

Flash note
21/06/2021

Alex Fusté

@AlexfusteAlex

alex.fuste@andbank.com

Good News! La expectativa de inflación podría durar poco

Scripta manent (lo escrito, escrito está).

Nótese que el título de esta nota es el mismo que el de la nota enviada el 27 de mayo. Cuando hace menos de un mes les escribí aquella nota “Flash Note: Good News! La expectativa de inflación podría durar poco” (que adjunta en el historial del mail) no pensaba que nuestras proyecciones se fueran a dejar notar de forma tan temprana.

En mayo les advertía que la Comisión Reguladora de Bancos y Seguros de China (CBIRC) exigía a las entidades financieras que desmontaran sus libros de productos vinculados a las materias primas, prohibiendo a los bancos vender inversiones vinculadas a las materias primas. Advertía también que habría mayor fiscalización de las transacciones relacionadas con materias primas y que tal decisión suponía un ataque frontal a cualquier acción que resulte en un aumento injustificado de los precios. Concluía mi nota haciendo una valoración concreta, y deduciendo que sí me parecía que el CBIRC se estaría moviendo para conseguir un efecto visible en forma de caída de precios de las commodities. Como así ha acabado sucediendo (el índice global de commodities ha caído un 4.5% en la última semana, tras haber aumentado un 60% desde marzo 2020).

La pregunta es: ¿Y ahora, qué? ¿Volverán a subir las materias primas?

Creo que las commodities dejarán de ser un driver inflacionista, dando inicio a un periodo de estabilidad en precios, o incluso algo más de bajadas (si bien no debieran ser relevantes). Dos razones me mueven a pensar de esta manera:

1. Al ser el principal consumidor de materias primas del mundo, China centrará obligatoriamente la atención de todos los agentes de mercado. Hay que saber si China seguirá reprimiendo la especulación con materias primas o no. Personalmente opino que así será. ¿Por qué? Al fin y al cabo, la fuerte suba en el precio de los commodities internacionales resulta muy negativa para el mayor importador de materias primas del mundo, y afecta de forma notoria la rentabilidad industrial. Y lo más importante, agrega motivos para retirar estímulos monetarios y fiscales, quizás de forma prematura, y sin haber logrado antes la búsqueda estabilización financiera. Algo que Pekín querría evitar a toda costa. Una vez hemos entendido que China continuará reprimiendo la especulación por las tres vías que utiliza en la actualidad: 1) obligando a

los bancos a deshacer sus libros de commodities, 2) liberando stocks de materias primas de sus reservas estratégicas, 3) limitando la acción de trading de commodities en las SOEs a nivel *on-shore* y *off-shore*, entonces hay que preguntarse cuan efectivas serán estas medidas en el objetivo de relajar los precios de las commodities. Para ello hay que responder previamente a la siguiente pregunta: ¿Es China un *price taker*, o un *price setter*? Si fuera claramente lo segundo, esperaríamos una continuidad en la caída del precio en las commodities. Pero mucho me temo que China combina un poco de las dos cualidades. Razón por la cual me inclino a pensar en una estabilidad de las materias primas, antes que un entorno de fuertes caídas (lo que no deja de ser un entorno benigno para los mercados, en el sentido que dejarán de ser un driver de aceleración de precios)

2. El papel de la Fed es y será crucial en la evolución de las materias primas. Al adoptar un *stance* más *hawkish*, la Fed ha “forzado” a los inversores a reevaluar su expectativa de inflación (como queda demostrado por la subida del dólar, y la caída de los commodities). Las palabras de la Fed, en sus últimas reuniones, han transportado a los inversores al *Taper Tantrum* del 2013 (por cierto, momentos difíciles para los activos de riesgo), y como los commodities pueden ser perfectamente considerados hoy activos de riesgo, la presencia constante de un discurso *hawkish* de la Fed a medida que vaya cumpliendo todos sus objetivos marcados (empleo, crecimiento y precios al alza), hará que los inversores reevalúen constantemente (a la baja) tanto las expectativas de inflación, como el precio de las commodities.

Resumiendo de forma ejecutiva:

1. Las materias primas habrían llegado al fin de su ciclo alcista, contribuyendo a una moderación en las expectativas de inflación globales.
2. Las lecturas anualizadas de IPC (en USA) colapsarán. Desde los niveles anualizados del 7%-8% en los últimos 6 meses, deberíamos ir hacia cifras en torno al 2%-4% anualizado en las próximas lecturas MoM, QoQ. Las razones que me hacen pensar así son de corto y de medio plazo:
 - a. Corto: La deflación 2020 inducida por Covid revirtió hacia Junio-Julio (por lo que el efecto base sugiere que este Julio podríamos ver pico en la lectura interanual de IPC)
 - b. Medio: 1) Las ayudas extraordinarias, subsidios y complementos por desempleo, y que han mantenido a millones de trabajadores fuerza del mercado laboral, desaparecerán en los próximos meses y volverán a atraer a esos trabajadores hacia el mercado laboral, presionando salarios a la baja. 2) Los cuellos de botella (drivers inflacionistas) generados a partir de una demanda reprimida, que se desata una vez se reabren las economías, se van normalizando de forma visible y continuarán disipándose

durante la 2H21. Y con ello, se disipará la escasez de algunos bienes como drivers inflacionista.

3. Todo este escenario de moderación en la expectativa de inflación, **debieran disipar los temores a un movimiento “U-turn” de la Fed; lo que debería ayudar a renovar la confianza del mercado.**
4. **Cuadro general:** Reconozco que, a pesar de esta moderación en los precios, ciertamente podríamos haber entrado en un cambio de régimen, pasando desde condiciones altamente deflacionarias (que han dominado el mundo en los últimos años) hacia un entorno más parecido al de los 90 (entorno industrial expansionista con un escenario de precios algo más elevados a los observados), pero creemos que este escenario no debería ser motivo de alarma. Estaríamos, pues, ante un cambio de régimen **que pudiera ser bienvenido por el mercado** y que podría alcanzar a los próximos 3-4 años vista.

Soy consciente de que este escenario que les planteo puede parecer de una ingenuidad conmovedora. Pero es el escenario más probable según indica el precio de los activos en el mercado hoy.

Quizás debamos empezar a pensar seriamente que el mercado pueda estar en lo cierto. Al fin y al cabo, esta es una visión inducida por la Fed. ¿Se equivoca la Fed?

Cordiales saludos