

# Grandes expectativas sobre la inflación

Junio de 2021

Exclusivamente para inversores profesionales | Con fines promocionales | Prohibida su distribución a terceros

Con la subida interanual del índice de precios al consumo de EE. UU. del 5% en mayo de 2021, los inversores es una prioridad para los inversores. En este documento, los gestores de carteras Helen Anthony y Andrew Mulliner analizan si será permanente o transitoria. Los principales temas tratados son, entre otros:

- ▶ El impacto de las materias primas y los problemas de las cadenas de suministro
- ▶ ¿Qué nos dice el desglose de la inflación sobre las presiones subyacentes de los precios?
- ▶ ¿Alterará un caso de cambio de marco político el entorno económico vigente?

## ¿Pueden corregirse automáticamente los desequilibrios?

Tras el desplome que vimos con el impacto de la pandemia el año pasado, es normal que la inflación esté repuntando en 2021. Los precios de las materias primas se han visto especialmente afectados, pues el repentino cierre de la economía global en 2020 provocó un gran exceso de oferta. A nivel interno en las economías, la distancia social produjo un cambio de la demanda, pues los consumidores adquirieron productos en lugar de servicios. La reciente reapertura de gran parte de la economía global ha provocado un enorme aumento de la demanda que al que los mercados de materias primas les está costando responder. El alcance de los problemas es evidente, con un fuerte aumento de los precios de las materias primas y los insumos en los últimos doce meses. La oferta inelástica de muchas materias primas no ha podido mantener el ritmo de crecimiento de la demanda; por ejemplo, abrir y cerrar minas lleva tiempo.

Para agravar el impacto de los altos precios de las materias primas, la amplitud extrema de la actividad económica durante el año pasado ha afectado a las cadenas de suministro. Normalmente, la cadena de suministro global funciona con un delicado equilibrio, con unos calendarios meticulosos del transporte marítimo y la carga en contenedores en todo el mundo. El cambio en la demanda de algunos productos durante la pandemia y las diferentes respuestas a la pandemia en cada país ha roto el equilibrio del sistema, provocando problemas logísticos con los contenedores y envíos a menudo ubicados en zonas incorrectas. Esto ha incrementado los costes de los envíos (gráfico 1) y ha alargado los plazos de entrega, lo que ha provocado tanto aumentos de costes a nivel de la cadena de suministro como límites de capacidad, lo que ha contribuido también al creciente coste de los productos disponibles.

## Gráfico 1. Índice Shanghai Shipping Exchange China Export Containerised Freight



Fuente: Bloomberg, del 4 de junio de 2011 al 4 de junio de 2021.

A la larga, los mayores precios alientan la oferta y reducen la demanda. Esperamos que las presiones sobre la inflación remitan a medida que el mundo vuelva a un equilibrio económico más previsible y equitativo, pero llevará tiempo. Lo que ahora produce inflación debería suponer un freno para la futura inflación cuando el sistema se normalice en los próximos trimestres.

### De estímulo a obstáculo

Los movimientos de los precios de las materias primas pueden afectar a la inflación, pero, a no ser que los precios de las materias primas suban sin cesar con el tiempo, los estímulos inflacionistas de este año se convertirán en obstáculos el año que viene. Tomemos el petróleo como ejemplo, cuya variación interanual marcó máximo un año después de que su precio registrase su mínimo de unos 20 dólares en abril de 2020; este estímulo para la inflación se convertirá en un obstáculo en los próximos trimestres. Como vemos en el gráfico de abajo, la variación interanual de los precios del petróleo ofrece una buena lectura del rumbo de la inflación, pues el IPC interanual de EE. UU. sigue la variación en doce meses del precio del petróleo (línea negra). Los escenarios que podríamos contemplar a partir de ahora implicarían presiones bajistas sobre el IPC interanual de EE. UU. y, en el caso de que los precios del petróleo se mantuvieran estables, la inflación general volvería a estimarse a entorno al nivel del 2% en abril de 2022.

Nuestro escenario principal es que los precios del petróleo se mantendrán dentro de un rango en el próximo año. Es importante tener en cuenta que el acuerdo de la OPEP+ de los últimos años ha restringido la cantidad de petróleo que pueden extraer los países y, por tanto, la oferta siempre puede incrementarse. Esto, junto con el aumento de yacimientos de esquisto en EE. UU., está ayudando a aumentar la oferta, lo que creemos que probablemente reducirá las presiones sobre los precios en adelante.

## Gráfico 2. Los efectos de base se reducirán incluso con altos precios del petróleo



Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg, a 31 de mayo de 2021. Las líneas de puntos son solo previsiones y no deben considerarse exactas.

Uno de los obstáculos para estas previsiones es que los precios de las materias primas podrían seguir subiendo en este momento del ciclo. Si pensamos en las condiciones para el despegue de la inflación, muy probablemente sucede cuando la economía está en auge. Cuesta imaginar que la inflación se acelere si el crecimiento se ralentiza. Si pensamos en cuáles son los factores clave del crecimiento global, lo primero que pensamos es en China. Curiosamente, vemos un endurecimiento de las condiciones en ese país (observado en la reducción del crecimiento del crédito representado por el impulso del crédito de China en el gráfico 3), algo que desde el punto de vista histórico indica que va a actuar como obstáculo contra los precios de las materias primas y posiblemente como freno fundamental a las presiones inflacionistas. Los anteriores episodios reflacionistas de 2012 y 2016 coincidieron con un fuerte crecimiento del crédito en China. Esto contrasta con el contexto actual, pues el impulso del crédito de China tocó techo a finales del año pasado. Recientemente hemos visto también que China ha impuesto límites máximos a los precios del carbón para reducir unos costes de la energía persistentemente altos.

## Gráfico 3. Índice CRB Raw Industrials e impulso del crédito de China, % de variación interanual



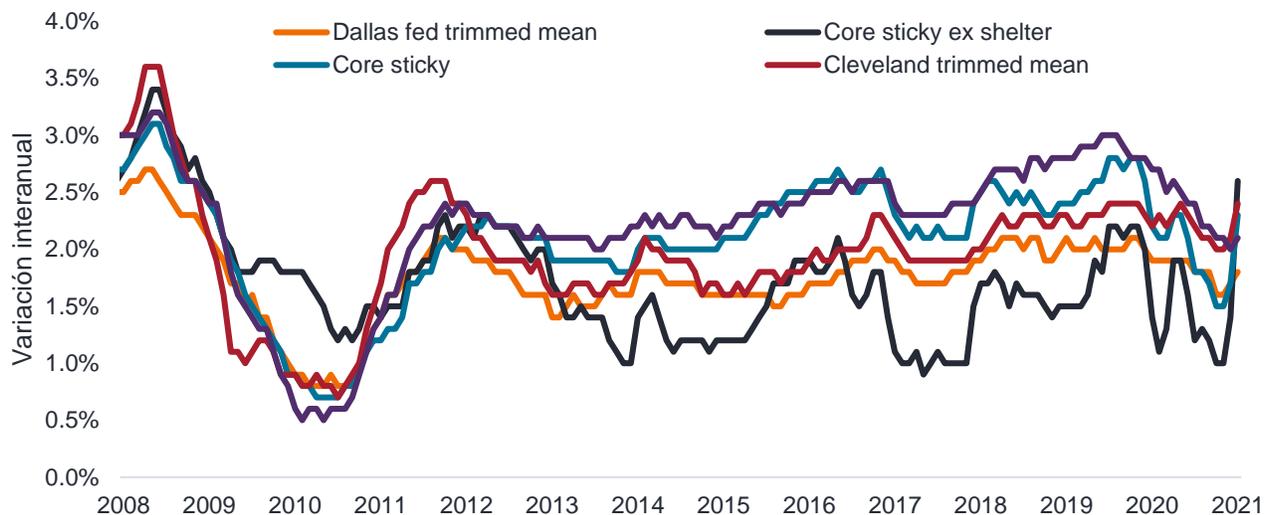
Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg, CRB = Oficina de Investigación de Materias Primas, del 31 de marzo de 2011 al 31 de marzo de 2021

## ¿Inflación persistente o pasajera?

Es importante mirar lo que subyace bajo las subidas de precios. Al fin y al cabo, la inflación es un aumento persistente del nivel general de los precios, no un impacto puntual. La composición actual de las subidas del índice de inflación ha estado dominada por importantes variaciones en las tarifas aéreas y los coches de segunda mano (en EE. UU.), lo que sintomático de cambios de precios relativos (es decir, los problemas en la oferta de nuevos vehículos elevan los precios de los vehículos usados) y no de inflación. Una forma de verlo es teniendo en cuenta la amplitud de los precios que figura en el gráfico 4.

- Eliminar los elementos volátiles puede ser útil si nos fijamos en la inflación subyacente (que excluye los costes de los alimentos y la energía), aunque la naturaleza de la pandemia ha hecho que incluso algunos precios que normalmente se considerarían más estables, como los de los coches de segunda mano y las tarifas aéreas, se hayan vuelto mucho más volátiles.
- Si nos fijamos en los valores medianos o en la media truncada, el impacto de los grandes valores atípicos (tanto positivos como negativos) desaparece, lo que supone un indicador que se ajusta más a la definición de aumento persistente de los precios generales. La media truncada es la media que excluye el 8% superior e inferior del desglose.

### Gráfico 4. Mediciones alternativas de la presión inflacionista



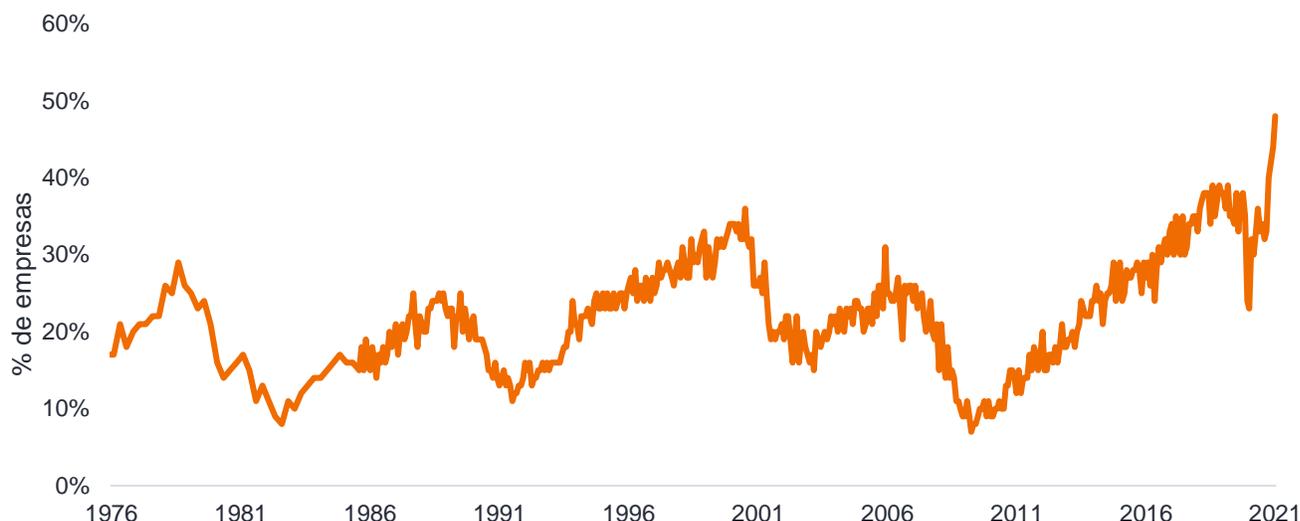
Fuente: Bloomberg, del 30 de abril de 2008 al 30 de abril de 2021.

Si analizamos los precios desde esta perspectiva, están subiendo, pero siguen dentro del intervalo (1,5% a 3,0% interanual) que hemos visto en los últimos diez años.

## Inflación salarial

La inflación de los precios puede volverse más persistente si las subidas de precios vienen acompañadas de subidas salariales; de lo contrario, la mayor inflación actúa como un impuesto al consumo. El gráfico 5 siguiente vemos que a las empresas les resulta cada vez más difícil encontrar la mano de obra que necesitan, una situación que puede requerir mayores salarios para atraer a los trabajadores adecuados.

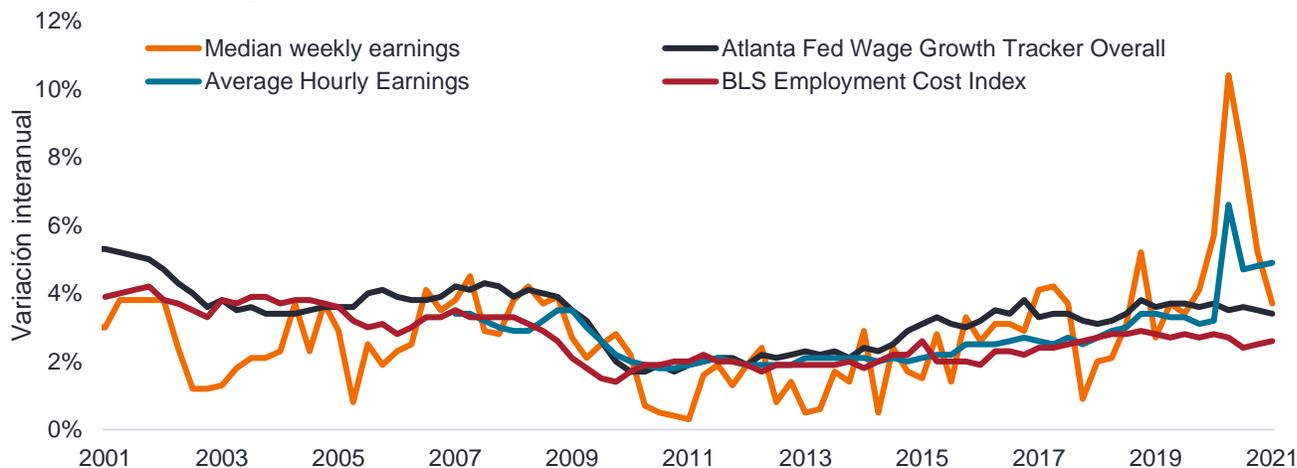
### Gráfico 5. Encuesta de pequeñas empresas de EE. UU.: % de empresas con vacantes de empleo



Fuente: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream. Encuesta de la Federación Nacional de Empresas Independientes (NFIB), porcentaje que declara vacantes de empleo (uno o más empleos que cuesta cubrir), de diciembre de 1973 a mayo de 2021

Sin embargo, algunos indicadores de la inflación se han visto muy distorsionados por la pandemia, como el salario medio por hora, debido a los efectos de composición. Los indicadores que tienen en cuenta cómo la pérdida de empleos ha afectado a los salarios más bajos en mayor medida que a los más altos no muestran ningún indicio de dicho aumento (véase el gráfico 6). Al menos hasta la fecha, parece que el mercado laboral ha ganado mucho poder adquisitivo como resultado de la pandemia.

### Gráfico 6. No hay espiral precio-salario sin una aceleración del crecimiento salarial



Fuente: Bloomberg, Oficina de Estadística Laboral de EE. UU., Reserva Federal de Atlanta Federal, del 31 de marzo de 2001 al 31 de marzo de 2021. El salario medio por hora y el salario mediano han registrado una distorsión importante por los efectos de composición.

La sindicalización sigue siendo baja comparado con la década de 1970, cuando los salarios subían a la vez que los precios. Hay evidencias de que algunos grandes empleadores pagan más, especialmente en EE. UU. (p. ej., Walmart), pero no está claro que esto va a continuar y sigue afectando un conjunto relativamente pequeño de trabajadores. Además, algunos de los problemas a corto plazo del mercado laboral, como los ERTE en el Reino Unido las prestaciones de desempleo mejoradas de 300 dólares semanales en EE. UU. para los parados, llegan o llegarán a su fin y veremos cómo los participantes del mercado laboral vuelven a la población activa. A la larga, esperamos que esto limite la necesidad de las empresas de subir los salarios y, por tanto, reduzca las presiones salariales en los próximos trimestres.

Otro factor que hay que tener en cuenta es el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia. En su inmensa mayoría, ha sido acumulado por las familias más pudientes y ha acabado en activos financieros como la bolsa o viviendas, en lugar de gastarse. Esto está generando precisamente una inflación de los precios de los activos, con un impacto mínimo en la inflación salarial. Algo en lo que coincide el análisis del Banco de Inglaterra que muestra que, en general, solo los hogares más pudientes han acumulado ahorro, mientras que los menos pudientes han tenido que recurrir a los suyos.<sup>1</sup>

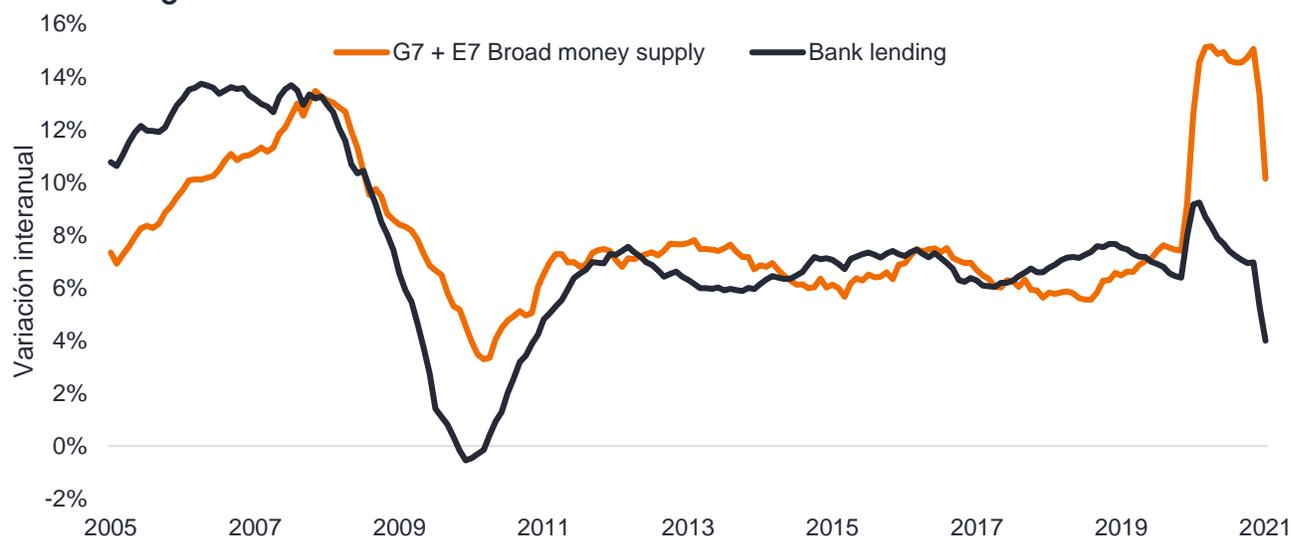
<sup>1</sup> Fuente: Banco de Inglaterra, «How has Covid affected household savings?», 25 de noviembre de 2020.

## Oferta monetaria y estímulo fiscal: ¿esta vez es diferente?

Por primera vez desde la crisis financiera global, la política monetaria y la política fiscal son expansivas y funcionan de forma conjunta, lo que podría provocar presiones sobre los precios si la oferta no mantiene el ritmo. Dicho esto, debemos tener en cuenta que la deuda creada durante la pandemia se ha utilizado para sostener el consumo actual, lo que podría actuar como freno al futuro crecimiento. Además, los mercados responden al ritmo de los cambios; el impulso de la política fiscal probablemente se convertirá en un obstáculo fiscal, a no ser que los gobiernos sigan gastando más que el año anterior, lo que es poco probable que pase. El estímulo ha sido de una magnitud sin precedentes. Los ERTE y los cheques de ayuda han provocado un aumento de la renta disponible, lo que difiere de anteriores *shocks* económicos recesivos. Esto, junto con la cantidad récord de expansión cuantitativa de los bancos centrales, ha provocado intranquilidad en algunos acerca de las perspectivas de la inflación.

La máxima del economista Milton Friedman es que la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario ataca a los riesgos de devaluación de la divisa e hiperinflación. Pero es demasiado simplista. El aumento de la oferta monetaria se ha dirigido al sector público para financiar esos planes de emergencia, mientras que la demanda de crédito del sector privado se ha movido en la dirección contraria: la gente ha utilizado los pagos de las ayudas para reducir su deuda o su deseo de endeudarse (gráfico 7).

### Gráfico 7. ¿Puede mantenerse la inflación sin una fuerte creación de crédito?



Fuente: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream, G7 = EE. UU., Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, Japón y Canadá. E7 = China, India, Brasil, México, Rusia, Corea del Sur y Taiwán. Del 31 Abril 2005 al 31 Abril 2021.

El crecimiento de la oferta monetaria amplia se está reduciendo considerablemente y los préstamos bancarios (la demanda de crédito) ha vuelto a caer a niveles que no se registraban desde 2011. Esto se ha visto corroborado por los recientes datos que indican que el exceso de liquidez de los bancos estadounidenses se está poniendo a trabajar en los mercados de valores y no se está prestando a la economía real. Por tanto, no sorprende que la velocidad de circulación del dinero M2 se desplomara en el primer trimestre de 2020 y

no se haya recuperado en absoluto desde marzo de 2020, manteniéndose en niveles que no se registraban desde la década de 1940<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Fuente: FRED Consejo de la Reserva Federal de San Luis, Haver Analytics, 27 de mayo de 2021.

Aunque seguimos siendo conscientes de los largos y variables desfases de la política monetaria que pueden hacer que las presiones inflacionistas se aplacen en lugar de desaparecer, esto todavía no se muestra en estos indicadores clave.

## ¿Ha provocado la pandemia un cambio de marco?

*RIESGO: ¿Decidirán los políticos comprar el apoyo del electorado mediante gasto deficitario y podría la esperada expansión fiscal temporal volverse permanente?*

Más allá de la dinámica a corto plazo, también debemos tener en cuenta si los factores globales que han ejercido presión a la baja sobre la inflación subyacente pueden haber cambiado. Muchos de ellos son factores a largo plazo y, por tanto, no se mueven con rapidez, pero en muchos sentidos estos factores desinflacionistas a largo plazo se han visto amplificados por la pandemia en lugar de reducirse.

- **Carga de la deuda.** Desde el inicio de la crisis de la covid-19, la carga de la deuda ha aumentado considerablemente: la deuda pública superó el 105% del PIB global en 2020, subiendo desde el 88% en 2019.<sup>3</sup> Hasta la fecha, los grandes paquetes de estímulo han consistido principalmente en endeudamiento para apoyar el consumo, en lugar de gasto en inversiones productivas a largo plazo. En igualdad de condiciones, esto resulta en futuros pagos de capital e intereses que lastran el consumo futuro.
- **Globalización y tecnología.** La adopción de la tecnología se ha visto impulsada por la pandemia, por ejemplo, el repunte de la penetración de las ventas minoristas en Internet. El creciente uso de la tecnología y la automatización reduce el poder de negociación de los trabajadores. La globalización es un proceso lento que puede llevar muchos años; la mayoría de las empresas no pueden relocalizar rápidamente una fábrica. Por eso mismo, los estrechos vínculos del transporte global implican que para los productores resulta relativamente fácil cambiar a productos/áreas de fabricación de menor coste. Los volúmenes de comercio registran ahora máximos históricos<sup>4</sup>, por lo que cualquier cambio en nuestra perspectiva probablemente será gradual a nivel macro, a menos que haya un cambio en la voluntad política hacia un proteccionismo mucho mayor.
- **Demografía.** En muchos países, las tasas de fertilidad marcaron nuevos mínimos en 2020. La demográfica desempeña un papel importante a largo plazo y, en nuestra opinión, la continua disminución de las tasas de natalidad provocará continuos efectos desinflacionistas a lo largo del tiempo. Aunque a menudo se dice que la actual generación de jubilados provoca inflación porque consume más de lo que produce, los mismos estudios muestran que los jóvenes son el grupo que mayor inflación genera.<sup>5</sup> Un descenso de la tasa de natalidad supone menos jóvenes y una menor demanda de bienes y servicios en el futuro. Una sociedad que se prepara para los desafíos del envejecimiento implica una menor inversión a la larga (la dinámica opuesta a la que vimos en la década de 1970 con los *baby boomers*). También es destacable que la edad de jubilación aumenta cada vez más, pues los gobiernos reconocen que los pasivos de las pensiones no son asequibles tal y como están estructurados en la actualidad. De nuevo, esto apunta a un mayor ahorro y a una menor inversión a lo largo del tiempo.

<sup>3</sup> Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales, 17 de febrero de 2021.

<sup>4</sup> Fuente: UNCTAD, Global Trade Update, 19 de mayo de 2021.

<sup>5</sup> Fuente: «Demographic structure and macroeconomic trends», Yunus Aksoy, Henrique S Basso, Tobias Grasl y Ron P Smith, enero de 2015.

### ¿QUÉ PODRÍA CAMBIAR?

Resumiendo, la evidencia y los indicadores presentados parecen indicar que aunque la subida de la inflación será importante, es de carácter cíclico y se espera que toque techo en los próximos trimestres. Sin embargo, hay riesgos importantes que deben tenerse en cuenta y que podrían provocar un cambio de marco.

- ▶ Se espera que los problemas de las cadenas de suministro sean pasajeros, pero la experiencia de la pandemia podría provocar un cambio más significativo hacia relocalizaciones de las cadenas y el proteccionismo. Habrá que estar atentos a los salarios, pues muchas empresas señalan que les cuesta encontrar trabajadores. Existe el riesgo de que se hayan producido cambios permanentes en el mercado laboral que hayan reducido la mano de obra; esto podría dar lugar a una mayor presión salarial que eleve el precio de la mano de obra, sosteniendo a su vez unos precios más altos.
- ▶ Los grandes programas fiscales y déficits podrían volverse permanentes (no temporales), si la voluntad política de monetizar la deuda y generar inflación concita el apoyo populista del electorado en el futuro.

## Información importante

**Las opiniones presentadas son a la fecha de publicación. Son solo para fines informativos y no deben utilizarse ni interpretarse como inversión, asesoramiento legal o fiscal o como una oferta de venta, una solicitud de una oferta de compra o una recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, estrategia de inversión o sector del mercado. Nada en este material se considerará una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversiones específicos para los requisitos del cliente. Las opiniones y los ejemplos son una ilustración de temas más amplios, no son una indicación de la intención comercial, están sujetos a cambios y pueden no reflejar los puntos de vista de otros miembros de la organización. No tiene la intención de indicar o implicar que cualquier ilustración / ejemplo mencionado esté ahora o haya estado alguna vez en alguna cartera. No se pueden garantizar previsiones y no hay garantía de que la información suministrada sea completa u oportuna, ni existen garantías respecto a los resultados obtenidos de su uso. Janus Henderson Investors es la fuente de datos, a menos que se indique lo contrario, y cree razonablemente que puede confiar en la información y los datos obtenidos de terceros. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. La inversión implica riesgos, incluida la posible pérdida de capital y la fluctuación del valor.**

No todos los productos o servicios están disponibles en todas las jurisdicciones. Este material o información contenida en él puede estar restringido por ley, no puede ser reproducido o referido sin permiso expreso por escrito o usado en cualquier jurisdicción o circunstancia en la cual su uso sería ilegal. Janus Henderson no es responsable de ninguna distribución ilegal de este material a terceros, en su totalidad o en parte. El contenido de este material no ha sido aprobado ni respaldado por ninguna agencia reguladora.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual los productos y servicios de inversión son proporcionados por las entidades identificadas en las siguientes jurisdicciones: (a) Europa por Janus Capital International Limited (número de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (número de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (número de registro 2678531), Henderson Equity Partners Limited (número de registro 2606646), (cada uno de ellos registrado en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management SA (número de registro B22848 en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) EE. UU. por asesores de inversiones registrados en la SEC que son subsidiarias de Janus Henderson Group plc; (c) Canadá a través de Janus Capital Management LLC solo para inversores institucionales en determinadas jurisdicciones; (d) Singapur por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (número de registro de la empresa 199700782N). Este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; (e) Hong Kong por Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Este material no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong; (f) Taiwan R.O.C por Janus Henderson Investors Taiwan Limited (operado independientemente), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tel: (02) 8101-1001. Licencia SICE aprobada número 023, emitida en 2018 por la Comisión de Supervisión Financiera; (g) Corea del Sur por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited solo para inversores profesionales calificados (según se define en la Ley de servicios de inversión financiera y mercado de capitales y sus subregulaciones); (h) Japón por Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulado por la Agencia de Servicios Financieros y registrado como una Firma de Instrumentos Financieros que lleva a cabo Negocios de Gestión de Inversiones, Negocios de Agencias y Asesoramiento de Inversiones y Negocios de Instrumentos Financieros Tipo II; (i) Australia y Nueva Zelanda por Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47124279518) y sus entidades corporativas relacionadas incluyendo Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16165119531, AFSL 444266) y Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (j) Oriente Medio por Janus Capital International Limited, regulado por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubai como Oficina de Representación. No se realizarán transacciones en el Medio Oriente y cualquier consulta debe dirigirse a Janus Henderson. Podemos grabar llamadas telefónicas para nuestra protección mutua, para mejorar el servicio al cliente y para fines de mantenimiento de registros reglamentarios.

Fuera de los EE. UU. : Para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, calificados y sofisticados, distribuidores calificados, inversores mayoristas y clientes mayoristas según lo define la jurisdicción aplicable. No para visualización o distribución pública.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus subsidiarias. © Janus Henderson Group plc.