

**Alex Fusté**  
Chief Global Economist  
Andbank

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



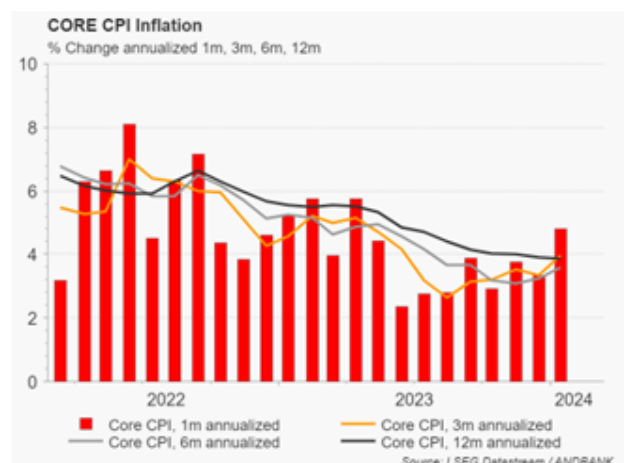
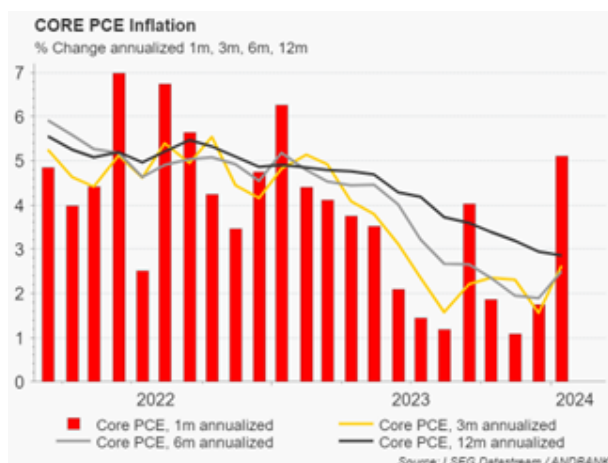
## El eterno 2%: Cuando la inflación se burla del optimismo, sin desatar el caos.

Hay una frase de mercados que dice: el optimismo es el enemigo del comprador racional. Significa que ese hombre, muchas veces, no participa de la fiesta. Eso, que es así, se debe en parte a la estrecha relación que hay entre los mercados y la pizza. Comprar acciones solo porque están subiendo es como comprar pizza solo porque está caliente. Ha cobrado sentido. El optimismo actual tiene que ver con la percepción de “misión cumplida” en lo referente a una inflación controlada sin tener que incurrir en una recesión. Buen escenario, sin duda. Es en momentos como este cuando entiendo por qué el mercado de valores hace que uno se sienta más inteligente de lo que es, hasta que nos revela que no es así. Es porque no hay lugar en el mundo en donde se practique más el optimismo que en la bolsa de valores. Miren. En una lectura superficial de los datos de precios del 29 de febrero, uno observa un aumento en el índice *month on month* (mom) de precios PCE, pero no se preocupa porque, al fin y al cabo, hay una estacionalidad en enero que hace que siempre suba en este mes; por lo que nuestro hombre se fija solamente en la lectura *year on year* (yoy) para observar, confiadamente, que el dato muestra una nueva y tranquilizadora moderación de los precios (ver círculo en la tabla a continuación)

Los inversores observan confiadamente que el dato de precios yoy muestra una nueva y tranquilizadora moderación...

Country/Region	Indicator Name	Period	Reuters Poll	Actual	Prior (revised)
United States	Core PCE Price Index MM	Jan	0,4%	0,4%	0,1%
United States	Core PCE Price Index YY	Jan	2,8%	2,8%	2,9%

Haciendo el tratamiento correcto de los datos (pero sin torturarlos hasta hacer que digan lo que uno quiere), observo algo muy diferente. El salto de la inflación, medida por el índice Core PCE mom, es el mayor en doce meses. Anualizando la cifra, para saber a que ritmo anual corre, nos da el 5.1% (ver primer gráfico inferior, serie 1month *annualized*).



... pero el salto de precios, medido por el índice Core PCE mom, es el mayor en doce meses.

Si bien las encuestas ya ofrecían esa perspectiva de salto, el rebote ha sido tal que ha propulsado los datos trimestrales y semestrales de inflación (ver primer gráfico de nuevo, serie 3m y 6m), que ya han dejado de estar en la zona sub 2%. Esas lecturas por debajo del 2% sustentaban la sensación de “misión cumplida”, pero ya no estamos ahí. El dato del 29 de febrero contradice también el optimismo de que el Core CPI USA, estancado desde junio en la zona 3,9%-4,1%, empezaría pronto a encarar de nuevo la senda hacia el 2%. Fíjense como las tasas mensuales, trimestrales y semestrales del IPC Core tienden al alza desde agosto (ver el segundo gráfico).

Quizá lo más sorprendente sea la reacción del mercado, que durante los dos días posteriores a la publicación del (mal) dato de precios, llevó al S&P y al Nasdaq a explorar nuevos máximos, con los bonos imitando al *equity* y cediendo 15 puntos básicos en TIR para el UST 10 años. Pareciera que el factor Fed ya no importara, primando únicamente la confianza en los beneficios. Quizás al mercado, con razón, no le preocupe este avance en la inflación mensual porque sabe que puede deberse a un cambio puntual en el método de cálculo del *housing costs*, o porque sabe que las empresas tienen la mala costumbre de subir precios en enero. ¡Quién sabe! Lo que sí empiezo a considerar es la idea de que el mercado realmente tenga la capacidad para absorber un *CPI headline* estancado en el 3% y unos *Fed fund rates* más altos durante más tiempo. Quiero así quitar dramatismo al hecho de que no se consiga llevar el CPI al 2%. Al fin y al cabo, un CPI al 3% podría ser incluso más atractivo para los beneficios empresariales que el 2%. Igualmente, un CPI al 3% también deja espacio para que la Fed haga algún recorte. Sin dramas, pues, pero siendo conscientes de que la Fed no nos va a dar ese gran “regalo” en forma de 6-7 bajadas a doce meses vista.

El mercado reaccionó bien al mal dato de precios, extendiendo el rally y haciendo nuevos máximos.

¿Entonces? Nuestra estrategia en mandatos se basa en un doble cálculo: 1) Si los *payrolls* del viernes salen fuertes y el CPI de febrero sigue estancado (alto), esa perspectiva de inflación alta y el escenario “*higher for longer*”, deberán ser tomados en cuenta; con lo que podríamos ver un *bear market* en bonos mientras que los inversores de *equity* deberán sopesar el equilibrio resultante entre los beneficios de una economía fuerte, y los costes de TIRs más elevadas, quizás en forma de contracción de múltiplos. 2) Si en cambio los *payrolls* y la inflación salen flojos, los bonos harán *rally*, pero los inversores de *equity* estarán confusos.

Difícil cálculo. Estamos sopesando el primero de los equilibrios en nuestros mandatos. Y todo con inteligencia humana. La IA todavía no ha persuadido al banco de que me pague por supervisar su trabajo. Por ahora, lo único que he logrado de la IA es que me haga la foto que he incluido en este *paper*.