

Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

Estimados inversores,

Inflación o recesión: he aquí el dilema.

Los últimos datos mensuales de inflación interanual en las principales economías siguen mostrando una tendencia al alza. Ciertamente es que la mitad del incremento del IPC es imputable al aumento de los precios de las materias primas energéticas, que difícilmente proseguirá en un futuro al mismo ritmo. De hecho, el precio del petróleo ya ha retrocedido desde máximos y está instalándose en niveles inferiores a los 100 dólares por barril. Pero la otra mitad del crecimiento de la inflación es imputable al aumento de la inflación subyacente, que se instala en niveles de dígito medio. Las convulsiones en los mercados energéticos y alimentarios derivadas de la guerra de Ucrania explican la mitad del problema. Pero ¿qué explica la otra mitad?

Algunas estadísticas sobre el ahorro en Estados Unidos nos pueden ayudar a comprender el aumento de la inflación subyacente. En circunstancias normales (en la media de una serie histórica larga), los norteamericanos suelen ahorrar, en agregado, cada mes, un 7% de su sueldo. Evidentemente, los de sueldo más bajo no ahorran prácticamente nada, y los de sueldo más alto una proporción muy superior a esa media. En el período de pandemia han llegado a ahorrar, en media, un 35% de su sueldo mensual. No perdieron sueldo (o fue suplido con ayudas estatales) y no tenían ocasión de gastarlo. Con la progresiva vuelta a la normalidad, esa tasa de ahorro ha ido disminuyendo, y el último mes ya solo ahorraban el 5% de su sueldo (menos de lo normal). Pero el gasto seguía siendo alto porque estaban tirando del ahorro acumulado durante los meses de pandemia en los que ahorraron mucho. En concreto, el saldo en cuenta corriente bancaria del americano medio aumentó en un 70% (en un 130% en el cuartil de menor renta, y en un 40% en el cuartil de mayor renta). En el último año, el incremento de gasto de los hogares americanos se produjo por volver a un nivel de ahorro mensual normal. Desde el último mes, ya ahorran menos de lo habitual y se están gastando los ahorros, el dinero que no pudieron gastar en épocas de restricciones. Salen más a cenar fuera, llenan los hoteles en vacaciones... Y esto no es un fenómeno solo americano. Cualquiera que haya reservado hotel para este verano lo puede constatar.

La inflación subyacente, la que no depende de las convulsiones de los mercados energéticos, es pues, en buena medida, también coyuntural. Se debe a que, de repente, después de muchos trimestres sin gastar prácticamente todo lo que se ganaba, como suele ser habitual, los consumidores están utilizando el ahorro acumulado para recuperar el tiempo perdido en pandemia. Los sectores más relacionados con ocio y turismo, aquellos que sufrieron las mayores restricciones, son los que lideran la subida de precios ante un aumento espectacular de una demanda insatisfecha acumulada.

Si los precios de la energía se estabilizan (no es ni necesario que bajen, aunque probablemente, a medio plazo lo hagan) y los ciudadanos vuelven a poder gastar solo su sueldo de cada mes (porque los ahorros acumulados en los meses de poco gasto forzado por la pandemia se acaban), la inflación volverá a niveles normales. De hecho, esto es lo que cotizan los mercados de bonos ligados a inflación, que prevén tasas anualizadas de entre el 2% y el 2,5% a partir de 2024.

¿Qué tendría que pasar para que la alta inflación no fuera coyuntural, sino duradera? Muy sencillo: que entráramos en una espiral de subida de sueldos para el año que viene tomando como referencia la inflación del año anterior. Si subimos los sueldos con la inflación del año pasado tenemos la garantía de que la inflación del año siguiente será muy similar a la del año anterior. Porque, a largo plazo, la inflación se corresponde con la subida de sueldos. Los precios suben hasta el límite en que los consumidores los puedan pagar. Y lo que los consumidores pueden pagar depende de su sueldo.

¿Subirán los sueldos lo mismo que la inflación pasada? En un mercado libre los sueldos suben si hay escasez de personas dispuestas a trabajar. Si hay abundancia de mano de obra no suben. En Estados Unidos la tasa de desempleo es muy baja, aunque haya reserva de mano de obra, sobre todo medida en horas de trabajo (mucha gente no trabaja todavía a jornada completa). En Europa la tasa de desempleo no es baja, hay gente que está parada y dispuesta a trabajar. Y, en todo caso, en los países menos desarrollados, hay masas ingentes de población dispuestas a incorporarse al mercado laboral de los países desarrollados. Las presiones en negociación salarial, en contexto de libre mercado, pueden ser significativas (aunque no brutales) en Estados Unidos, y no deberían ser muy relevantes en Europa. Si los salarios se rigieran estrictamente por la ley de la oferta y la demanda de horas de trabajo disponible, la inflación debería situarse en niveles muy contenidos, algo superior en Estados Unidos que, en Europa, pero no muy alejada del 2% de inflación previsto como objetivo a largo plazo por la Reserva Federal y el BCE.

Ahora bien, hay una parte relevante de la actividad económica que no opera en régimen de mercado libre. En especial en Europa, donde el porcentaje de gasto público sobre PIB (o dicho de forma más clara, el porcentaje de la población que recibe una paga cada mes con cargo al presupuesto) es más elevado. Los salarios de los empleados públicos en sentido amplio (funcionarios, contratados, y empleados por empresas que reciben subvenciones públicas), las pensiones (de jubilación y no contributivas), y otro tipo de subsidios que van directamente al bolsillo de los ciudadanos (rentas mínimas de inserción...) dependen de decisiones políticas. ¿Qué harán los gobernantes? Si en 2022 acabáramos teniendo una inflación próxima al 10%, ¿les aumentarían un 10% el sueldo a los funcionarios y a los pensionistas? ¿Cómo se tomarían semejante medida los empleados del sector privado? En especial aquellos, la mayoría, que no están en grandes empresas sujetas a fuertes presiones sindicales, que probablemente no podrían negociar semejantes subidas salariales y verían como su salario se estanca mientras el de aquellos que lo cobran con cargo a los impuestos que ellos pagan se dispara.

No es una pregunta fácil de responder. Aunque si quieren una referencia, el aumento del sueldo base de los funcionarios (que no el total) para el año que viene en Francia se limita al 3,5%. La propensión al gasto de los políticos en el gobierno (y la nula objeción a aumentos de sueldos de empleados públicos o pensionistas de los que están en la oposición) es indudable. Pero, ¿con qué dinero lo pagarían? ¿Hasta dónde pueden llegar el déficit y la deuda pública? La respuesta es muy compleja, pero si tengo que sintetizar les diría que hasta donde les permita el BCE. Hace un mes vivimos un episodio súbito y muy relevante de endurecimiento de las condiciones de financiación para muchos gobiernos europeos, con un aumento muy notable de las TIR de la deuda pública. El BCE salió, con palabras, al rescate, anunciando un nuevo instrumento contra la “fragmentación financiera” (es decir, dinero adicional para comprar deuda pública de los países con cuentas menos saneadas). La letra pequeña de dicho instrumento no la conocemos, pero no es difícil intuir que incluirá exigencias de rigor presupuestario.

Las subidas de tipos suelen ser reconocidas como el principal instrumento para luchar contra la inflación. La lógica de ese razonamiento es la siguiente: si subimos los tipos de interés, los ciudadanos endeudados tendrán menos dinero para gastar, porque una parte mayor de su sueldo tendrá que dedicarse a pagar intereses. Y, desde luego, tomarán menos préstamos para gastar más. Y los ahorradores, probablemente, como ya gastan todo lo que quieren, tampoco se gastarán los ingresos adicionales que perciban por intereses. Habrá menos dinero para gastar, y por tanto menor presión sobre precios. Si la oferta se mantiene, con menos dinero para pagarla, se reducirá la inflación. Pero, ojo, si el dinero disponible para gastar se reduce mucho, se reducirán no solo los precios, sino también la demanda de bienes y servicios, y acabará por disminuir también la oferta: habrá menos actividad económica y, por tanto, menor crecimiento o, incluso crecimiento negativo, recesión.

Subir un poco los tipos puede contener la inflación. Subirlos mucho puede llevar a la recesión. Y, en el caso europeo, además, subirlos mucho puede poner en peligro la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países que las tienen menos saneadas y resucitar las dudas sobre el euro como moneda única. Creo que “la justa medida” del BCE estará en llevar los tipos oficiales a niveles comprendidos entre el 1% y el 2%, y no permitir que los tipos de interés para la deuda pública a 10 años superen el 4% en los países con peor calificación crediticia. En Estados Unidos, los tipos de la Reserva Federal podrían situarse cerca del 3%, con un límite del 4% para la deuda pública a 10 años.

Si la subida de tipos fuera del orden de magnitud que creo, ¿entraríamos en recesión? No lo sé, aunque tras muchos trimestres de gran crecimiento económico, tener un par de trimestres con el PIB cayendo al -1% tampoco debería considerarse dramático. En todo caso, la lucha contra la inflación no depende tanto de la subida de tipos como de la contención de los gobernantes en no alimentarla, con subidas desmesuradas de sueldos a los empleados públicos que desencadenen el bucle salarios-inflación-salarios.

A 8 de julio de 2022, el Euro Stoxx 50 acumulaba una caída bursátil del 19% desde inicios de año. El retroceso en el valor liquidativo de Abante European Quality ha sido del 22% en el mismo período. Hemos realizado tres cambios en nuestra cartera. Hemos vendido las posiciones que teníamos en Airbus, Siemens y Total y hemos comprado Linde, Essilor y Hermès. Muchas gracias por su confianza, que espero sea correspondida con una recuperación notable de la rentabilidad del fondo en este ejercicio.

Josep Prats

Si desea más información sobre este producto, por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada 13/07/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores