paja, como el argumento de que las decisiones de los bancos centrales están diseñadas para generar una recesión.*
- *En cuarto lugar, sólo hasta el momento en que la inflación total y núcleo se encuentren en una senda robusta de convergencia hacia las metas de inflación, las tasas de referencia comenzarán a disminuir. Aunque algunos pocos bancos centrales ya lo están haciendo, en la mayoría de los casos aún no ha ocurrido. Se espera que hacia 2024 esa sea la regularidad, una vez la inflación otorgue espacio para flexibilizar la política monetaria.*

Fabio D. Nieto
Economista jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

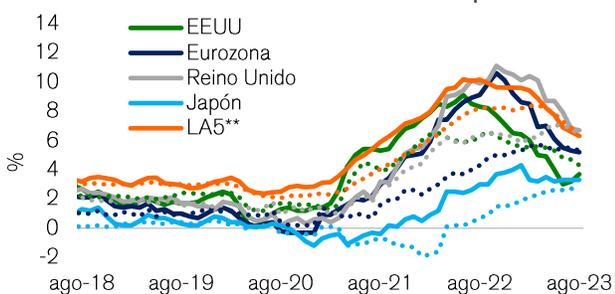


Más altas por más tiempo - Parte 2

Aunque las dinámicas de la inflación a nivel mundial han cedido en 2023 como se esperaba, la flexibilización monetaria de los Bancos Centrales (BC) está siendo más lenta frente a lo previsto. Un ejemplo interesante se observa en las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), donde algunos BC ya iniciaron los recortes de tasas de interés de referencia, pero lo han hecho mucho tiempo después del momento en que la inflación comenzó a moderarse.

En las economías avanzadas el proceso desinflacionario también ha sido evidente. En particular, la inflación en EEUU ha convergido rápidamente hacia niveles cercanos al 3% (3.3% según la lectura de julio del PCE) y las expectativas de inflación se han anclado a la meta de 2% de la Fed. Sin embargo, la Fed apenas está frenando el ciclo de incrementos en sus tasas de interés de referencia y no ha comenzado a debatir el momento de recortarlas (ver “Más altas por más tiempo” en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)). Otros BC en estas economías también están frenando hasta ahora el endurecimiento monetario.

Gráfico 1. Inflación del IPC en economías representativas*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Las líneas punteadas son las medidas de inflación núcleo en cada caso.
**Promedio de la inflación en Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

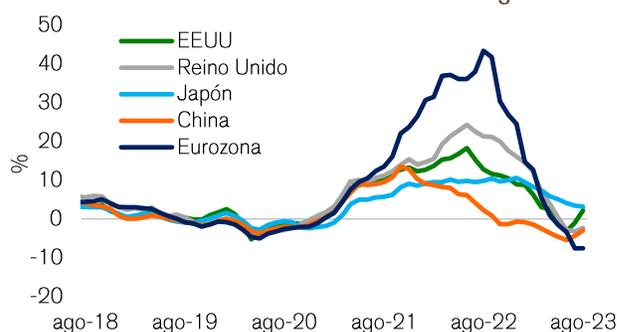
¿Por qué esta demora aparente de los BC para reducir las tasas de interés? ¿Acaso no hacerlo rápidamente no equivale a incrementar el riesgo de una recesión de la economía mundial? ¿Qué explica que los mercados financieros hayan apostado tan agresivamente a recortes de tipos de interés este año?

Existen varios elementos estructurales que permiten responder a estas inquietudes, todas válidas en el actual contexto en el que nos encontramos. Pero más importante

aún, permiten entender la frase *higher for longer* (más altas por más tiempo) que han utilizado los BC a lo largo de 2023 para justificar sus decisiones de mantener altas las tasas de interés por el tiempo que sea necesario, aún en plena fase de desaceleración económica.

En **primer** lugar, el *boom* de gasto del periodo 2021-2022, fundamentado en políticas macroeconómicas altamente expansivas (monetaria y fiscal) que aceleraron el desahorro privado, produjo una fuerte presión inflacionaria de demanda. En la práctica, esta inflación de demanda se mide a través de la inflación núcleo o subyacente, que excluye precios de alta volatilidad y expuestos a choques de oferta (por ejemplo, alimentos y energéticos).

Gráfico 2. Inflación del IPP en economías grandes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Al analizar la evolución de la inflación núcleo en varias economías del mundo, se encuentra con suficiente claridad que estas medidas no han descendido tan rápidamente como la inflación total (Gráfico 1). En promedio, desde sus respectivos picos, la inflación total ha disminuido 4.1 p.p. en economías avanzadas y 3.9 p.p. en LA5, mientras que las medidas de inflación núcleo retrocedieron 0.9 y 1.9 p.p., respectivamente.

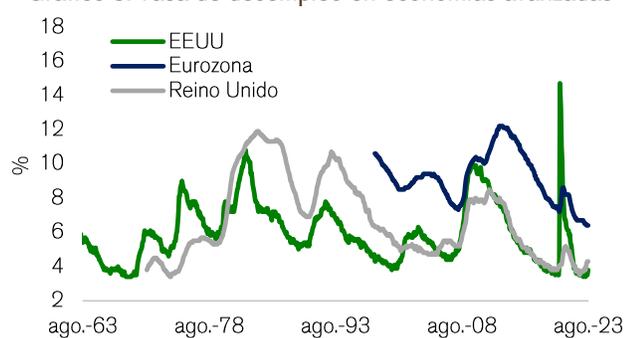
Se tiende a pensar que la inflación de los últimos años se produjo mayoritariamente por las disrupciones de oferta que creó la pandemia y la guerra en Ucrania. Es claro que esto influyó en la dinámica de los precios, pero no ha sido el único determinante de los niveles actuales de la inflación, como se explicó anteriormente. De hecho, ese choque de costos prácticamente ya se diluyó por completo en gran parte del mundo (Gráfico 2), por lo que en la actualidad no es el factor explicativo más importante.



Por definición, la política monetaria afecta la demanda interna de una economía y por esta vía los precios. En consecuencia, si las presiones inflacionarias de demanda persisten, es mandato constitucional de los BC combatirlas y garantizar que el esquema de inflación objetivo tenga éxito. En palabras sencillas, hasta que la inflación núcleo no exhiba un descenso robusto hacia las metas de inflación de los BC, las tasas de interés de política no necesariamente van a bajar.

En **segundo** lugar, para lograr que la inflación núcleo descienda de forma sostenida, es necesario que el crecimiento económico sea bajo. En este punto es clave entender la forma cómo realiza el diagnóstico macroeconómico un BC, casi como lo haría un buen médico.

Gráfico 3. Tasa de desempleo en economías avanzadas



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Suena contradictorio que un objetivo del BC sea frenar el crecimiento y aumentar los potenciales riesgos de estancamiento económico, pero no necesariamente lo es. Si la inflación núcleo se sitúa muy por encima de la meta del BC, eso significa que la economía adolece de un exceso de demanda (recalentamiento) y lo prudente es corregirlo.

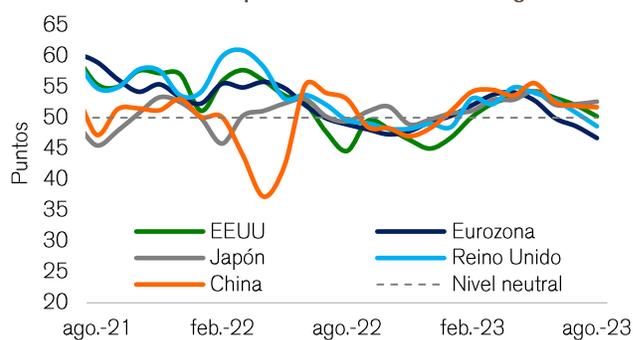
En otras palabras, es una señal de que el gasto agregado (lo que consumen e invierten los hogares, las empresas y el Gobierno) supera la capacidad de producir bienes y servicios de una economía. En la mayoría de los casos, este exceso de demanda viene acompañado de unos niveles de desempleo muy bajos y mercados laborales

estrechos, lo que genera una elevada inflación de salarios que termina trasladándose al resto de precios en la economía.

En la situación actual, los niveles de desempleo en varias economías del mundo han alcanzado mínimos históricos durante la post-pandemia. Y no sólo eso, pues además se sitúan por debajo de sus tasas no aceleradoras de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés).

Por ejemplo, en EEUU el desempleo se redujo en 2023 hasta niveles no vistos desde 1968, mientras que en el Reino Unido la desocupación cayó a mínimos desde 1974. En la Eurozona, que es el caso más llamativo, la tasa de desempleo se sitúa en mínimos históricos desde que se tienen registros (Gráfico 3).

Gráfico 4. PMI compuesto en las economías grandes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Así como cuando un doctor le ordena seguir dieta a un paciente con sobrepeso para evitar problemas de salud, los BC deben corregir el exceso de demanda para evitar periodos de inflación alta y persistente en el tiempo. Eso exige asumir un costo de corto plazo y altamente impopular: mantener tasas de interés altas para que el crecimiento de la economía sea bajo.

Si bien no existe una definición propia de aterrizaje suave y aterrizaje duro, el aterrizaje suave se refiere a una desaceleración de la economía y de la inflación sin recesión, mientras que lo segundo sí implica recesión¹. El objetivo de los BC es garantizar el aterrizaje suave, y dado

¹ Boocker, S. & Wessel, D. (2023). *What is the difference between a hard landing and soft landing?* Brookings Institution. Commentary September 14, 2023.

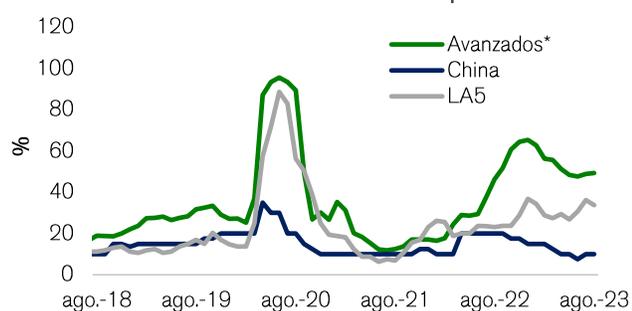


el estado actual de la economía mundial, eso es justamente lo que están haciendo.

En **tercer** lugar, es normal que esta postura de los BC genere inquietudes y temores en torno a los riesgos de recesión derivados de un endurecimiento monetario excesivo. El problema es cuando las críticas caen en una clásica falacia del hombre de paja², como el argumento de que las decisiones de los BC van a generar una recesión global.

Esta falacia fue justamente lo que alimentó la narrativa de recesión en los mercados financieros desde finales de 2022. Varios indicadores de actividad comenzaron a deteriorarse en todo el mundo por causa del choque de costos que produjo la invasión de Rusia en Ucrania, evento que comenzó en febrero-marzo de ese año.

Gráfico 5. Probabilidad de recesión en próximos 12M



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de probabilidades de EEUU, Eurozona, Reino Unido y Japón.

Uno de ellos fue el PMI compuesto, el cual cayó a terreno de contracción (por debajo de 50 puntos) desde mediados de 2022. Sin embargo, el mismo indicador en 2023 se recuperó y se ha mantenido durante gran parte del año en zona de expansión (Gráfico 4).

El endurecimiento monetario en las economías avanzadas comenzó en 2T22, apenas un par de meses después del choque de costos suscitado por el conflicto en Ucrania. Desde esta óptica, era causalmente muy improbable que dicho deterioro de la actividad obedeciera a las decisiones de los BC, más si se tiene en cuenta que los efectos de

política monetaria tienen un rezago de aproximadamente 12 meses.

Consecuencia de todo lo anterior, la probabilidad de recesión para los próximos 12 meses, según varios modelos y encuestas, ha descendido en meses previos. Para el caso particular de las economías avanzadas, dicha probabilidad se sitúa en un no despreciable 46%, pero es inferior al 65% que alcanzó a estimarse hacia finales de 2022 y principios de 2023 (Gráfico 5).

Esa misma probabilidad de recesión para las economías LA5 es de 33%, inferior al 36% alcanzado en 2T23. Para el caso de China, la segunda economía más grande del planeta, la probabilidad es de apenas un 10%.

En **cuarto** y último lugar, sólo hasta el momento en que la inflación total y núcleo, así como sus expectativas, se encuentren en una senda robusta de convergencia hacia las metas de inflación, los BC comenzarán a reducir sus tasas de referencia.

Este es, en nuestra opinión, el elemento más importante para entender esta aparente lentitud de los BC. Justamente en aquellos países donde esto ya es una regularidad, los BC han recortado las tasas de interés. No obstante, en la amplia mayoría de las economías del mundo, la inflación persiste en niveles altos y lejanos a las metas de los BC, en un entorno donde la probabilidad de recesión cada vez es menor.

No sobra recordar, entonces, que la economía mundial se encuentra en una fase de desaceleración económica requerida para enfriar la inflación de demanda, pero que no necesariamente es equivalente a una fase recesiva del ciclo económico.

El trabajo de los BC no ha terminado, y como lo hemos venido advirtiendo desde hace varios meses atrás, las tasas de interés en buena parte del mundo continuarán siendo altas durante un periodo de tiempo prolongado.

² Se trata de una forma argumentativa por la que se intenta refutar una opinión, pero se hace a través de una falacia; distorsionando o exagerando el argumento inicial.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
