

No es miedo a la inflación lo que debe preocuparle



Oussama Himani
Director de Inversiones
o@parkviewgroup.com

Londres
7 de Junio de 2021

Las expectativas de inflación han sacudido los mercados este año. La inflación general aumentó de forma pronunciada. Los precios de las materias primas se dispararon. Los cuellos de botella de la cadena de suministro están elevando los precios al productor. ¿Se están afianzando las presiones inflacionarias a medida que la economía de EE. UU. se recupera del impacto de Covid?

La narrativa dominante entre los bancos centrales, muchos economistas y gestores de inversiones, es que la inflación no es una preocupación. Se argumenta que una cifra de inflación alta es el resultado aritmético simple esperado del "efecto base" de precios excepcionalmente bajos en la primavera de 2020. De hecho, si descomponemos el aumento del IPC, encontramos que la mayor parte del aumento se debe a un fuerte repunte en los precios de los automóviles, hoteles, restaurantes, aerolíneas, precisamente aquellos bienes y servicios cuyo precio colapsó el año pasado.

Más allá de la simple aritmética, muchos argumentan que esas fuerzas inflacionarias o bien no están presentes o pronto se revertirán. Los cuellos de botella de la cadena de suministro, incluido el envío, deberían resolverse durante los próximos meses, a medida que la economía mundial vuelva a un ritmo más normal.

Es difícil para las fuerzas inflacionarias ganar tracción cuando hay debilidad en la economía. La economía estadounidense sigue funcionando muy por debajo de su capacidad. A diferencia de lo sucedido en recesiones pasadas, las quiebras declinaron en 2020 debido al apoyo del gobierno. Además, la Oficina del Censo de EE. UU. informa que las aplicaciones para pequeñas empresas se duplicaron y que se iniciaron nuevas empresas a un ritmo superior a cualquier otro período en la historia de EE. UU. En conjunto, esto sugiere que hay mucha más capacidad disponible para la producción o los servicios que después de recesiones pasadas.

Con una oferta amplia, ¿el riesgo de inflación proviene de la recuperación de la demanda? Aquí es donde la imagen se vuelve más complicada. A pesar de los generosos paquetes de ayuda Covid del año pasado, la demanda colapsó en la mayoría de los sectores, especialmente en los servicios. La fuerza de la recuperación de la demanda es función de la interacción de muchos factores. La normalización es solo una de estas fuerzas. También existe una demanda reprimida, especialmente de servicios a los que los consumidores tuvieron que renunciar, como viajes y entretenimiento. La recuperación también está impulsada por un extraordinario nivel de ahorro familiar, en parte gracias a un generoso apoyo fiscal. A diferencia de cualquier recesión pasada, los consumidores están saliendo de la crisis con saldos bancarios más grandes y bajos niveles de deuda de tarjetas de crédito.

Al observar el equilibrio de fuerzas a corto plazo, los "efectos de base" del comportamiento de los precios el año pasado sí jugaron un papel, pero para el período inmediato que se avecina, el panorama parece menos claro. La recuperación de la demanda se verá satisfecha con una amplia oferta en algunas áreas y una oferta limitada en otras. Pero el resultado neto de las medidas generales de inflación, como el IPC, será difícil de interpretar como un impulso inflacionario duradero.

Si bien es difícil argumentar que las fuerzas actuales representan un impulso inflacionario serio, es igualmente difícil argumentar que la inflación no es un riesgo serio en el mediano plazo. Para entender por qué, solo necesitamos considerar las fuerzas económicas que fueron responsables del entorno de inflación relativamente baja durante las últimas tres décadas.

La globalización, la innovación tecnológica, el crecimiento de la mano de obra y la demografía, en conjunto, desempeñaron un papel fundamental en el aumento de la eficiencia de la producción y la competencia. Pero no es del todo obvio que todas estas fuerzas puedan seguir desempeñando un papel en el apoyo de un entorno de baja inflación. Las opciones de política en los Estados Unidos y otras economías importantes ahora favorecen activamente la producción nacional sobre el comercio mundial sin restricciones. La crisis de Covid-19 también ha llevado a muchas empresas a buscar activamente diversificar sus cadenas de suministro y aumentar la producción local. Esto implicará mayores costos.

Las fuerzas del mercado laboral ya no favorecen la baja inflación, porque no se puede confiar en que los cambios demográficos proporcionen un crecimiento laboral suficiente

a largo plazo. Los países industriales y muchos mercados emergentes, incluida China, están envejeciendo: ingresan menos personas a la fuerza laboral de las que se jubilan. La inmigración se ha convertido en un tema delicado en las economías avanzadas, por lo que no puede revertirse esta tendencia. Esto significa que nos encontramos en un punto de inflexión en el que la demanda de mano de obra comenzará a superar a la oferta, lo que conducirá a un período sostenido en el que los salarios representarán una parte creciente del PIB.

La única fuerza que sigue apoyando la baja inflación es el progreso tecnológico. Pero la historia reciente también sugiere que el progreso tecnológico ha tenido un impacto en la productividad mucho menos dramático de lo que se asumía. El crecimiento de la productividad total sigue siendo muy bajo.

La inflación, sin embargo, no es meramente un fenómeno de la economía real, como sostienen algunos economistas. En última instancia, es un fenómeno monetario. Los precios son una función de la oferta monetaria, incluso si la relación entre los dos no siempre es directa. Las medidas generales de la oferta monetaria (M3, que es dinero emitido por la Fed y crédito creado por el sistema bancario) promediaron un mero 5,4% entre 1990 y 2020. Esto está ligeramente por encima del crecimiento del PIB nominal. Los primeros episodios de flexibilización cuantitativa no aumentaron excesivamente el crecimiento del dinero, porque los bancos comerciales estaban reparando los balances al frenar los préstamos. Sin embargo, la flexibilización cuantitativa a raíz de la crisis de Covid tuvo un impacto muy diferente. En ningún momento desde principios de los años 60 el crecimiento del dinero se ha acercado a sus niveles actuales.



¿Por qué esta explosión de la oferta monetaria no ha provocado una explosión de precios? Eso se debe a que, con una actividad económica moderada, gran parte de este dinero no circula en la economía. Está aparcado en forma de reservas bancarias y del banco central. La perspectiva de los precios será dramáticamente diferente si aumenta la velocidad de circulación del dinero, especialmente cuando la economía esté funcionando a plena capacidad.

¿Qué implica esto para los inversores? Consideramos que las promesas tranquilizadoras expresadas por los banqueros centrales y muchos economistas son poco sinceras. Hay factores únicos detrás de las cifras más recientes del IPC, pero esto no altera el hecho de que están en juego fuerzas a largo plazo que desviarán los riesgos de inflación al alza.

En la asignación de activos, todo esto fortalece el caso para minimizar las asignaciones a largo plazo en renta fija. Pero también es un buen momento para revisar las exposiciones del sector de la renta variable. Las presiones inflacionarias no impactan a todos los sectores de la misma manera. A las empresas con poder de fijación de precios les irá mejor que a las que se enfrentan a una alta competencia. La inflación salarial afectará a algunas empresas más que a otras. La inflación de los precios de las materias primas también puede beneficiar a algunos sectores.

Las expectativas inflacionarias a largo plazo no aumentan de la noche a la mañana. Fueron necesarios unos ocho años a finales de la década de 1960 para que las expectativas de inflación aumentaran del 2% al 6%. Dadas las opciones actuales de política fiscal y monetaria, podríamos estar en una coyuntura similar. Este podría ser un proceso de varios años para que las expectativas inflacionarias aumenten significativamente por encima del rango de 2-2.5% que se cotiza en los mercados de renta fija en este momento. Pero los mercados a veces pueden ajustarse muy rápidamente, lo que aboga por revisar las asignaciones estratégicas más pronto que tarde.

La elaboración de este documento así como las opiniones expresadas en él son de Parkview S.A. a partir de la fecha de su escritura y están sujetas a cambios. Se ha preparado únicamente con fines informativos y para uso del destinatario. No constituye una oferta o invitación de o en nombre de Parkview S.A. a ninguna persona a comprar o vender ningún activo. Ninguna disposición contenida en este material constituye asesoría de inversión, asesoría legal, contable o fiscal, o una declaración de que cualquier inversión o estrategia es adecuada o apropiada a sus circunstancias individuales ni constituye una recomendación personal. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualesquiera ingresos que puedan acumularse pueden fluctuar, y pueden aumentar o caer. Cualquier referencia al desempeño pasado no es una guía para el futuro. La información y los análisis contenidos en esta publicación han sido compilados y obtenidos a partir de fuentes que se consideran fiables, pero Parkview S.A. no representa su exactitud o integridad y no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de su uso.