

Tenemos que hablar de inflación

Los últimos meses se han caracterizado por la aceleración de las campañas de vacunación, la mejora de la confianza y el aumento de la movilidad. Todo lo anterior se está reflejando en una reactivación generalizada de la demanda mundial, aprovechando tanto la existencia de unas condiciones financieras muy favorables como el apoyo de los estímulos fiscales y la liberación del ahorro embalsado. En condiciones normales, la flexibilidad que han proporcionado las cadenas de valor a la oferta global debería permitir satisfacer ese incremento de la demanda sin excesivas fricciones. Pero tras un año de cierres y restricciones, con escasa visibilidad para las empresas, preocupa que ni los niveles de existencias ni las cadenas logísticas puedan estar lo suficientemente engrasadas para responder con rapidez al que está siendo el mayor repunte del gasto público y privado de los últimos 15 años.

Por tanto, todas las buenas noticias en el ámbito de la actividad se están viendo acompañadas por señales de presiones al alza en la inflación, el mejor termómetro a la hora de reflejar los desajustes entre oferta y demanda. Es cierto que, de momento, las tensiones están muy localizadas en el ámbito de las materias primas, mientras que las lecturas más tendenciales de precios están lejos de niveles preocupantes, lo que deja traslucir que buena parte del ascenso se debe a factores transitorios que deberían ir desapareciendo en la segunda parte del año. Pero, cuando la inflación ya se ha situado en el 4,2% en EE. UU. (con riesgo de tocar el 5% este verano por primera vez desde 2008) y en el 2,4% en Alemania, es normal que los inversores empiecen a mostrar cierto nerviosismo.

Sobre todo, porque los precios de producción ya reflejan el encarecimiento de las primeras etapas de las cadenas de valor, tanto en EE. UU. (6,1%) como en Europa (7,6%), como era de esperar por la escasez de productos como los semiconductores, esenciales como *inputs* en muchos sectores. Sin embargo, lo más inquietante son algunos cuellos de botella que se detectan en el mercado laboral. Por ejemplo, en el último ISM del sector manufacturero en EE. UU., los empresarios han manifestado que las dificultades para contratar trabajadores son su principal fuente de preocupación a corto plazo (por encima de la pandemia), pese a que todavía falta por recuperar casi un tercio del empleo perdido en EE. UU. (8 millones de puestos de trabajo). Siendo conscientes de que las distorsiones causadas en la oferta de trabajo por las generosas ayudas gubernamentales o por el cierre de las escuelas se deben ir diluyendo con el tiempo, no debemos descartar que la pandemia esté provocando efectos duraderos sobre la flexibilidad de la oferta de trabajo.

Queríamos más inflación y ya la tenemos, pero como nos recuerda el viejo proverbio chino, «ten cuidado con lo que deseas, porque podría hacerse realidad». De momento, la buena noticia es que, después del aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés que se produjo a principios de año en EE. UU., los mercados están reaccionando con mucha tranquilidad, sin prácticamente cambios en las expectativas de evolución de los tipos de interés. Es decir, pese a que los bancos centrales llevan combatiendo durante casi una década un enemigo muy diferente (la deflación), los mercados siguen confiando en su capacidad para anticiparse en caso de que el riesgo de recalentamiento económico aumente. Una anticipación que limitaría los efectos que puedan tener las sorpresas al alza en precios en las expectativas de tipos de interés y en la rentabilidad de la deuda a largo plazo. De momento, todavía hay margen desde las rentabilidades actuales del bono americano (1,6%) hasta la zona que podría provocar turbulencias.

En definitiva, aunque esperado, el aumento de la inflación está causando incomodidad, por los elevados niveles alcanzados y por el riesgo de persistencia en la zona actual durante un tiempo superior al digerible sin sobresaltos por los inversores. En nuestro caso, seguimos esperando una caída gradual a partir del verano, aunque vemos más riesgo en la evolución de los precios en EE. UU. que en Europa. Sin embargo, no damos por descontado que los factores estructurales que moderaron la inflación en las últimas décadas (globalización, envejecimiento de la población, etc.) vayan a frenar automáticamente cualquier conato de repunte en los precios en circunstancias tan especiales como las actuales. En términos coyunturales, nunca la política económica había tenido un sesgo tan expansivo cuando el ciclo económico ya está despegando y, además, se avecinan cambios (ajuste de las cadenas de valor para reducir su fragilidad, aumentos de la fiscalidad empresarial, etc.) que pueden tener efectos sobre el proceso de fijación de precios. La clave es si, como piensan muchos economistas (entre ellos, Paul Krugman), nos encontramos ante una economía que, simplemente, está patinando al intentar pasar de 0 a 100 en poco tiempo y, por tanto, inercialmente recuperará con facilidad la estabilidad. O, por el contrario, como opina otra parte de la academia (Summers, etc.), el recalentamiento provocado por una política de demanda excesivamente expansiva puede poner a prueba la solidez del motor económico. En todo caso, lo que parece claro es que este va a ser el tema a seguir durante los próximos meses.

José Ramón Díez
Junio de 2021