



Inflación: el despertar de un monstruo

La inflación dejó de ser el protagonista económico desde la Gran Depresión de 2008. El colapso económico provocado por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, hizo que desapareciera en los años siguientes la inflación como algo que nunca existió en los libros de teoría económica. La falta de liquidez propició esa espiral deflacionista borrándola de cualquier titular. Desde 2008 hasta hoy, los bancos centrales, verdaderos guardianes de los precios, no han hecho más que inyectar dinero a la economía de manera convencional, bajando los tipos de interés a niveles nunca vistos, o bien de forma no convencional, con programas de compras de activos, medidas todas teóricamente inflacionistas, pero la inflación no llegaba, incluso en algunas partes como Japón o Europa, las tasas eran negativas. Que está ocurriendo ahora para que este monstruo que ha estado tanto tiempo en la cueva salga de manera fulgurante y haga temblar a los que creían que había muerto. En este artículo, vamos a tratar de buscar las causas por las que la inflación está creciendo de manera súbita y si el monstruo ha venido para quedarse, o volverá a la cueva dentro de unos meses.

La inflación, no es más que la subida generalizada de los precios de los bienes o servicios en el tiempo. Desde un punto de vista monetario, la inflación hace que el dinero valga menos y por tanto que podamos comprar menos cosas o disfrutar de menos servicios. En resumen, perderíamos lo que se llama poder adquisitivo. Podríamos decir que realmente se trata de un impuesto al consumidor, pago más por el mismo bien o servicio. La inflación también tiene un lado positivo, nuestras deudas valen menos, ya que el activo sube de precio y el valor de la deuda se mantiene, por lo que en valor relativo la deuda disminuye.

Pero, ¿cuál es el origen de la inflación?

- La inflación puede generarse por el lado de la demanda: cuando la demanda sube a tasas más elevadas que la oferta provocando una presión al alza de los precios.
- La inflación puede generarse por el lado de la oferta: cuando las empresas empiezan a subir el precio de los productos para poder mantener los márgenes, bien por aumento del precio de las materias primas, de los costes salariales o por cuellos de botella.

La creación de dinero por parte de los bancos centrales de manera convencional y no convencional, ha supuesto una condición necesaria pero no suficiente para que la inflación se dispare en los últimos meses.

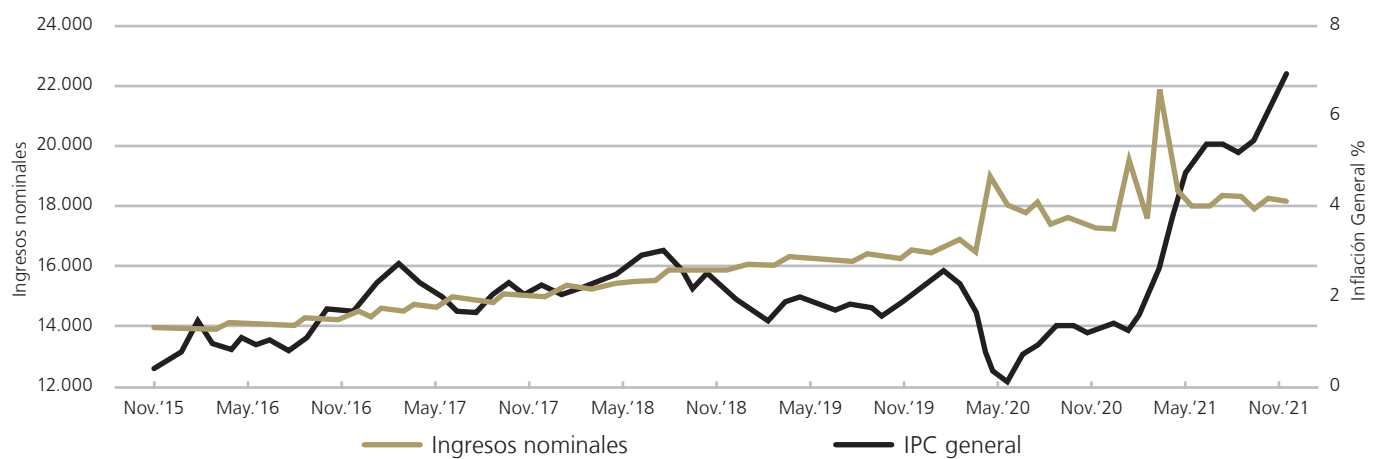
¿Cuál es el origen del repunte actual de la inflación en las economías desarrolladas? Podríamos decir que una combinación de las dos, pero fundamentalmente de la primera. El covid ha tenido su impacto en la inflación de una manera decisiva. La evolución de la pandemia ha supuesto el cierre o confinamiento de muchas zonas industriales, que ha paralizado mucha capacidad productiva. Por otro lado, mientras se producen los confinamientos y no hay vacuna el consumidor gasta en bienes de consumo y no en servicios, lo que produce desajustes en los precios. Una vez se inicia el proceso de vacunación y con el objetivo de reactivar la demanda, los gobiernos aprueban planes de incentivos fiscales que ayuden a normalizar la economía. Esto genera entre otros efectos, un incremento de las tasas de ahorro por encima de medias históricas y un consumo en bienes duraderos que genera cuellos de botella en determinados sectores, provocando la paralización de procesos productivos al no tener bienes intermedios, lo que ha supuesto subidas en los precios y desajuste entre la oferta y la demanda, y, por tanto, la consiguiente subida de la inflación.

Por otro lado, los bancos centrales no han hecho más que mantener unas condiciones financieras muy laxas manteniendo los tipos de interés en cero, como la Reserva Federal americana, o en tasas negativas, como el Banco Central Europeo o el Banco de Japón.

Todos los factores comentados hasta ahora, son comunes en mayor o menor medida a las grandes economías, pero a partir de ahora nos centraremos en el caso americano, por tener tasas más elevadas de inflación que otras grandes economías desarrolladas.

Para analizar el origen de la inflación por el lado de la demanda, deberíamos ver los ingresos nominales del consumidor americano durante toda la pandemia. Este ahorro embalsado producido por los ingentes estímulos fiscales aprobados, ha supuesto durante y después de los confinamientos un crecimiento de la demanda de bienes duraderos en 2021 a tasas no vistas desde hacía mucho tiempo, lo que ha provocado un claro desajuste entre la demanda y la oferta, ya que la primera ha crecido a tasas más elevadas que la segunda. Esto se observa claramente en la curva de los ingresos nominales, que ha disminuido desde los máximos de 2020 a tasas más normalizadas, pero con un claro impacto en la inflación por el desajuste anteriormente comentado.

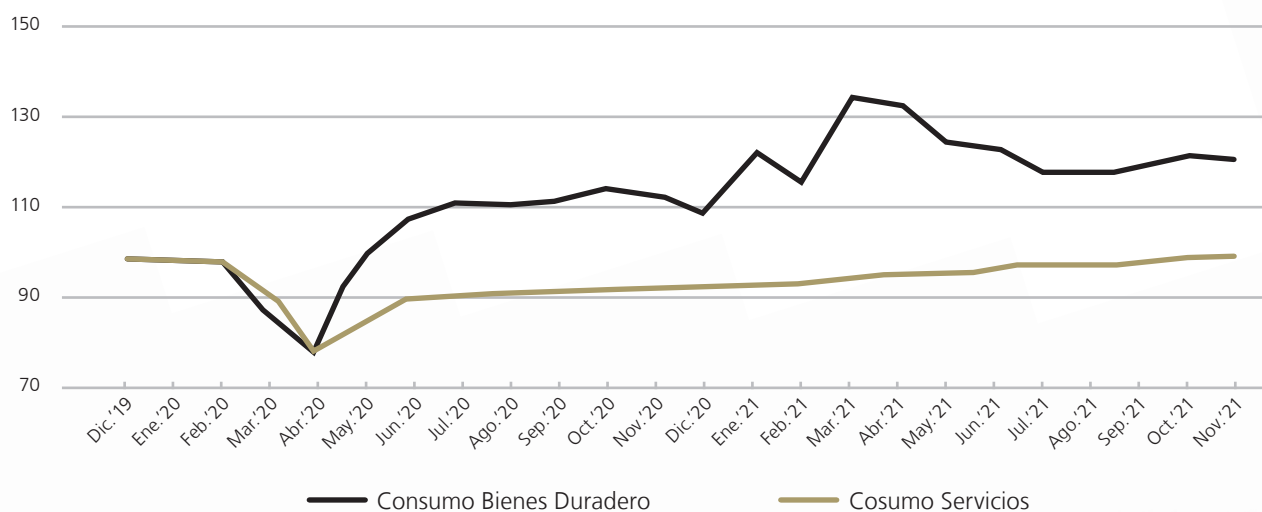
Ingresos Nominales / Inflación General USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Ene.'21

Una vez que los ingresos nominales se han ido regularizando a tasas de crecimiento más normalizadas tras el ingente estímulo fiscal, debería producirse un trasvase de consumo de bienes hacia servicios, coincidiendo con un proceso de vacunación muy avanzado y una pandemia más controlada.

Consumo de Bienes Duraderos y Servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

Como se observa en el gráfico, el consumo de bienes duraderos se ha disparado con crecimientos por encima del 30% y el consumo en servicios está por debajo de los niveles de finales de 2019.

Por el lado de la oferta, la inflación se genera cuando las empresas tienen capacidad de fijación de precios, trasladando el incremento de los costes de producción al producto final.

Índice de Materias Primas

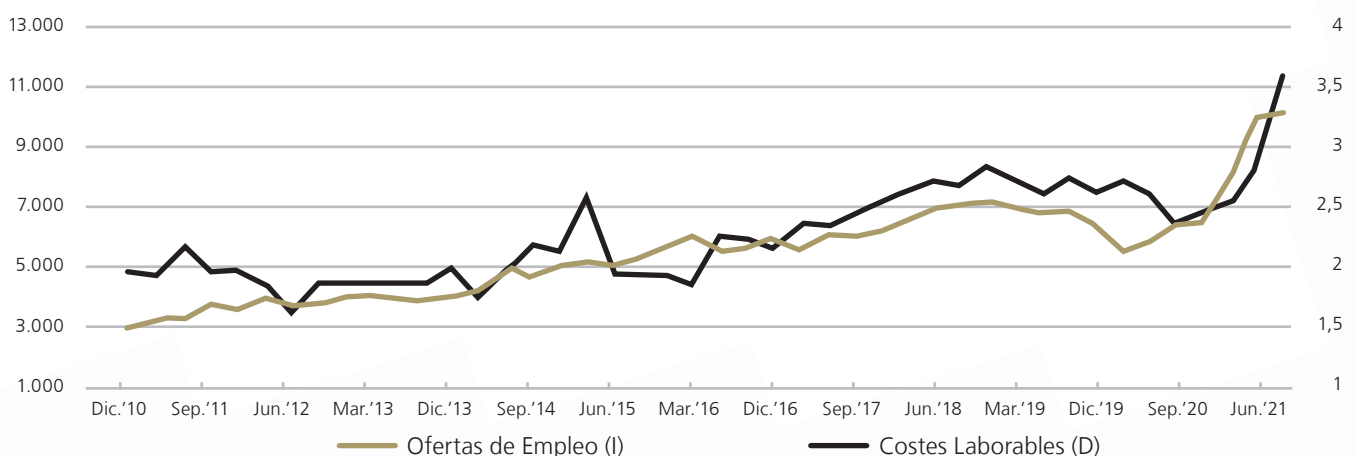


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

El precio de las materias primas, no ha hecho más que subir desde los mínimos marcados en 2020, como podemos apreciar en el gráfico, lo que ha supuesto un incremento de costes para las empresas.

Los costes de las empresas también se han incrementado por cuellos de botella en muchos productos. El fuerte crecimiento de la demanda de bienes, que no ha podido ser satisfecho por la oferta existente, al no estar toda la capacidad productiva en funcionamiento, así como por los confinamientos o cierres provocados por las diversas olas de covid, han generado este desajuste entre la oferta y la demanda. Un ejemplo claro son la producción de semiconductores, que se usan en gran diversidad de industrias, y que se producen en la primera fase de su proceso productivo, en Taiwán y Corea del Sur en mayor medida, lo que ha provocado falta de suministro y una subida de precios en producto final, al no poder atender toda la demanda.

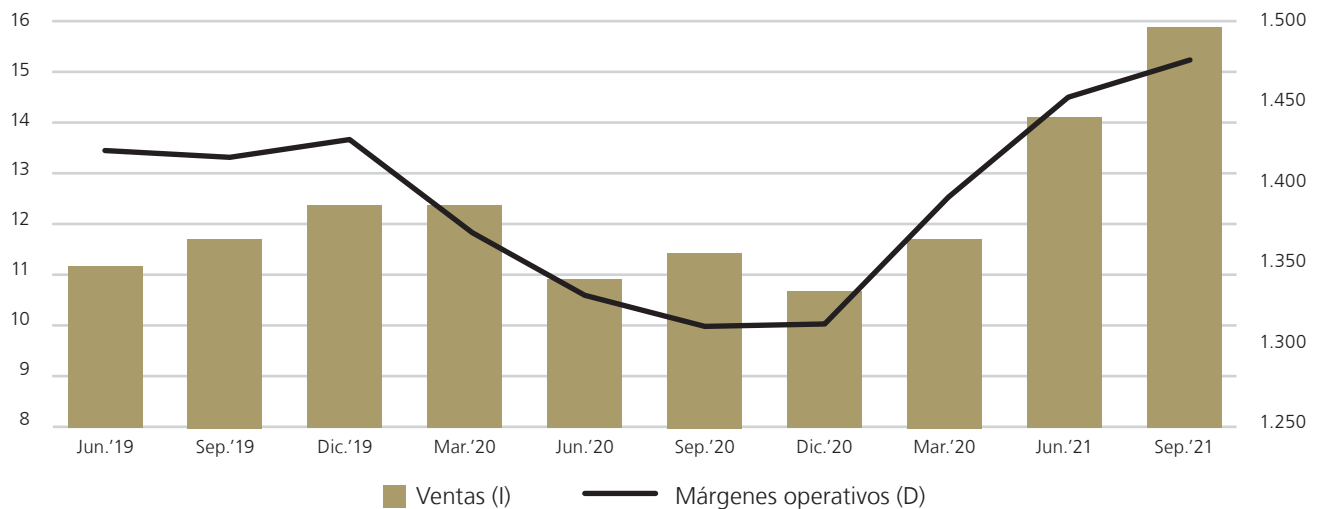
Costes Salariales/Ofertas de Empleo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

Otro agravante de la inflación por el lado de la oferta, está siendo el incremento de los costes salariales en Estados Unidos, producto de un mercado laboral muy cercano al pleno empleo en donde no se están cubriendo las ofertas de empleo, lo que está provocando un incremento de los costes salariales. Esto ha provocado que la relación entre el número de desempleados y las ofertas de trabajo este en el mínimo desde 1950, hay más ofertas de trabajo que desempleados, con el consiguiente incremento de los costes salariales. ¿Y qué están haciendo las empresas? Traslada el incremento de precios a producto final tal y como se observa en la evolución de los márgenes empresariales, que se sitúan en máximos.

USA: Ventas y márgenes operativos

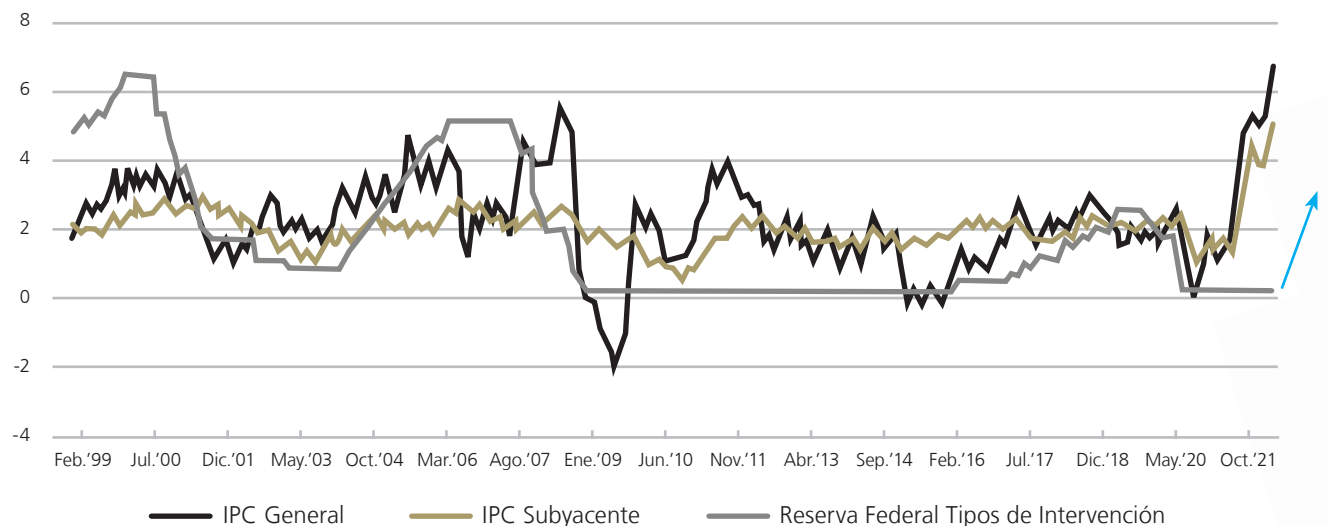


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

Esta capacidad de fijación de precios de las empresas es otra fuente de presión al alza de la inflación junto con los costes salariales.

¿Cómo actúan los bancos centrales ante los incrementos de la inflación? La Reserva Federal americana tiene un doble mandato: mantener la inflación en torno al 2% y el pleno empleo. Actualmente, la economía americana está en pleno empleo con algún matiz en función de las métricas que se usen y la base comparativa, pero el mandato de inflación está claramente superado al alza.

Inflación/Tipos de Interés



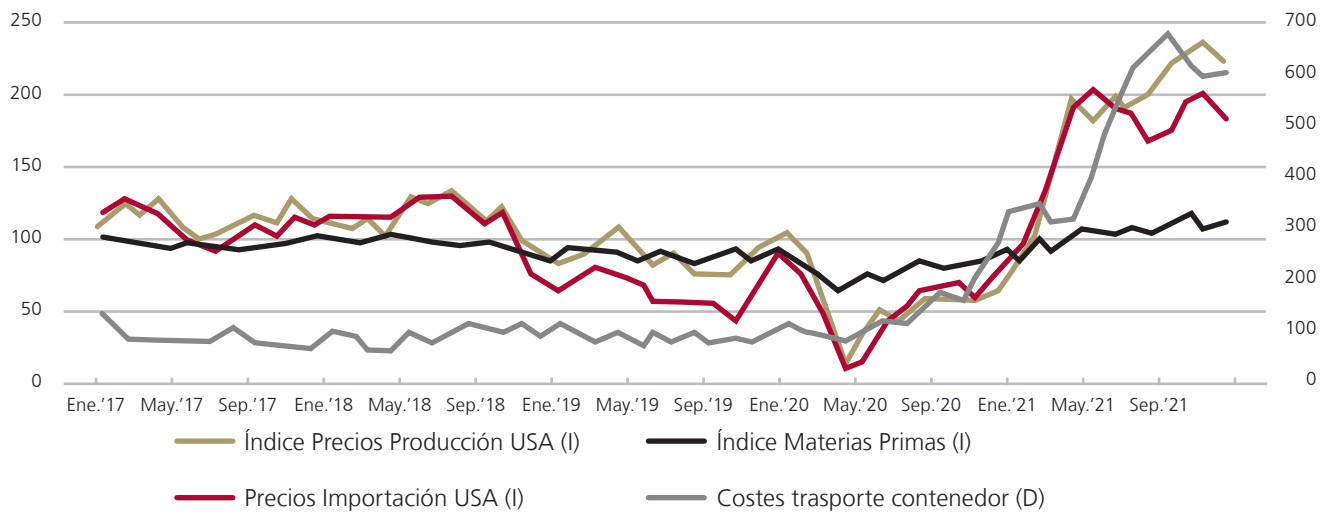
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21 IPC (Índice de Precios de Consumo)

Las herramientas que puede utilizar son la subida de los tipos de intervención, en donde la curva de tipos de interés ya descuenta cuatro subidas para el año 2022, para tratar de frenar el alza de la inflación como en otros ciclos económicos, y la reducción o eliminación de los programas de compras de activos, tal y como descuenta el mercado que podrán finalizar en marzo de 2022. De esta forma, las condiciones financieras se tenderán a endurecer y el acceso al crédito será más caro, lo que debería provocar una reducción de la demanda y por tanto una reducción de la actividad. Con este tipo de medidas, se podría reducir la inflación que nos venga por el lado de la demanda, al haber menor presión compradora y a su vez una reducción del dinero en circulación y del balance de la Reserva Federal.

La actuación para contener la inflación por el lado de la oferta es más complicada y tiene un mayor plazo de ejecución. Por un lado, los aumentos de capacidad tienen periodos de maduración largos y por otro lado, el poder de fijación de precios de las empresas disminuirá, en la medida que la demanda se modere al igual que el coste de las materias primas y los costes salariales. Este tipo de inflación se moderará más por ajuste entre la oferta y la demanda que por la actuación de los bancos centrales.

El análisis de las expectativas de inflación futuras, requiere realizar un seguimiento de indicadores más tempranos en cuanto a precios, los primeros eslabones en la cadena de producción.

Indicadores adelantados

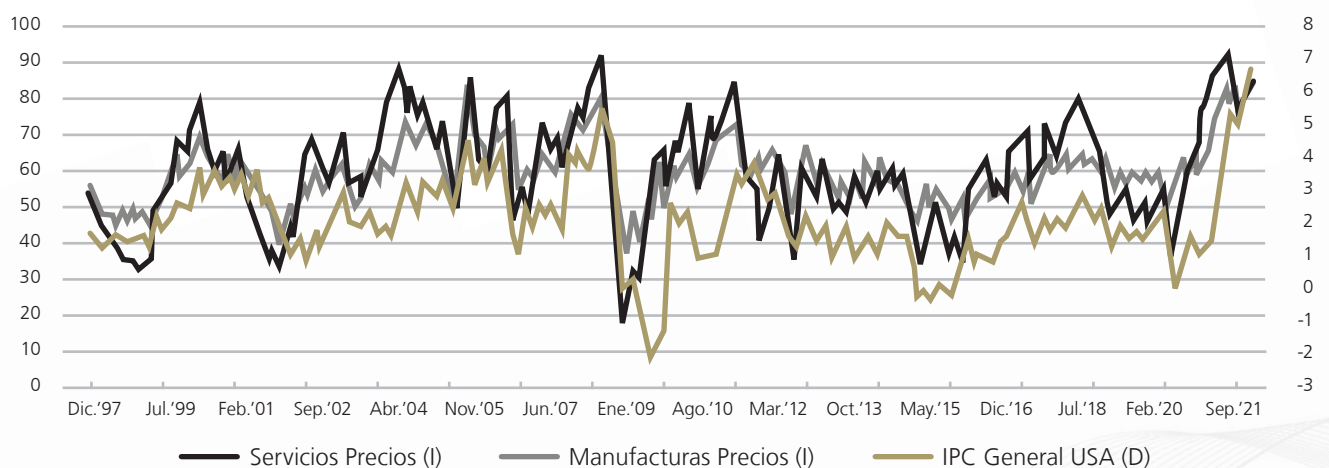


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

La utilización de indicadores adelantados para tratar de obtener pistas de por dónde puede venir la inflación a futuro, forma parte del análisis de la evolución de los precios finales medidos en la inflación. En el gráfico se puede observar la evolución de las materias primas, índices de precios a la producción, precios de importación y el coste de transporte de contenedores. En los cuatro indicadores ha habido una subida importante desde mediados de 2020, lo que se traduce en este primer escalón, en presiones inflacionistas.

Por otro lado, también podemos analizar los indicadores de precios que forman parte de las encuestas que se realizan a los gerentes de compras, tanto en el sector servicios como de manufacturas, denominadas encuestas PMI (Purchasing Manager Index). Tal como se observa en el gráfico, la evolución de los precios en las empresas de servicios como de manufacturas han tenido subidas importantes, que se van traduciendo en presiones inflacionistas, aunque las últimas lecturas son más bajas sobre todo en manufacturas.

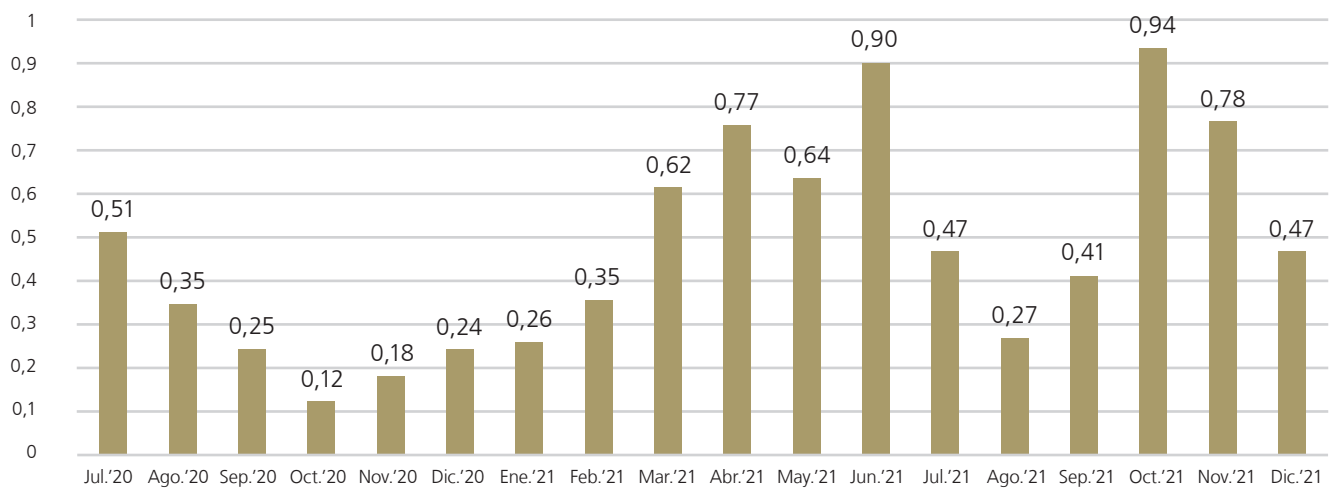
Encuestas Gerentes/Precios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

Actualmente, estamos trabajando con un escenario en donde el aumento de la inflación es temporal. Pero, ¿en qué nos basamos para hablar de temporalidad? La inflación por el lado de la demanda tenderá a reducirse en la medida que se traslada el consumo de bienes duraderos a servicios y las tasas de crecimiento económico se van moderando en 2022. Por el lado de la oferta, los cuellos de botella se irán reduciendo en la medida que la demanda se modera y se incrementa ligeramente la oferta, pero, aun así, será un proceso lento por los periodos de maduración de los aumentos de capacidad. Ambos ajustes, redundarán en un menor poder de fijación de precios por parte de las empresas, por lo que es posible, que estemos viendo el pico en márgenes, y por tanto menor presión en precios. Por último, la creación de dinero tenderá a reducirse en la medida que empiezan a subir los tipos la Reserva Federal y se reducen los programas de compras de activos. Pero también la temporalidad viene apoyada por unos efectos base que empezarán a notarse en los datos de marzo de 2022.

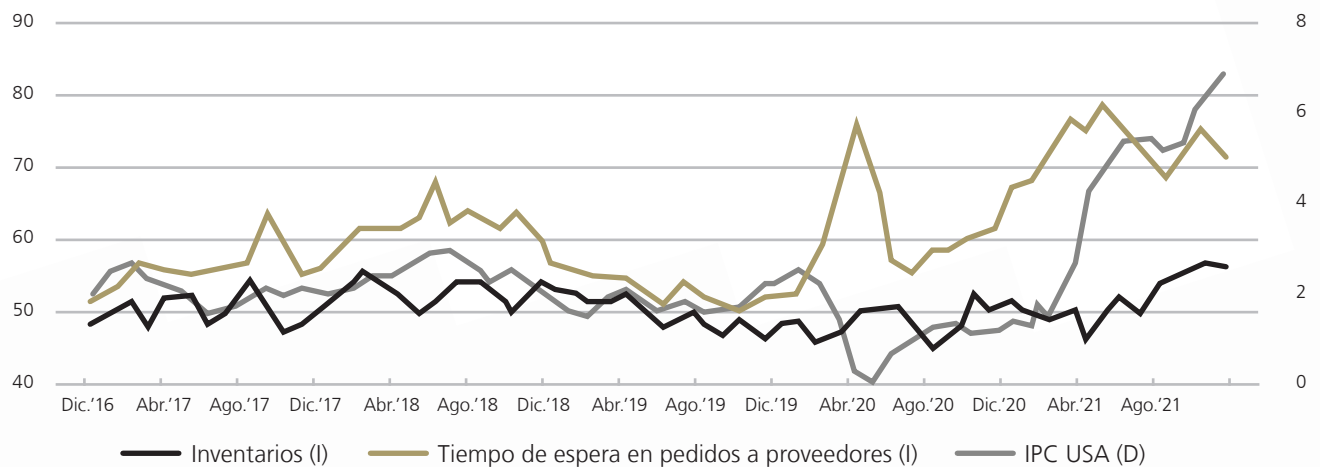
IPC USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Ene.'21

También podemos analizar el tiempo de espera en pedidos a proveedores y el nivel de inventarios. Estos últimos cayeron a lo largo de 2020 ante los cierres económicos provocados por la pandemia y el miedo a incrementar pedidos por parte de las empresas. Esto provocó una caída de los mismos, de manera que cuando se empezó a reactivar la economía, esos cuellos de botella producidos por el desajuste entre la demanda y la oferta, llevó a tiempos de espera en pedidos a proveedores a máximos. La incipiente caída de los tiempos de espera hace presagiar inflaciones más bajas.

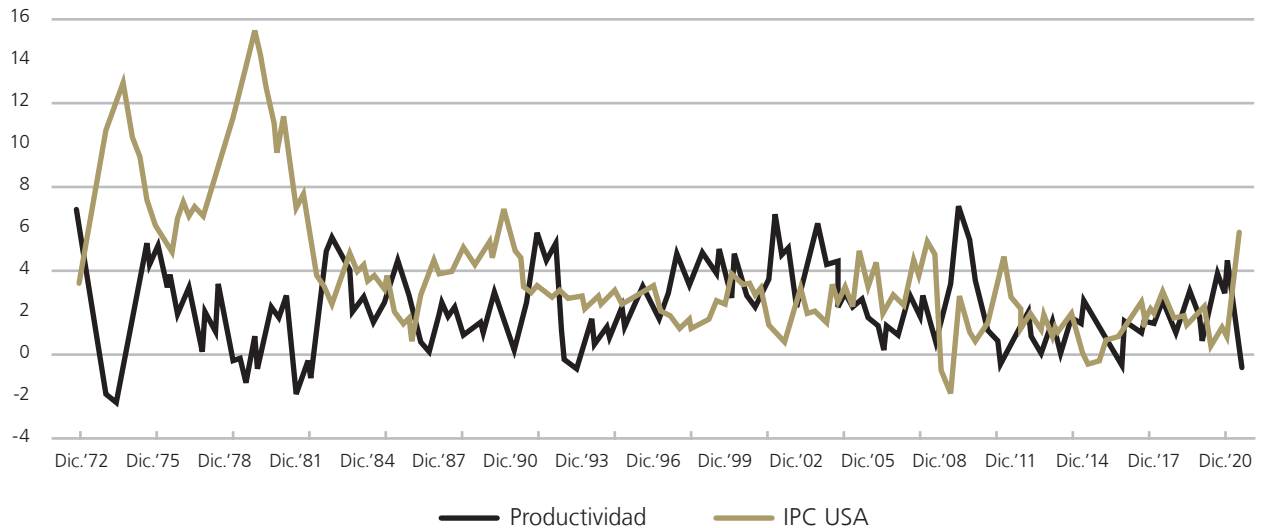
Inventarios/IPC USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

En las recesiones, se suele producir lo que llamamos destrucción creativa, de tal forma que la productividad suele incrementarse presionando a la baja a la inflación.

Productividad/IPC USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

El incremento de la productividad será un freno para la inflación como en otros periodos tal y como se puede observar en el gráfico.

¿Y que están descontando los mercados respecto a la inflación futura? Para ello analizamos la inflación a 5 años dentro de 5 años y los niveles que están descontando los mercados son claramente inferiores a los actuales.

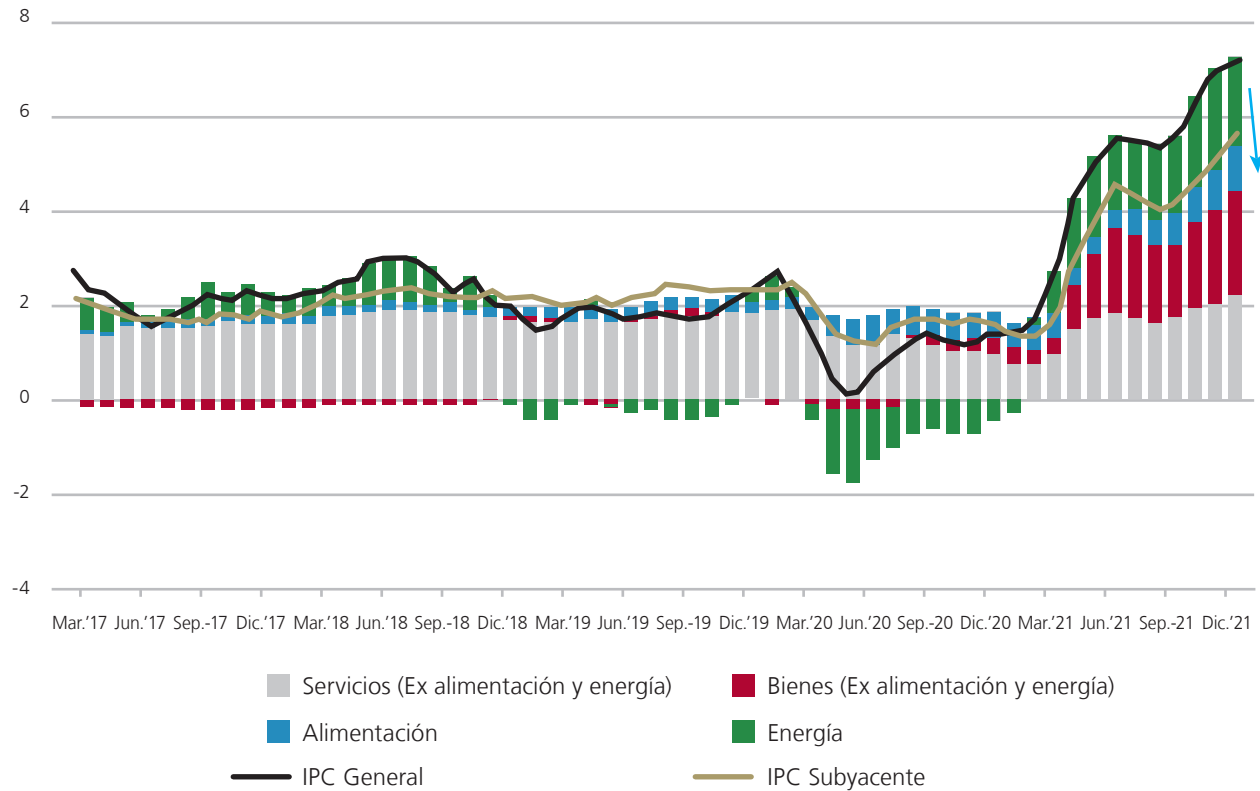
Inflacion a 5 años dentro de 5 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Dic.'21

Los niveles actuales de inflación se sitúan claramente por encima del mandato de la Reserva Federal americana, pero con una mayor aportación del componente energético sobre todos los demás, que junto con la alimentación son los más volátiles.

Desglose IPC USA

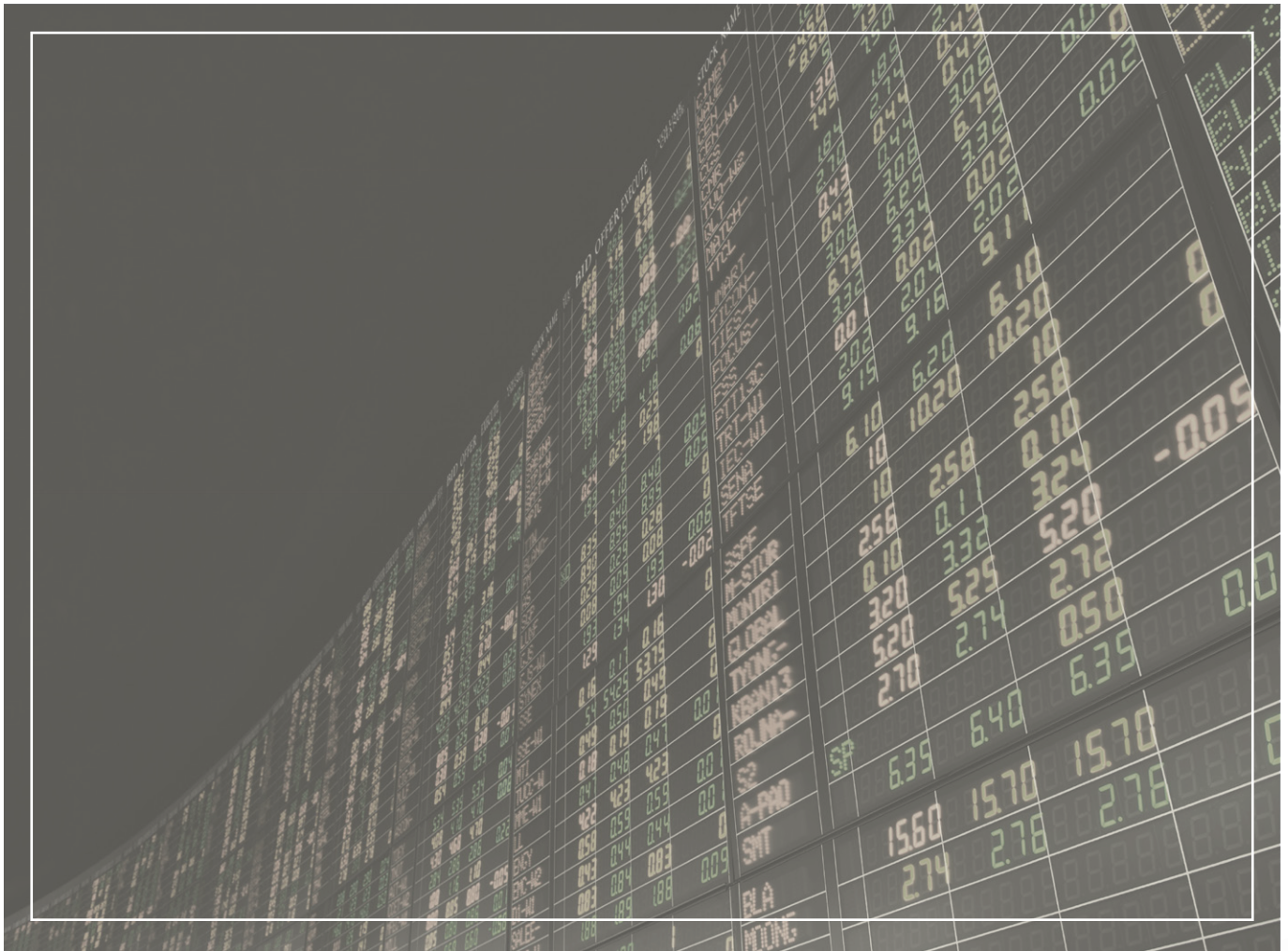


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Ene.'21

Pero la pregunta que nos hacemos cuando observamos el periodo inflacionista que estamos viviendo es, si ¿volveremos a tasas de inflación prepandemia? o bien ¿entraremos en tasas de inflación más altas que en el último ciclo?. Si hay cierta permanencia de efectos de segunda ronda en la inflación nos mantendremos en tasas de inflación superiores al último ciclo, pero esto no lo sabremos hasta pasados unos meses.

Nuestro escenario de trabajo está basado en esta temporalidad de la inflación, pero el tiempo que dure el ajuste entre la oferta y la demanda puede alargar esta temporalidad generando volatilidad en los mercados financieros.

Entendemos con todo lo expuesto que el monstruo volverá a la cueva dentro de unos meses.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.