

Inflación global: posibles escenarios y activos de cobertura.

- **Nuestro escenario base no incorpora presiones inflacionarias sostenidas, aunque probablemente tendremos lecturas altas durante el año, debido a una muy baja base de comparación.**
- **Un poco más de inflación podría ser algo positivo, reflejo de una recuperación más rápida, sobre todo si corresponde a una inflación que sea acompañada de mejores salarios.**
- **Pero, aunque inflación por mayor demanda puede ser positiva, puede transformarse en un problema si se da de forma contra-cíclica, con una economía que desacelera.**
- **Es posible que nuestro escenario base de inflación moderada termine por no darse, ante lo cuál es prudente buscar las formas de cubrir estos riesgos.**
- **Para esto, estimamos la sensibilidad de varios tipos de activo a la inflación de EE.UU. Los resultados se alinean con lo que podríamos esperar intuitivamente: los activos reales, como las acciones, renta fija indexada a inflación (como la UF) y los *commodities*, tienen un buen desempeño cuando la inflación aumenta, mientras que activos nominales, como bonos, no. Por otro lado, el rol del oro como activo de cobertura pareciera estar sobrevalorado**

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Nuestro escenario base no incorpora presiones inflacionarias sostenidas, aunque muy probablemente tendremos lecturas altas algunos meses del año debido a una muy baja base de comparación durante el 2020. En EE.UU. creemos que la inflación se ubicará por sobre la meta del 2% durante algunos meses del año pero sin quedarse alta por mucho tiempo como para incomodar a la Reserva Federal (gráfico 1). En Chile, tendría un movimiento similar, ubicándose en torno a 4% a mediados de año pero cerrando 2021 cerca de 3% ([Correo Security 17 de 31 de marzo](#)). Las brechas de producto en la economía global siguen siendo grandes (gráfico 2) y no se cerrarían hasta un par de años más, por lo que si bien la inflación puede llegar a ser un problema durante los próximos años, no lo sería durante este.

Un poco más de inflación podría ser algo positivo, reflejo de una recuperación más rápida, sobre todo si corresponde a una inflación que sea acompañada de mejores salarios, lo que contrastaría con la experiencia de la recuperación tras la crisis pasada.

Pero este escenario de inflación algo más alta no es el que preocupa. Pareciera existir la percepción que una vez que los precios superan cierto límite, es difícil evitar que sigan acelerando. Estas predicciones típicamente evocan lo ocurrido en las décadas de 1970 y 1980 donde, como consecuencia de políticas monetaria y fiscal muy expansivas (junto a *shocks* de oferta por el aumento del petróleo), la inflación alcanzó doble dígito y forzó a la Fed a subir fuertemente la tasa de referencia (gráfico 3).

GRÁFICO 1: INFLACIÓN EE.UU. (%)

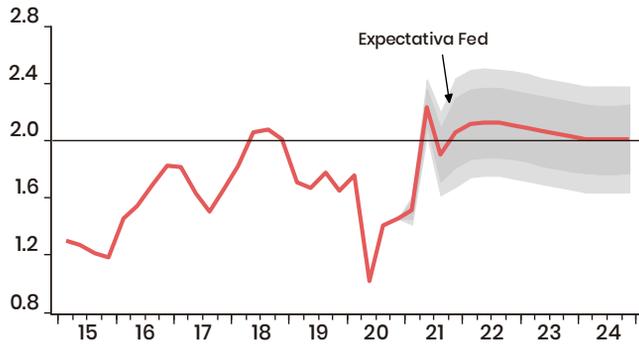
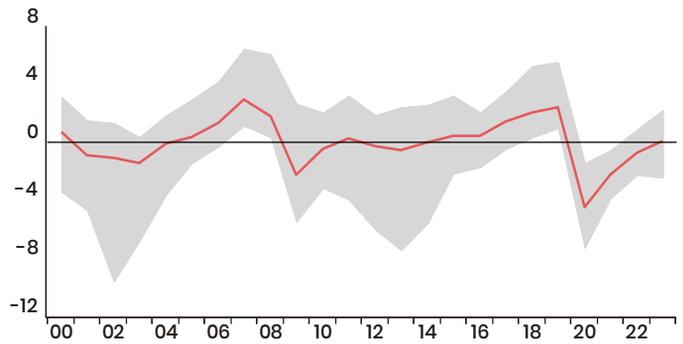


GRÁFICO 2: BRECHA DE ACTIVIDAD* (% PIB TENDENCIA)



Fuente: BEA, FMI, FRED y Estudios Security.

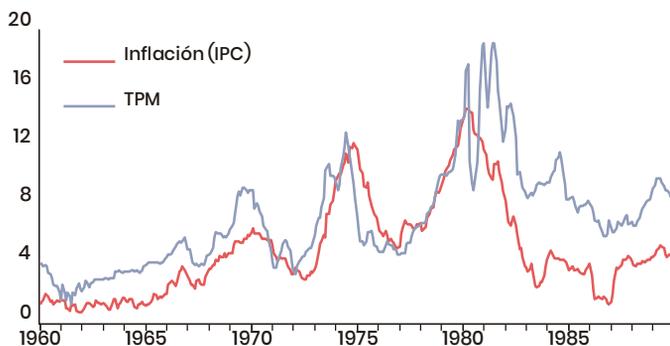
* La línea roja es el promedio (simple) de una muestra de 47 países. El área gris muestra el rango entre percentiles 25 y 75 de esta muestra,

Escenarios tan extremos son poco probables pero, aunque inflación por mayor demanda puede ser positiva, puede transformarse en un problema si se da de forma contra-cíclica, con una economía que desacelera. La principal razón para que esto ocurra son problemas en la oferta agregada, como por ejemplo los cuellos de botella en la cadena de distribución global, los que actualmente están sufriendo las empresas producto del cierre de las economías.

La inflación en sí misma no es un problema para la economía en su conjunto (aunque tiene consecuencias importante en términos redistributivos). Lo es en la medida que lleva al banco central a reducir el grado de estímulo para cumplir su meta. En esa línea, el mayor riesgo en torno a la inflación tiene que ver con un error de política monetaria, que podría darse por un retiro prematuro del estímulo monetario producto, por ejemplo, de una sobre-reacción a *shocks* de oferta.

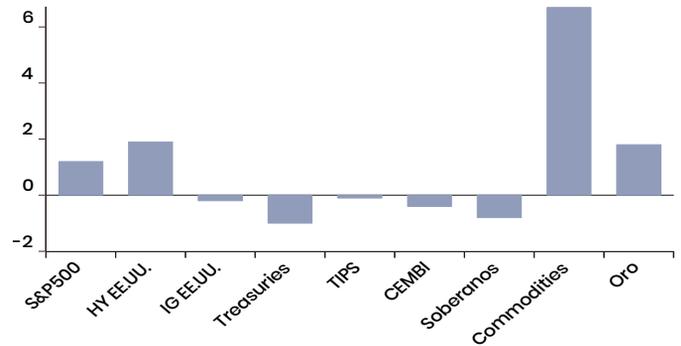
Pero por otro lado, también existe el riesgo de que si autoridades monetarias tardan en responder a una aceleración en los precios, lleven a un aumento importante en las expectativas de inflación lo que, en un caso extremo, podría llevar a un círculo vicioso donde inflación efectiva y esperada se retroalimentan.

GRÁFICO 3: INFLACIÓN Y TPM EE.UU. (%)



Fuente: FRED, Bloomberg, J.P. Morgan y Estudios Security.

GRÁFICO 4: BETA ACTIVOS A INFLACIÓN



A la luz de estos riesgos, es posible que nuestro escenario base de inflación moderada termine por no darse, ante lo cual es prudente buscar las formas posibles para cubrir estos riesgos. Para esto, estimamos la sensibilidad (beta) de varios tipos de activo a la inflación (IPC) de EE.UU. (tomando los retornos mensuales desde el año 2000). Los resultados se alinean con lo que podríamos esperar intuitivamente: **los activos reales, como las acciones, renta fija indexada a inflación (como la UF) y los *commodities*, tienen un beta positivo, es decir, un buen desempeño cuando la inflación aumenta, mientras que activos nominales, como bonos, no tienen un buen desempeño** (gráfico 4).

Más en detalle, la bolsa de EE.UU. tiene una sensibilidad de 1,2 ante un crecimiento de la inflación (aunque hay heterogeneidad entre sectores). En la renta fija corporativa, los bonos de grado de inversión tienen un rendimiento negativo, mientras que los *high yield* tienen un beta de 1,9, siendo posible así tener mayor cobertura al estar dispuesto a bajar en la escala de clasificación de riesgo.

Por otro lado, los bonos del gobierno nominales (*Treasuries*) tienen un rendimiento negativo ante la inflación (beta de -1), mientras que los bonos del gobierno ajustados por inflación (*TIPS*) tienen una sensibilidad nula, como era esperable. La renta fija en emergentes, tanto soberanos como corporativos, tienen una sensibilidad negativa. Finalmente mientras los *commodities* tienen un beta muy positivo y serían un buen activo de cobertura ante la inflación, **el rol del oro como activo de cobertura pareciera estar sobrevalorado.**