

La Curva del Camino

por John Mauldin (*Traducción: Margarita Richter*)

7 de abril de 2011

La Curva del Camino

Sube la Capacidad Productiva

Expectativas de Inflación

El Mecanismo de Transmisión

Portland, Nueva York, y en Casa por un Par de Semanas

DOS caminos divergían en un bosque amarillo,
Y apenado por no poder tomar los dos
Al ser un único viajero, permanecí largo rato
Y contemplé uno tan lejos como podía
Para ver a dónde se perdía en la vegetación;

Entonces tomé el otro, tan parecido,
Considerándolo quizás el más apropiado,
Ya que estaba cubierto de hierba e invitaba;
Aunque quienes por allí pasaran
Los habrían gastado de igual modo,

Y ambos yacían igualmente esa mañana
Con hojas que ni un paso había manchado.
Ah, ¡dejé el primero para otro día!
Aun sabiendo cómo el camino conduce al camino
Dudé si debía volver sobre mis pasos.

Estaré diciendo esto con un suspiro
En algún lugar dentro de mucho tiempo:
Dos caminos divergían en un bosque, y yo—
Yo tomé el menos transitado,
Y eso ha hecho toda la diferencia.

– Robert Frost

“estaré diciendo esto con un suspiro,” y es con un suspiro que escribo acerca de los sinuosos e inciertos caminos de la inflación y la deflación. Los lectores más antiguos conocen mi posición de que primero habrá inflación y después deflación en los Estados Unidos. Pero los datos dicen que la Fed no ve muy bien la vuelta de la esquina de la inflación. Sus señales no les dan advertencia alguna, y corren el riesgo de quedar rezagados. La carta de esta semana es un juego mental en el que contemplamos la posibilidad de una suba de inflación en EE.UU. (¡Será un poco más larga de lo habitual, porque contiene muchos gráficos!)

Brevemente, *Endgame* anda muy bien, y quiero agradecer a todos los que lo leyeron y me enviaron sus comentarios. Lo aprecio.

Pueden leer las críticas en <http://www.amazon.com/Endgame>. Y ahora, a la carta de esta semana.

La Curva del Camino

Allá por el año 2002 (más o menos) yo escribía sobre la curva del camino. De hecho, ese era el nombre del trabajo para *Bull's Eye Investing* mientras lo escribía. El concepto es que no podemos ver al otro lado de la curva del camino, y entonces es muy importante leer las señales y tener buenos mapas mientras viajamos.

Bernanke (y Dudley) han estado declarando que la inflación no es un problema. Pero ¿qué señales y mapas leen? Bernanke invoca específicamente que las expectativas de inflación son muy importantes, y sostiene que son bajas. Ambos comentan que la "brecha productiva" (más adelante más al respecto), todavía es alta y que no hay probabilidad de inflación de sueldos en períodos de desempleo alto. Pero, tal como dijo Bernanke hace poco, "El problema es que ninguno de estos indicadores nos dirá en qué momento tomará impulso la inflación."

El Instituto de Análisis del Ciclo Económico (ECRI por su sigla en inglés), escribió un editorial que considero muy convincente sobre el problema con la política de la Fed y la inflación. Citaré algunos de los párrafos más importantes, pero pueden leerlo completo en <http://www.businesscycle.com/news/press/2137/>.

"Mediante el uso de buenos indicadores cíclicos, se puede – nosotros lo hacemos – proyectar de manera acertada cuándo está por tomar impulso la inflación.

"Y se debe precisamente a que la Fed – primero bajo la presidencia del Sr. Greenspan y ahora del Sr. Bernanke – cree categóricamente que no se pueden predecir los puntos de inflexión de la inflación, que la recuperación actual de EE.UU. está en peligro de ser sofocada prematuramente.

"Los indicadores de inflación futura de la ECRI – que, a diferencia de los modelos econométricos, monitorean la evolución de los ciclos de autoalimentación de la inflación – están diseñados para hacer precisamente lo que el Sr. Greenspan dice que no se puede hacer. Se trata específicamente de mediciones más directas de presiones de inflación subyacentes que señalan el momento justo de los puntos de inflexión de ciclos de inflación futuros. De hecho, también prevén expectativas de inflación.

"... La continua dependencia de la Fed de las expectativas de inflación, junto con la inflación subyacente y la brecha productiva – las que el Sr. Greenspan reconoce que

no funcionan – suponen de manera contundente que no disponen de herramientas útiles para decidir en qué momento hay que reducir el estímulo. Su incoherencia con relación a la sincronización política tiene origen en la convicción expresada por el Sr. Greenspan de que los indicadores futuros de inflación no son capaces de adivinar en qué momento tomará impulso la inflación.

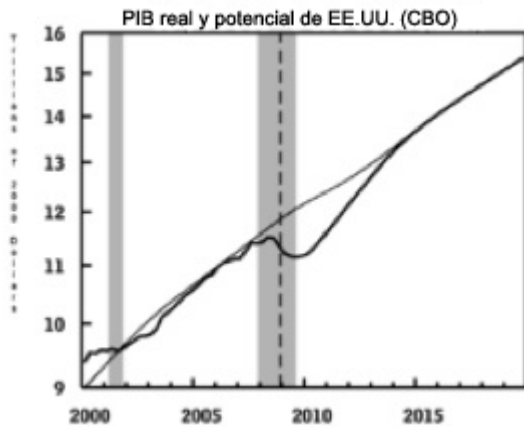
“El Sr. Greenspan y su sucesor, el Sr. Bernanke, son economistas de primer nivel en una caja de resonancia donde están rodeados por otros economistas, que tienden a creer con mucha convicción, que la mejor información futura debe ser encontrada en los precios de mercado. Esto es un error en un economista. Aun ante la prueba evidente de que los mercados no son quienes mejor proyectan lo que hay al otro lado de la curva, es muy difícil que los economistas abandonen su cosmovisión básica.

“Esto hace que la Fed esté rezagada crónicamente. El “seguro” que quitó la Fed fue muy costoso, en particular, en términos del daño colateral como resultado de las consecuencias imprevistas. No obstante, pese a lo perjudicial que pudo haber sido en el pasado, el descomunal tamaño del balance contable actual de la Fed hace que, mejorar los tiempos para introducir cambios en la política monetaria sea más crucial que nunca.

“Los presidentes de los bancos centrales deben dejar de depender de las ortodoxias políticas y prestar atención a los indicadores anticipados de inflación comprobados, que son los que les pueden decir de verdad cuándo tomará impulso la inflación. De lo contrario, si una Fed bien intencionada estimula la economía por mucho tiempo, permitirá que la inflación y/o los precios de los activos se descontroren, fomentando ciclos de auge/caída que mantendrán prolongados períodos de desempleo alto, puesto que cada auge corto finaliza con una caída que hace subir nuevamente el índice de desocupación.” (las negritas son mías)

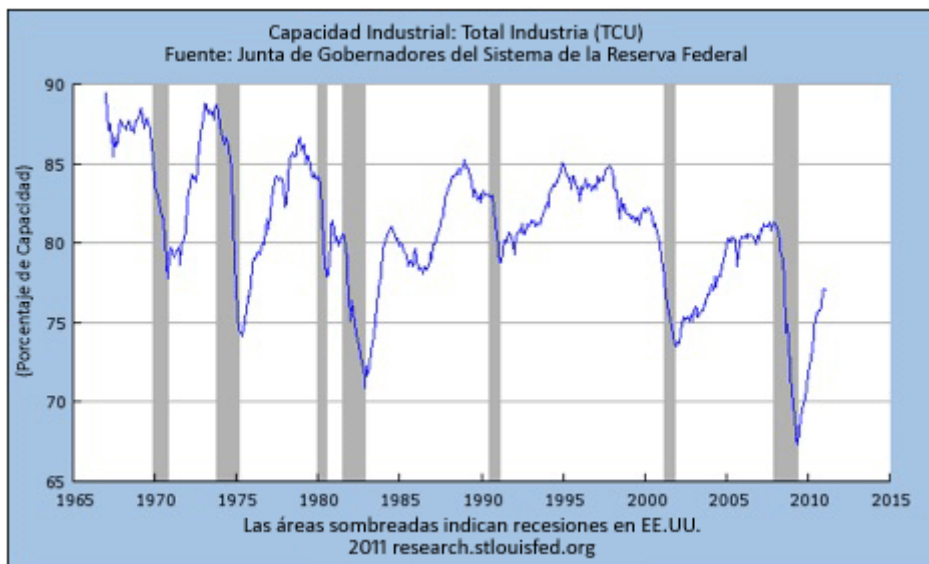
Sube la Capacidad Productiva

Veamos en primer término esa “brecha productiva.” La brecha productiva, o brecha del PIB, es la diferencia entre el PIB potencial y el real, o la producción real. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por su sigla en inglés), hace una estimación como se ve en el gráfico que viene a continuación:



Esta "brecha" coincide bastante con nuestra vieja amiga, la Capacidad Productiva. Y, si bien la CP cayó a mínimos históricos durante la última recesión, subió más del 10% con respecto al piso, lo que significa una recuperación mucho más fuerte que la de la recesión anterior.

Las cifras del ISM siguen siendo buenas, tanto para los sectores de la fabricación como para los servicios, aunque comienzan a mostrar señales de aumento de precios. Sí, todavía hay una "brecha productiva", pero se está achicando. Si el gráfico de abajo es algún tipo de indicativo, esa brecha podría ser mucho más pequeña dentro de pocos años, suponiendo que no experimentemos un shock en la economía (más al respecto, abajo).



El empleo (por fin) mejora. Lentamente, vemos que los reclamos iniciales por desempleo comienzan a bajar de sus máximos históricos de hace algunos años. La Fed ve la cantidad total de desocupados y dice que no hay presión sobre la inflación de los sueldos. Creo que podría ser más sutil que eso.

Veamos ahora un gráfico del capítulo 4 de *Endgame*: Lo que muestra es que el empleo está muy sesgado, al igual que el ingreso. Esto correspondía a fines del año 2009, pero el principio es el mismo.



Figura 4.13 Sueldos de la Educación

FUENTE: Calculated Risk, <http://calculatedriskimages.blogspot.com/2010/09/bb-education-pays.html>

El problema evidente en los Estados Unidos es este: Si las personas altamente calificadas tienen 2,5 por ciento de desempleo ¿cómo se lo disminuye? Imposible. Esa probablemente sea la tasa natural por fricción del desempleo, es decir, gente que naturalmente cambia entre empleos o geografías. Ni un crecimiento más rápido de la economía ni una masa monetaria más grande harán bajar un índice de desempleo de 2,5 por ciento.

Se están gestando tendencias evidentes. Aquellos que lograron un mayor nivel de educación no sufren nada en comparación con quienes se encuentran en el extremo inferior de la escala de educación. Efectivamente, las condiciones para determinados trabajadores altamente calificados pueden ser descriptas como limitadas.

Además, quienes están sin trabajo, ahora permanecen así por más tiempo. El tiempo promedio de los desempleados aumentó drásticamente de menos de 20 semanas hace apenas dos años a más de 30 semanas ahora – un incremento del 50 por ciento. Los que están desempleados por menos tiempo son ahora muchos menos del total que solían ser.

La mayoría de los trabajadores sin empleo está compuesta principalmente por los que sufren desempleo crónico. Para ellos es aún más difícil volver al empleo, porque sus aptitudes se vuelven obsoletas. Este fenómeno no se circunscribe únicamente a los Estados Unidos. Un patrón similar se está gestando en el Reino Unido y en todo el mundo desarrollado. Las historias de desempleo crónico en Portugal, donde menos del 30% tienen estudios secundarios completos, se ven por todas partes últimamente, mientras Portugal se convierte en el último país de la zona del euro que necesita ayuda financiera.

Existen dos tipos principales de desempleo : el estructural y el cíclico. En esta crisis hemos tenido menos horas trabajadas y sueldos más bajos; estos son cíclicos.

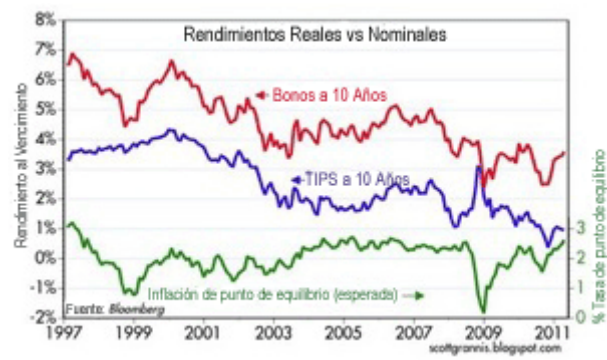
Aunque es más inquietante la disminución estructural del índice de participación civil. Hubo una suba muy fuerte en la cantidad de desempleados por largo tiempo, y que ahora comprenden casi el 3,5 por ciento de la fuerza laboral. Debido a que la economía norteamericana necesita pasar del consumo, los inmuebles y las finanzas hacia la industria, muchos desocupados no volverán a sus antiguos empleos.

“Mientras el crecimiento económico de EE.UU. comienza a revivir, el índice de desempleados por largo tiempo, que continúa cerca de máximos históricos, sigue siendo una llaga que supura. Sin embargo, es obvio, a partir del escrutinio de patrones cíclicos anteriores, que solo una prolongada expansión económica – como aquellas de las décadas del ‘80 y el ‘90 – podrá curar esa herida.” (ECRI)

“Solo una prolongada expansión económica” es la respuesta correcta. Es obvio que otra recesión no le hará bien al empleo.

Expectativas de Inflación

Como acabo de comentar, la Fed le presta mucha atención a las expectativas de inflación, y dice que hoy esas expectativas son bajas. Veamos dos gráficos (cortesía de Scott Grannis, <http://scottgrannis.blogspot.com/2011/04/monetary-policy-update.html>) que sugieren que esa perspectiva tan benigna probablemente no esté en nuestro futuro.



"El mensaje de ambos gráficos es el mismo: las expectativas de inflación suben de manera significativa. Quienes apoyan a la Fed comentarán enseguida que esto puede ser simplemente una reacción lógica a la reciente y continua suba de los precios del petróleo. Pero los críticos de la Fed tienen más municiones: el dólar muy débil, la suba generalizada del precio de los commodities, los máximos históricos de los metales preciosos; y la suba sustancial que se observa hasta la fecha en los índices de precios al productor y en los índices de precios pagados del ISM. Sobran pruebas de que la política monetaria es en extremo complaciente y de que aparecen las presiones de inflación. El último refugio de las palomas de la inflación (la teoría de la inflación de la Curva Phillips) se desarma casi a diario, ya que suben los precios en todo el mundo, pese a que la economía de los Estados Unidos continúa muy floja." (Scott Garniss)

Hace un par de semanas escribí:

"Y la inflación subyacente también va estar bajo presión muy pronto. Ayer salieron dos artículos, uno de Yahoo y otro de Bloomberg. Ambos trataban sobre el inminente aumento de los costos de para los alquileres. (¡La última renovación de mi alquiler fue bastante superior a la IPC subyacente!) (De <http://realestate.yahoo.com/promo/rents-could-rise-10-in-some-cities.html>)

"Los índices de viviendas desocupadas en alquiler ya están por debajo del 10%, valor en el que se habían mantenido durante casi los últimos tres años. 'La demanda de alquileres ya comenzó a subir,' dijo Peggy Alford, presidente de Rent.com... Para el año 2012, ella proyecta que el nivel de viviendas desocupadas llegará a un escaso 5%. Y al haber menos unidades en el mercado, se dispararán los precios."

Observen a continuación el gráfico que muestras sus proyecciones:

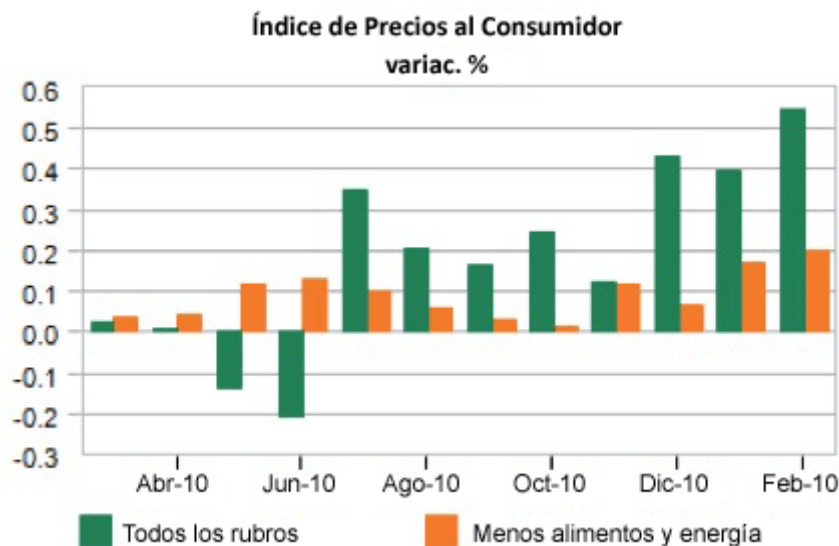


Presten atención a lo siguiente: Desde el año 2002 (o por esa fecha) los precios de los alquileres estaban estables, y últimamente bajaron (ajustados según la inflación). Si las proyecciones de Rent.com llegan a ser más o menos esas, podríamos llegar a tener un aumento de los alquileres en torno al 15% para fines de 2012.

Recuerden que el 23% de la IPC y el 40% de la IPC subyacente es la Renta Equivalente del Propietario. Si están en lo cierto, ¿eso agrega más o menos un 3% a la IPC total y 6% a la IPC subyacente! Dentro de 12-18 meses, ¿nos dirá la Fed que nos concentremos en la inflación subyacente? Y esos precios comenzarán a aparecer constantemente.

El Índice de Precios al Productor sube a una tasa anual del 20%. Esto empieza a notarse en los precios al consumidor. El CEO de Wal-Mart, Bill Simon, comentó hace poco que ve una "inflación grave" en el horizonte, cuando en los próximos meses, los consumidores norteamericanos sufran una fuerte suba de inflación en la indumentaria, los alimentos, y otros productos. "La inflación va a ser grave. Vemos que el incremento de los costos empiezan a llegar a un ritmo muy rápido." (Variant Perception)

Los últimos datos que tenemos de la inflación muestran una evidente suba de la tendencia. En especial, observen el aumento durante los últimos tres meses, desde el inicio de la EC2. La inflación está por arriba del 5% sobre una base anualizada. Empresas como Kimberley (pañales, etc.), Colgate, P&G, y otras, anunciaron esta semana aumentos de precios que van del 5 al 7%. Estas empresas proveen artículos de primera necesidad que compramos todos. Esos precios importan. Incluso Wall-Mart tendrá que trasladar esos aumentos. Decir que los alimentos y la energía no importan, es pasar por alto la situación. Estos artículos tienen un verdadero impacto económico.



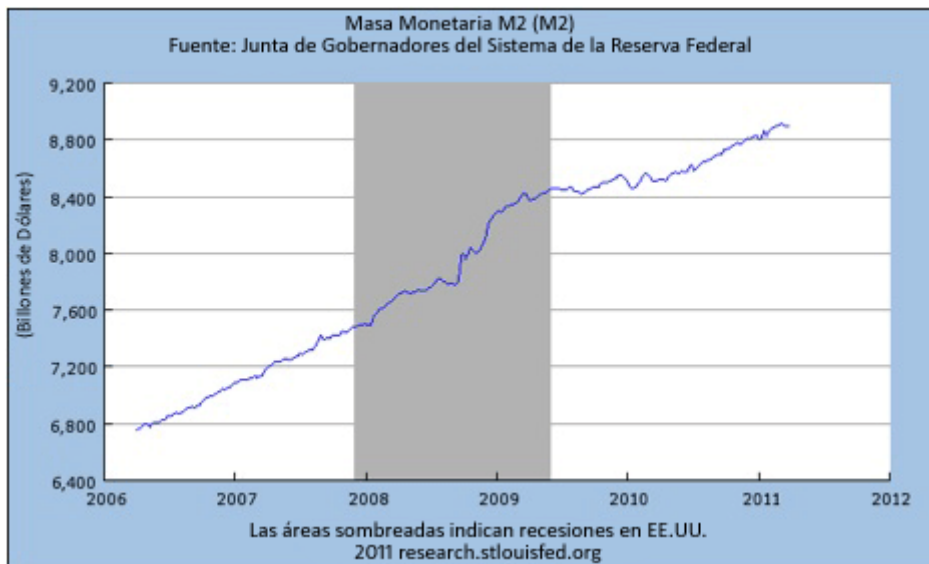
Un último gráfico sobre inflación, y este vuelve al Indicador de Inflación Futura mencionado por la ECRI. Existe una gran correlación entre el Indicador de Inflación Futura (FIG por su sigla en inglés), y la inflación, lo que sugiere que pronto tendremos aumento de la inflación.



El Mecanismo de Transmisión

Todos sabemos que la Fed va a concluir este ciclo de expansión cuantitativa (EC2). Pero ¿qué influencia puede tener en la inflación real?

No aparece en la masa monetaria medida por el M2. Después de un salto inducido por liquidez durante la última crisis, el M2 crece más o menos al mismo ritmo que lo ha hecho durante años.



De hecho, el dinero sobrante vuelve a aparecer en la Fed bajo la forma de saldos de reservas con los diversos bancos de reserva.



¿Cómo aparece entonces la inflación en los commodities, el petróleo y los alimentos? Hagamos suposiciones, aunque estoy abierto a que los lectores me lo esclarezcan más.

Una, los mercados emergentes se ven obligados a absorber enormes cantidades de reservas extranjeras si no quieren que se revalúen sus monedas. Esto significa que están adoptando la política laxa de la Fed, o sea, que se verán obligados a luchar contra la inflación. Stratfor informó hoy que Vietnam, por ejemplo, tiene un 14% de inflación. China está dentro de ese rango, independientemente de las cifras "oficiales". Quiere decir que tendrán que permitir que suban sus monedas, pero también que los alimentos y la energía, que representan casi el 50% de sus gastos para consumo, son de mucho impacto. Significa suba de sueldos y costos más altos, algo que el CEO de Wal-Mart dice que están rechazando.

Esta política de dinero barato equivale a un dólar más bajo, que es otra forma de decir suba del costo de los commodities, en particular para el petróleo.

Y lo que es más importante, esta política genera de hecho expectativas inflacionarias, lo que es muy preocupante. En estos momentos no existe un motivo fundamental por el que la economía deba volver a caer en recesión en el corto plazo. No hay necesidad de una EC3, aunque ya escribí acerca de los problemas potenciales para cuando detengamos la EC2 actual. Pero dicho esto, la economía norteamericana tendría que estar creciendo casi al 5% en esta parte del ciclo de recuperación, no al 2,5%. Según los estándares históricos, esta es una recuperación muy débil.

¿Qué ocurre si llega a producirse un shock "exógeno" (algo fuera del sistema)? ¿Qué ocurre si llega a producirse una verdadera crisis bancaria de deuda externa en Europa? Eso pertenece al ámbito de las posibilidades, como ya comenté. Al igual

que otro shock del petróleo. Esas grandes armas ocultas en Nigeria son una preocupación. ¿Qué pasaría con el petróleo a U\$150?

(Comentario anecdótico. Anoche vino a visitarme mi hijo del medio en su motocicleta. “Ahora solamente uso el auto para ir a buscar a los niños a la guardería. El combustible cuesta casi U\$4. ¿Quién puede pagarlo? ¿Qué diablos significa eso, Papá?” Sé que algunos de ustedes creen que estoy aislado del mundo real, pero lo veo en la vida de mis hijos y en la de sus amigos, casi a diario.)

Si la Fed se sintiera obligada a “suministrar liquidez” mediante una dosis de EC3, creo que los mercados se van a rebelar. Seguramente caerá el dólar, lo que haría subir aún más los precios, junto con las tasas de interés, si la última vuelta sirve como indicativo.

Sostuve a su inicio, que la EC2 era una mala política, porque desperdiciaba una bala que podríamos llegar a necesitar algún día. Me preocupa lo que puede llegar a suceder si seguimos haciéndolo. Esperemos no tener ese shock y tendremos una recuperación larga y sostenida, el gobierno hará bajar el déficit, y subirá el empleo. Uno puede tener esperanzas. Pero la esperanza no es una estrategia. Estamos en un pozo y da la sensación de que queremos seguir cavando, tanto en la Fed como en el gobierno de los Estados Unidos. Estamos exportando al mundo nuestros problemas de mala administración.

Hemos elegido deliberadamente tomar el camino de la inflación. Hacía bastante tiempo que no lo recorríamos. La Fed puede creer que sabe lo que hay al otro lado de la curva y qué hacer si vuelve la inflación, pero no hay dos crisis iguales. Son cosas que me preocupan. Si la Fed y el gobierno quisieran un dólar más bajo, la vuelta a la inflación, y la posibilidad de otro auge-caída, no podrían haber diseñado políticas mejores que las que están llevando a cabo.

Portland, Nueva York, y en Casa por un Par de Semanas

Mañana voy a Portland para una conferencia el día lunes, regreso el martes temprano, y después viajo a Nueva York para unas reuniones el miércoles. Allí, Tiffani y yo concurremos a un evento de caridad como invitados del Sr. Mike Roizen, para la [HealthCorps®' Fifth Annual Gala](#) (la fundación de su co-autor, varias veces best-seller, el Dr. Mehmet Oz). El evento de este año, llamado “**Fresh from the Garden Gala**,” recaudará fondos para la lucha contra la obesidad infantil y la crisis de recuperación mental, y para ampliar el innovador programa escolar de educación y de tutorías en salud de la organización. Me han dicho que ya quedan pocas entradas. ¡Acompañennos!

Seré participante invitado en Bloomberg TV con Betty Liu de 9 a 10 de la mañana el día jueves. Estuve en su programa esta semana, y nos divertimos mucho. Pueden

verlo en <http://www.bloomberg.com/video/68351042/>. Espero volar de regreso a Dallas para estar con mis amigos de JGAM e invitar a sus clientes a un asado tejano en casa. Martin Barnes de BCA vendrá también, y siempre es bueno estar con él, así como con mi socio Steve Blumenthal. ¡Y eso dará inicio a un período de 13 días en casa, para lo que estoy muy dispuesto!

El 24 de mayo estaré en Filadelfia para moderar un panel y escuchar a una importante lista de oradores en la 29ª Conferencia Anual Monetaria y de Comercio, donde los temas son “¿Están Preparados los Inmuebles para un Repunte?” y “EC2, Vivienda y Remates Judiciales: ¿Están Relacionados?” Entre otros, nos acompañarán el presidente de la Fed de Filadelfia, Tom Hoenig, Chris Whalen, Michael Lewitt, Paul McCulley, William Poole, y Gretchen Morgensen. Si quieren saber más, pueden ir a <http://www.interdependence.org/Event-05-24-11.php>.

Es hora de apretar el botón enviar. Comencé esta carta tratando de citar únicamente algunos versos del poema de Robert Frost, pero es tan corto y está escrito de una forma tan maravillosa, que decidí que a todos nos vendría bien un poco de inspiración. Disfruten su semana.

Su analista, preocupado por el costo que significará la inflación para nuestros hijos,

John Mauldin
John@FrontlineThoughts.com

Copyright 2011 John Mauldin Todos los Derechos Reservados

BAJA DE SUSCRIPCIÓN FÁCIL

Envíe un mail a: criteria@criteriainvestors.com

Copyright 2010 John Mauldin Todos los Derechos Reservados

Están autorizados a publicar este artículo electrónicamente o impreso siempre y cuando incluyan lo siguiente:

John Mauldin, autor best-seller y reconocido experto en finanzas, es también el editor de la carta gratuita Thoughts From the Frontline que se envía semanalmente a más de 1 millón de lectores.

Para más información sobre John o su carta semanal GRATUITA sobre economía, ir a:

<http://www.frontlinethoughts.com/learnmore>

Si desea reproducir alguno de los boletines electrónicos de John Mauldin, deberá incluir la fuente de su cita y una dirección de correo electrónico: criteria@criteria.com.ar

Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros. existe un riesgo de pérdida como así también una oportunidad de ganancia cuando se invierte en fondos administrados.

Al momento de considerar inversiones alternativas, incluyendo fondos con cobertura, deberá tener en cuenta varios riesgos, incluso el hecho de que algunos productos: a menudo se comprometen en palanqueos y otras prácticas de inversiones especulativas que pueden aumentar el riesgo de pérdida en la inversión, pueden no tener liquidez, no están obligados a suministrar precios periódicos o información de valuación a los inversores, pueden implicar complejas estructuras impositivas y atrasos en la distribución de importante información impositiva, que no estén sujetas a los mismos requisitos legales que los fondos comunes de inversión, a menudo cobran tarifas más elevadas, y en muchos casos, las inversiones subyacentes no son transparentes y son conocidas únicamente por el gerente de inversión.

John Mauldin es también presidente de Millennium Wave Advisors, LLC, un asesor de inversiones registrado. Todo el material aquí presentado es considerado fidedigno, aunque no podemos asegurar su precisión. Todo el material representa las opiniones de John Mauldin.

Las recomendaciones de inversiones están sujetas a cambios, por lo que solicitamos a los lectores que consulten con sus asesores de inversiones antes de tomar decisiones de inversión. Las opiniones aquí vertidas pueden cambiar sin previo aviso. John Mauldin y/o el personal de Thoughts from the Frontline pueden tener o no inversiones en cualquiera de los fondos aquí mencionados. Mauldin puede ser contactado al teléfono 800-829-7273.



**Si desea Suscribirse a Nuestro Mailing
envíe un Mail a criteria@criteria.com.ar**

