



EEUU: BURBUJAS E INFLACIÓN

La dinámica sostenidamente alcista de los mercados, en particular el norteamericano, y los riesgos de un incremento en la inflación para dicha economía, son simplemente dos caras de una misma moneda. Pero de una moneda estructuralmente cargada a favor de los mercados.

Por Eugenio Andrés Acevedo, CFA.

La preocupación por la sostenibilidad de los niveles de mercados y sus valorizaciones, en particular en lo que respecta al norteamericano, sumado a perspectivas de un futuro estructuralmente inflacionario, parecen ser dos pilares de aquel difuso y cambiante termino llamado “consenso de mercado”.

Si bien existen múltiples variables que justifican ambos temores, mantenerlos como parte de una misma visión de mercado no parece consistente con la realidad económica actual.

Partiendo por lo más evidente, es indiscutible que, de acuerdo con la mayoría de las métricas tradicionalmente utilizadas, el mercado norteamericano hoy muestra muchos de los síntomas propios de una Burbuja. Un análisis rápido de ratios como el de capitalización bursátil sobre PIB, el Case Shiller PE, el Q de tobin, el de opciones put sobre call y el NASDAQ sobre el S&P500, sumado a datos de concentración en los mayores componentes del S&P500, los montos de *margin debt* y la mayoría de los indicadores de sentimiento, lo confirma rápidamente.

Pero el diagnóstico de una burbuja en base a tales lecturas, si bien aparentemente correcto, no parece de mayor utilidad sin un contexto claro de los *drivers* de estas dinámicas de mercado, las que primordialmente se encuentran en las políticas fiscales y monetarias de los últimos 15 meses

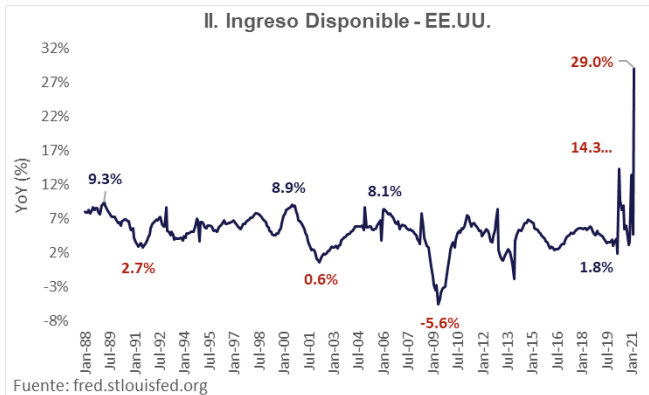
Como parte de este contexto es importante recordar la velocidad de la reacción del mercado (Gráfico I.) ante la crisis del COVID-19.



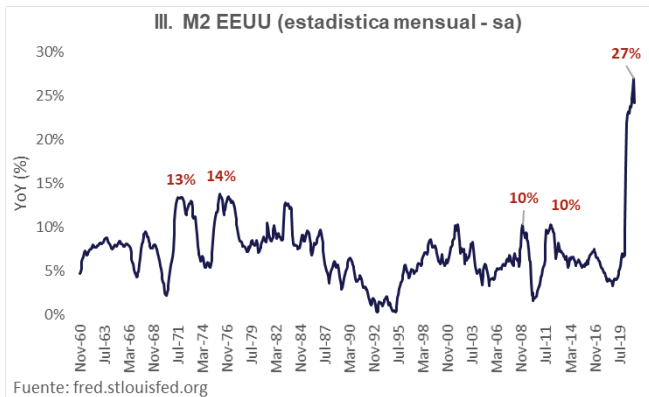
Pues la misma fue radicalmente más rápida que la observada durante los últimos periodos de estrés en 2001 y 2008, alcanzando el mercado (Russell 5000) su nivel mínimo en tan solo 33 días, versus los 17 y 30 meses que requirió respectivamente durante los periodos anteriores. Siendo la reacción igualmente brutal en el sentido contrario, requiriendo de solo 136 días desde aquel mínimo para retomar los niveles máximos pre Covid, versus los 3 y 4 ¡años! que se precisaron respectivamente en los dos eventos anteriores.

El origen de tan marcada discrepancia estuvo en la dilución de las fronteras entre las acciones de la Reserva Federal y el Tesoro norteamericano. Lo que llevó a que esta crisis, la de mayor impacto en términos de crecimiento económico en al menos los últimos 50

años, estuviese a diferencia de las anteriores acompañada de un alza en el crecimiento del ingreso disponible en la economía norteamericana, producto de los apoyos directos desde el fisco hacia esta. (Gráfico II.)



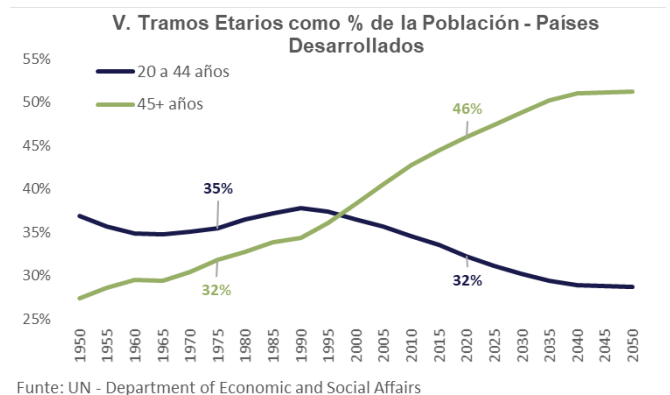
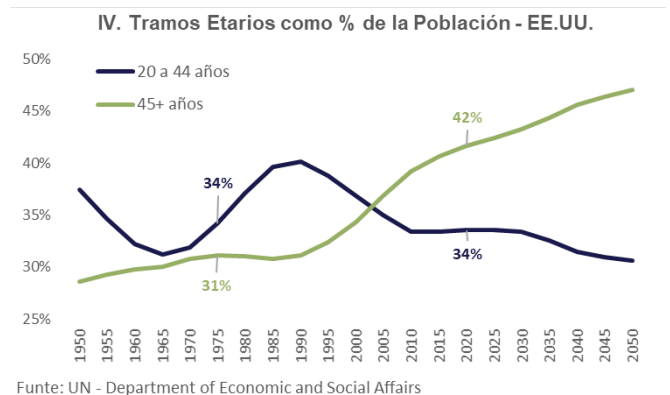
Y estas mismas acciones son las que han provocado un salto en los agregados monetarios hasta niveles récord de crecimiento no observados siquiera en la década de los 70, último periodo en que EE.UU. experimentó niveles inflacionarios realmente significativos. (Gráfico III.)



A partir de tales alzas parece ineludible repetir un escenario similar, con saltos en inflación equivalentes o aún mayores a los observados en dicho periodo, conectándonos con el segundo componente del actual consenso de mercado. Si bien todo parece indicar que la inflación exhibirá alzas en el corto plazo, como lo mostró con claridad el último dato de abril que registró un alza de 4,2% año a año, existen significativas diferencias entre la situación actual y la de los 70s y

principios de los 80s, distinciones que son críticas para considerar la sostenibilidad de estos incrementos.

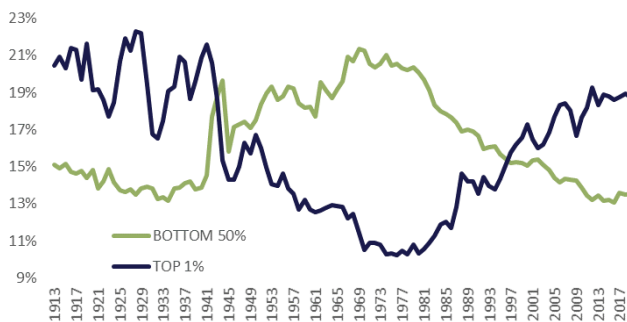
La primera de estas es la demografía, pues en EE.UU. el tramo etario responsable en gran medida por el crecimiento en el consumo (20 a 44 años) ha disminuido marcadamente respecto a los grupos más maduros enfocados en el ahorro. Y la misma dinámica es aún más marcada al observar el agregado de las economías desarrolladas utilizando la definición de la ONU para aquel grupo. (Gráficos IV. y V.)



La segunda, es la distribución del ingreso y la riqueza (Gráficos VI. y VII.). Entre los años 70 y 80 se alcanzó el piso en la desigualdad de la distribución de ambas métricas, las cual venía disminuyendo sostenidamente desde fines de la década de los 20 y los años 30. Pero desde aquellos niveles mínimos, no ha hecho más que aumentar, lo que apunta a que la propensión marginal al consumo del dólar promedio en la economía

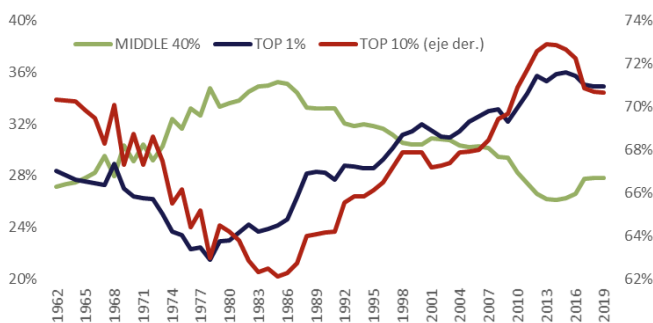
norteamericana ha caído de forma significativa y, por consiguiente, una proporción estructuralmente mayor se destina a ahorro e inversión en activos consistentemente más caros y con una capacidad cada vez menor de generar ingresos para niveles equivalentes de riesgo.

VI. Distribución del Ingreso - EE.UU.



Fuente: <https://wid.world/data/>

VII. Distribución de la Riqueza - EE.UU.

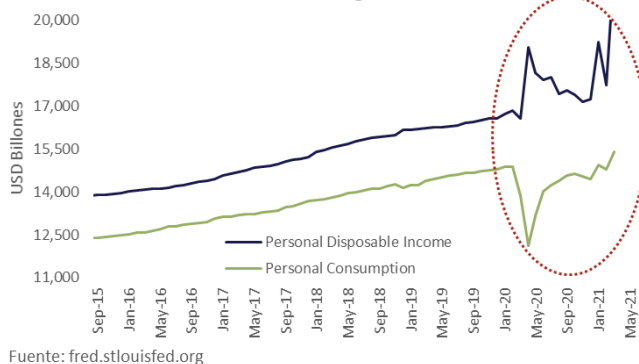


Fuente: <https://wid.world/data/>

Factores como la tecnología y la globalización explican un componente significativo de estos cambios, por lo que considerarlos como factores enteramente independientes sería de alguna forma una doble consideración de sus efectos, pero es claro que la tecnología continuará siendo un factor deflacionario estructural a medida que la automatización continúe su inexorable avance sobre procesos con cada vez mayores niveles de valor agregado.

Adicionalmente, y desde una perspectiva coyuntural, un punto que también llama la atención es la dinámica del gasto en comparación con el ingreso disponible para la economía norteamericana (Gráfico VIII).

VIII. Consumo vs Ingreso - EE.UU.



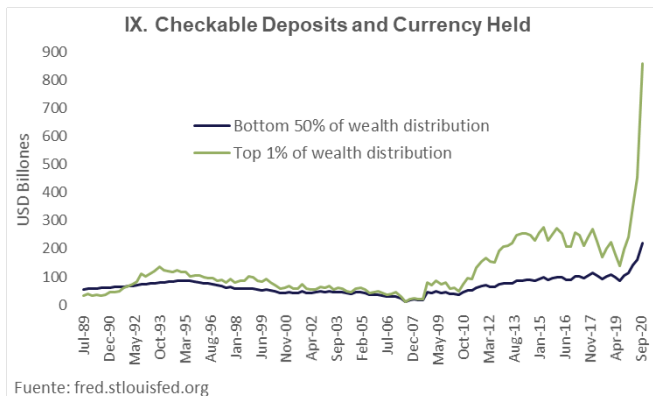
Fuente: fred.stlouisfed.org

En este punto, se observa un claro desacople que podría explicarse por la imposibilidad de realizar el gasto producto de las limitaciones derivadas de la crisis actual; o por una natural tendencia a mayores tasas de ahorro producto de un escenario más incierto para la economía, el empleo y la naturaleza transitoria (al menos por ahora) de las actuales fuentes de ingreso (transferencias directas desde el fisco a los ciudadanos). Es probable que ambas explicaciones sean parcialmente correctas, lo que indicaría que al menos al comparar con la realidad pre-pandemia, las tasas de ahorro debiesen mantenerse relativamente elevadas, deprimiendo al menos transitoriamente la propensión al consumo.

“el camino de menor resistencia” para el impacto de los mayores estímulos en la economía continúa siendo el ahorro y no el consumo...

Entonces, ¿son descartables alzas en precios al consumidor? De ninguna manera, si se extrema de forma suficiente la inyección de estímulos (lo que parece estar ocurriendo), la tan esperada inflación, como ya lo hemos empezado a ver, llegará. Pero la sostenibilidad de dichas alzas en ausencia de estímulos permanentes es lo que parece cuestionable. Y adicionalmente, todo parece indicar que “el camino de menor resistencia” para el impacto de los mayores estímulos en la economía continúa siendo el ahorro y no el consumo, es decir, su efecto lo seguiremos viendo antes y con mayor fuerza en el precio de los activos y, de forma secundaria, pero con menor impacto, en el precio de bienes de consumo. Para los más escépticos respecto a esta conclusión, les dejo un último (*jlo juro!*)

gráfico a continuación, pues me parece la mejor forma de ilustrar el destino más probable del dinero que aún se mantiene en las trincheras de la economía norteamericana.



Pero lo crítico de entender respecto a la situación actual y la forma de conectar de regreso con el grado de utilidad del diagnóstico de Burbuja, es que la inflación es un requisito para economías con niveles de deuda como los observados en EE.UU. y otras economías desarrolladas, pues la deuda, especialmente la privada, se haría imposible de servir en su ausencia. Por lo mismo, y acentuado por la naturaleza transaccional y cortoplacista de los incentivos políticos, la voluntad ha continuado y probablemente continuará para mantener estímulos como los que comenzaron a entregarse en marzo de este año, cuando aún el salto en ingreso disponible del último apoyo suministrado durante la administración Trump, no había sido del todo digerido. Estos estímulos han sido y aparentemente continuarán siendo habilitados de forma virtualmente explícita por una Reserva Federal en la práctica indefinidamente acomodaticia.

En el corto plazo sin duda hay riesgos. En algún nivel las tasas de largo plazo en bonos del tesoro generaran una disrupción relevante, el conflicto entre China y EE.UU. es estructural, pudiendo producirse errores de cálculo en dicha relación, el problema fiscal en Europa está lejos de solucionarse y la propuesta de alza de impuestos de la administración Biden podría generar dislocaciones en el mercado. Sin embargo, lo que espero haber logrado transmitir, es que cualquier visión estructuralmente inflacionaria para Norteamérica debiese traducirse en la práctica en una visión

estructuralmente positiva con aún más fuerza para el valor de los activos.

...la gravedad de las valorizaciones puede suspenderse por periodos prolongados cuando las políticas macroeconómicas son lo suficientemente poderosas.

¿Tiene esto sentido desde la perspectiva de lo que tradicionalmente conocemos como un *value investor*? evidentemente no, Cathy Woods y Ark invest junto a Tesla son quizás dos de los mejores ejemplos de estos sinsentidos. Pero, más allá de que ciertos sectores del mercado puedan encontrarse en niveles inentendibles y debiesen idealmente evitarse o al menos limitarse, el mercado como un todo, especialmente aquellos sectores menos favorecidos desde el inicio de este *bull market*, continuará en este ciclo alcista mientras se mantengan las políticas de gasto público habilitadas por la Reserva Federal. La Burbuja en Japón de los años 80 y principios de los 90, si bien a través de un mecanismo claramente distinto, demostró cómo la gravedad de las valorizaciones puede suspenderse por periodos prolongados cuando las políticas macroeconómicas son lo suficientemente poderosas.

En conclusión, el diagnóstico de una Burbuja no parece ser hoy especialmente útil, pues los catalizadores estructurales parecen estar presentes para una continuación de la escalada en el valor de los activos.

Las consecuencias indeseadas de estas políticas, tarde o temprano las conoceremos, Japón eventualmente lo hizo; cuando aquella descomunal Burbuja terminó en dos décadas de *bear market*. Pero al menos por ahora, todo parece indicar que la decisión técnica y política ha sido tomada para continuar impulsando este mercado hacia excesos aún mayores.