

# Boletín Temático

---

Número II – 2011

 **BORDIER & CIE**  

---

BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1844

## ¿Y si estuviéramos ante un periodo de estanflación?

1. La estanflación: definición y cómo medirla
2. Causas y efectos de una estanflación
3. Respuesta de un banco central ante una estanflación
4. ¿Los choques petroleros provocan necesariamente una estanflación?
5. Los temores actuales a una estanflación inminente
6. Activos recomendados en un contexto de estanflación

## ¿Y si estuviéramos ante un periodo de estanflación?

1. La estanflación: definición y cómo medirla
2. Causas y efectos de una estanflación
3. Respuesta de un banco central ante una estanflación
4. ¿Los choques petroleros provocan necesariamente una estanflación?
5. Los temores actuales a una estanflación inminente
6. Activos recomendados en un contexto de estanflación

### 1. La estanflación: definición y cómo medirla

La estanflación designa una situación coyuntural donde el crecimiento económico se estanca («*estam*») o incluso se vuelve negativo y la inflación se sitúa en un nivel alto («*flación*»). Tal situación era inconcebible para los economistas clásicos en los años de la posguerra. Según la opinión dominante en esos años, cuando un banco central decidía impulsar el crecimiento mediante una política monetaria flexible, la tasa de desempleo disminuía, pero el precio que los ciudadanos tenían que pagar era una subida de la inflación, produciéndose así un «*trade-off*» (arbitraje) entre la inflación y el desempleo. Se trata de la famosa curva de Phillips.

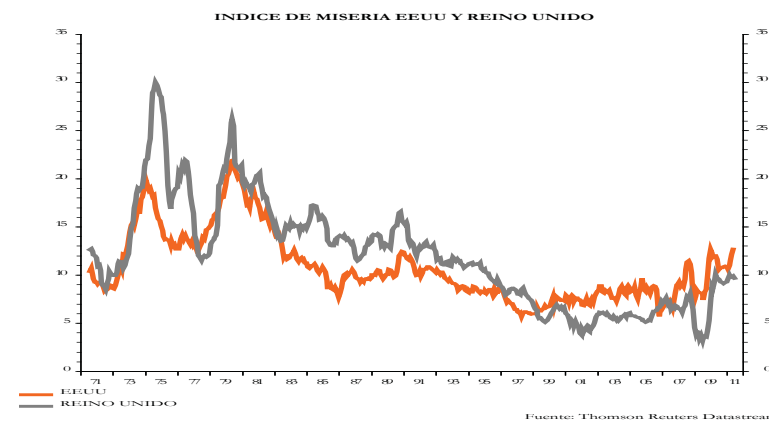
Así pues, no es de extrañar que haya sido un político, en este caso el británico Iain Macleod, el creador del neologismo estanflación en un discurso ante el Parlamento en 1965.

La primera estanflación que pudimos observar tuvo un coste económico muy elevado. El crecimiento económico mundial fue del 5,1% anual durante el periodo 1960-1973 y cayó hasta el 3,2% anual durante el periodo 1973-1989. Durante el choque petrolero de 1973, los bancos centrales llevaron a cabo una política de fuerte expansión monetaria para restablecer el crecimiento, que provocó una fuerte inflación en lugar de reactivar el crecimiento.

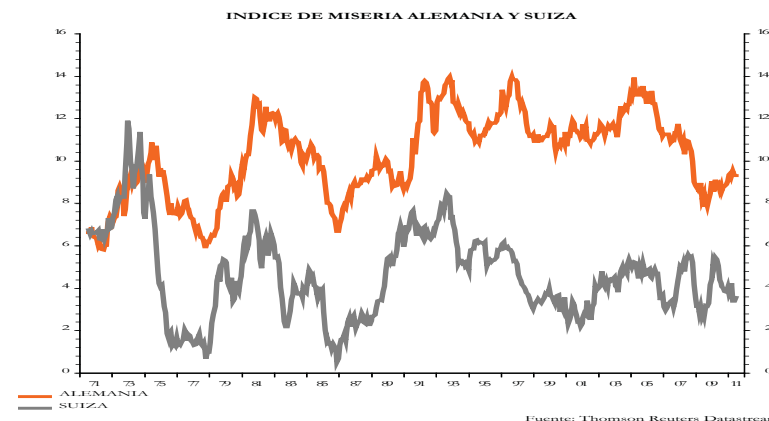
Este periodo comprendido entre 1973 y 1989 tuvo también consecuencias considerables en el ámbito ideológico. En 1972, el Club de Roma

publicó un informe titulado «*Limits to Growth*» (los límites del crecimiento) en el cual predecía que la economía global iría más allá («*overshoots*») los límites de los recursos naturales de la tierra y pues se hundirían a plazo.

El indicador económico generalmente empleado para medir la estanflación es el «Misery Index» (Índice de miseria) que deriva de la simple suma del tipo de inflación y de la tasa de desempleo.



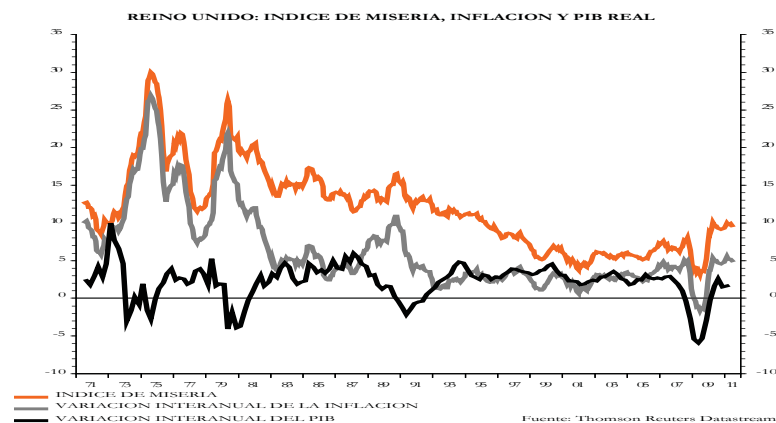
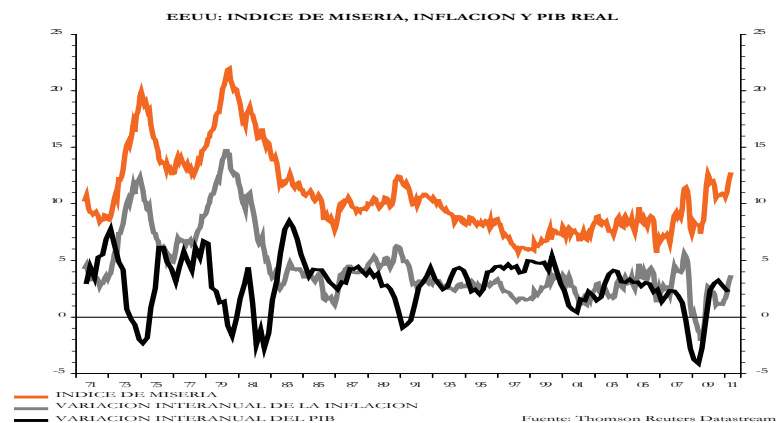
Vemos que en los años 70 el Índice de miseria alcanzó máximos del 20% y más tarde del 22% en Estados Unidos, mientras que en Gran Bretaña subió hasta el 30% y más tarde del 27%.



La situación fue menos catastrófica en Alemania y sobre todo en Suiza, en donde podemos ver que el índice cayó en dos ocasiones hasta un nivel inferior al 1%.

Esta divergencia se debe a dos factores:

- Una política monetaria menos expansiva en Alemania y Suiza.
- La caída del dólar y de la libra causó una fuerte inflación importada en Estados Unidos y Gran Bretaña.



Los gráficos «Índice de miseria, inflación y PIB real» muestran que un nivel elevado del Índice de miseria está asociado a una fuerte inflación -lo cual es lógico, ya que la inflación es uno de los componentes del índice-, pero sobre todo que el índice es un buen instrumento para predecir una recesión.

Para más información: «*Stagflation is back. Here's how to beat it*» Jeffrey D. Sachs, CNN Money, 27 de mayo de 2008.

## 2. Causas y efectos de una estanflación

Para explicar la entrada en situación de estanflación, los economistas hablan de dos pistas principales. En primer lugar, la estanflación surge cuando la capacidad de producción de una economía es reducida después de una crisis desfavorable sobre la oferta tal como un fuerte aumento del precio del petróleo en un país que importa petróleo. La crisis afecta progresivamente a numerosos productos y desemboca en una subida general de los precios que ralentiza el ritmo de producción a medida que ésta se vuelve más costosa y menos rentable. En segundo lugar, la estanflación puede ser el resultado de políticas macroeconómicas inapropiadas. Por ejemplo, el caso de los bancos centrales que toleran un crecimiento excesivo de la masa monetaria o los gobiernos que crean nuevos impuestos, aumentan las tasas de imposición existentes o también regulando de manera demasiado estricta los mercados de los bienes o del trabajo. A título indicativo, citaremos también las políticas proteccionistas, las economías dirigidas o planificadas y las economías de guerra.

La estanflación es a menudo una combinación de las tres causas arriba descritas:

- Demasiada liquidez que causa una subida de la inflación y provoca que los hogares gasten cada vez más, ya que prevén nuevas subidas de los precios. Esto crea un efecto bola de nieve.

- Una subida del precio del petróleo que provoca que numerosas empresas sean menos rentables y empiecen a reducir sus efectivos.
- El aumento del desempleo disminuye el poder adquisitivo global e impide el crecimiento económico.

Los principales efectos de una estancación son:

- Una disminución de los ingresos fiscales y la necesidad del gobierno de gastar más para reactivar el crecimiento, por ejemplo más gasto en infraestructuras o ayudas a las empresas.
- El resultado de eso, déficit públicos importantes que provocan tipos de interés elevados y una escasez del crédito bancario para las inversiones privadas.
- Los bancos cuyos balances integran una parte elevada de préstamos hipotecarios a tasas fijas experimentan días difíciles.
- Se produce una infrautilización de las capacidades de producción e incluso un fenómeno generalizado de desindustrialización.
- Las estimaciones de beneficios de las empresas por parte de los inversores son reducidas y la valoración de los activos financieros debe ser revisada a la baja.
- Las sociedades que tienen muchos activos a corto plazo y una buena calificación del crédito por parte de los bancos, van a poder hacer adquisiciones en su sector. De esta forma, numerosos sectores se convierten en oligopolios.

### 3. Respuesta de un banco central ante una estancación

En una situación de estancación, el banco central se encuentra ante un callejón sin salida: es imposible estimular la economía bajando los tipos y simultáneamente combatir la inflación, por otra parte, subir los tipos para disminuir la inflación significa agravar la desaceleración económica. Numerosos economistas utilizan la imagen de un banco central que se encuentra en la situación de un automovilista que tiene un pie sobre el freno y otro sobre el acelerador.

Al principio de los años 80, el presidente de la Reserva federal, Paul Volcker, escogió claramente privilegiar la lucha contra la inflación. El tipo de interés de referencia de la Fed fue incrementado de manera drástica desde 1979 a 1983 en lo que ha sido llamado “un guión deflacionista”.

El «*prime rates*» en Estados Unidos superó el umbral del 10%, lo que jamás se había visto antes. Podemos felicitar a Paul Volcker por haber puesto fin a la inflación; no obstante, la economía americana no se reactivó realmente hasta 1983 gracias al estímulo fiscal y al crecimiento de la masa monetaria. En este periodo de deflación, la tasa de desempleo progresó durante seis años.

### 4. ¿Los choques petroleros provocan necesariamente una estancación?

La noción de choque petrolero hace referencia a las consecuencias que tiene en la economía mundial una modificación brutal de las condiciones de la oferta de petróleo, combinando un aumento del precio y una disminución de la producción.

Los economistas están de acuerdo en que ha habido tres crisis del petróleo: en 1973, en 1979 y en 2008.

El choque petrolero de 1973 fue debido, por un lado, al fin del sistema monetario de Bretton Woods y, por otro lado, a la guerra del Yom Kippur.

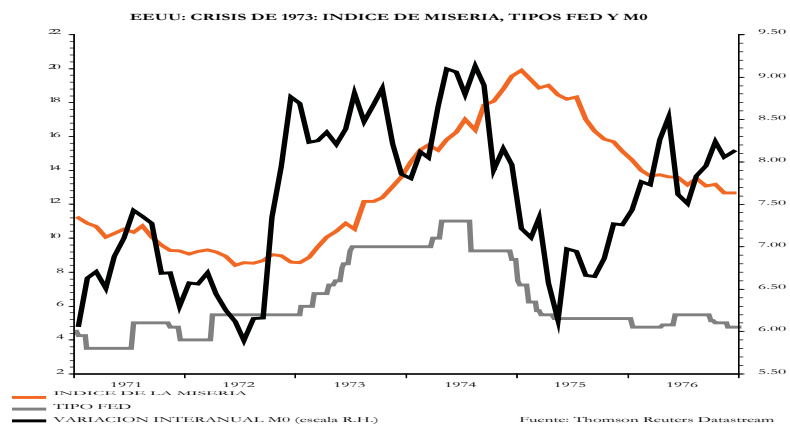
El 15 de agosto de 1971, Estados Unidos suspende la convertibilidad del dólar en oro, permitiendo que el tipo de cambio del dólar fluctúe. El sistema de tipos de cambio fijos se derrumba globalmente en marzo de 1973 con la adopción del régimen de los cambios flotantes. El resultado principal es una depreciación del valor del dólar, moneda con la que se fija el precio del petróleo, lo que tiene como consecuencia una dismi-

nución de los ingresos en términos reales de los países productores de petróleo. Los países miembros de la OPEP deciden fijar el precio del barril de petróleo con relación al precio del oro. Desde 1947 a 1967 el precio del petróleo en dólares había aumentado menos de 2% al año.

El 16 y 17 de octubre de 1973, durante la guerra del Yom Kippur, los países árabes miembros de la OPEP anuncian un embargo en las entregas de petróleo hacia Estados Unidos por apoyar a Israel. Además, los países del Golfo aumentan el precio del crudo unilateralmente en un 70% sin el acuerdo de las compañías. El precio del barril en el mercado libre pasa de 3 a 18 dólares en unas semanas. Sin embargo, a finales del mes de diciembre, el precio del barril de la OPEP fue «reunificado» no obstante en 11,65 USD.

El primer choque petrolero tuvo como consecuencias:

- Un precio del crudo cuadruplicado.
- Para los Estados Unidos, una inflación del 15.2 % en 1974 y un número de desempleados que pasa de 450'000 - 900'000 entre 1974 y 1975.

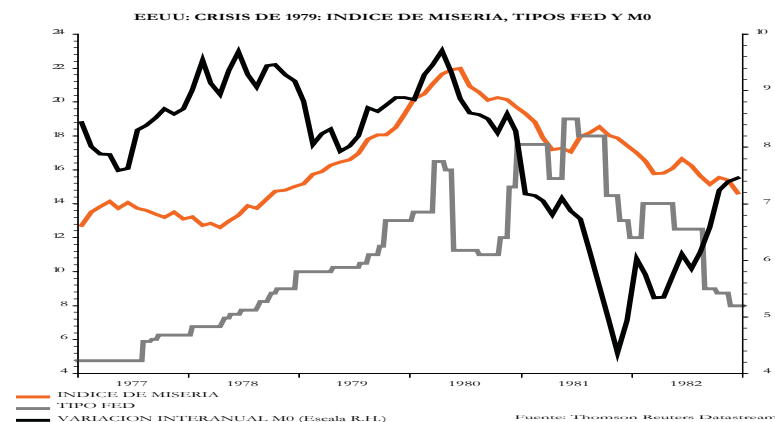


Podemos ver que la reacción inicial de la Reserva Federal fue dejar que la masa monetaria siguiera creciendo, lo cual sólo podía contribuir a reforzar la inflación. Además, en 1974 la tasa de los Fed Funds apenas varió.

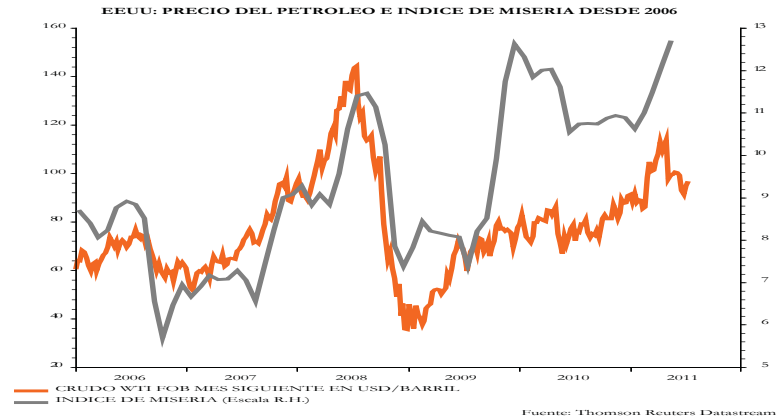
El segundo choque petrolero se produjo en 1979 bajo los efectos conjugados de la revolución iraní, de la guerra Irán-Irak y de un aumento de la demanda mundial de petróleo al final del primer choque petrolero.

El 8 de septiembre de 1978 se produjeron en Teherán unos motines que fueron reprimidos de manera violenta, constituyendo el inicio de la revolución iraní que se concretizó con la huida del Sha el 16 de enero de 1979.

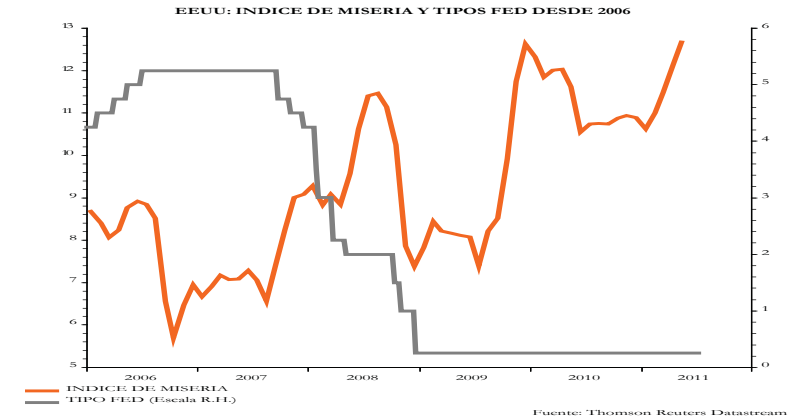
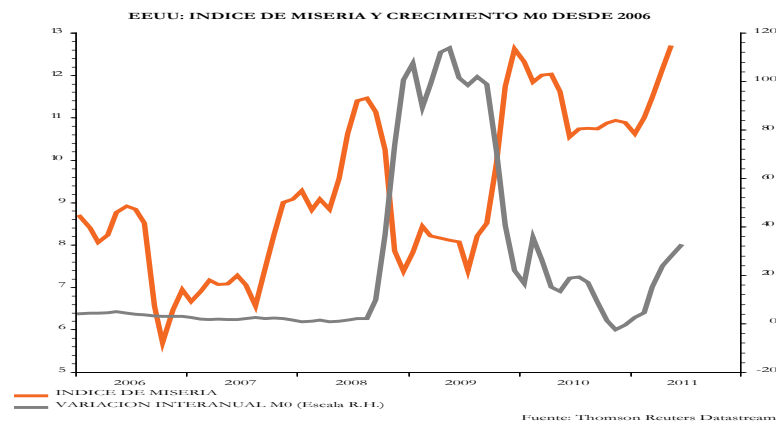
La guerra Irán-Irak comenzó el 22 de septiembre de 1980 y la oferta de petróleo se vio considerablemente perturbada. El precio del Arab Light, que estaba a menos de 13 USD el barril en septiembre de 1978, alcanzó los 35 USD en mayo de 1979.



El Índice de miseria subió del 15 al 22% durante el segundo choque petrolero. Esta vez la Reserva Federal cambió de política. El crecimiento del M0 siguió constante, pero la evolución de los tipos de interés de la Fed fue prácticamente idéntica a la del Índice de miseria, alcanzando el 16% cuando éste alcanza su máximo.



El tercer choque petrolero de 2008 no merece sin duda ser definido como choque. Si bien es cierto que el precio del barril pasó de 60 USD a principios de 2006 a 144 USD en Nueva York el 2 de julio de 2008, volvió a bajar rápidamente hasta 35 USD a finales del 2008. Por su parte, el Índice de miseria recayó del 11,5% al 7,5% en un espacio de 6 meses antes de «explotar» y alcanzar un 12,5% a finales del 2009 bajo el efecto de la «crisis de las hipotecas de alto riesgo».



Podemos observar que la Reserva Federal conservó un crecimiento cero del M0 durante la subida del precio del petróleo antes de ser invadida por el temor a hacer frente a la crisis de las hipotecas de alto riesgo. En cuanto a los tipos Fed, continuaron bajando a lo largo del 2008 para situarse a finales de año en un rango comprendido entre 0 y 0,25%.

A modo de conclusión sobre la «crisis» del 2008, podemos añadir que:

- La subida de los precios en 2008 no fue causada por una escasez de la oferta, sino por un aumento inesperado de la demanda por parte de los países emergentes, en especial, los países asiáticos.
- Sin la crisis de las hipotecas de alto riesgo, el aumento de los precios del petróleo probablemente no hubiera provocado una recesión en Estados Unidos y en Europa.

## 5. Los temores actuales a una estancación inminente

En el mes de mayo, la tasa oficial de desempleo se situaba en el 9,1% y el aumento del Índice de Precios de Consumo (IPC) fue del 3,6% anual en Estados Unidos, lo que disparó el índice de la miseria al 12,7%. Esta última cifra proporciona una visión demasiado optimista sobre la situación real en el país.

La tasa de desempleo es artificialmente baja debido a que millones de estadounidenses han renunciado a buscar un empleo.

El IPC se beneficia de la fuerte ponderación de la vivienda en su cálculo. Si nos centramos en los índices de precios de producción de mayo, los productos terminados aumentaron en un 7,3%, los productos intermediarios en un 10,3% y las materias primas en un 21,5% anual.

Los precios de las materias primas deberían seguir al alza durante estos próximos años, especialmente debido a la demanda de los países emergentes (petróleo, alimentación y también metales industriales como el cobre o el aluminio).

El mercado del petróleo deberá, desde el punto de vista de la demanda, satisfacer las necesidades de electricidad de los países que desean poner fin a la contaminación causada por las centrales a carbón y/o de los que renuncian a las centrales nucleares, así como la demanda cada vez más importante y mayoritaria de los países emergentes. Desde el punto de vista de la oferta, deberá hacer frente a los riesgos políticos que van en aumento en los países del Golfo. Por otra parte, el desarrollo del gas natural podría aliviar la demanda de petróleo.

Además del factor crecimiento de la población, los precios de los productos alimenticios van a ser impactados por el recalentamiento del planeta y por la multiplicación de los desastres naturales (sequedades, inundaciones, incendios, etc.), sin contar con el desarrollo de los biocarburantes.

La política monetaria llevada a cabo desde hace más de 2 años por la Reserva Federal constituye otro riesgo. Esta política consiste en mantener los tipos a corto plazo lo más cerca posible de cero y en lastrar los tipos a largo plazo mediante compras masivas de Bonos del Tesoro (el denominado «*quantitative easing*»). El resultado es que el «*hot money*» ha abandonado los mercados financieros de Nueva York para invertir en los mercados emergentes, especialmente en Asia y América Latina que ofrecen unos tipos de interés evidentemente más elevados.

Estos movimientos de capitales provocaron la persecución de la caída del dólar y un alza de los precios al consumo superior al 5% anual en países como China, Brasil o Indonesia, donde la inflación se ve incrementada por los precios de las materias primas en USD, 40% más altos que hace un año. Observamos por último que la creación monetaria de la Reserva Federal no ha permitido incrementar la oferta de crédito a los hogares y a las empresas -especialmente a las PYMEs-, sino que se ha utilizado sobre todo para incrementar las reservas excedentarias de los bancos comerciales.

En resumidas cuentas, si se produjera una estanflación, la Reserva Federal sería totalmente impotente con un tipo básico ya a cero y una liquidez inyectada en el sistema bancario hasta niveles poco razonables. Esta es sin duda la razón por la que se descarta cualquier estanflación para 2012 y 2013 en el comunicado del FOMC tras la sesión del 21 y 22 de junio, así como en las previsiones económicas que anexaron.

Sin embargo, Ángel Gurría, secretario general de la OCDE, el 25 de mayo de 2011 declaró: «*El temor es que, si los riesgos a la baja (de la economía global) cobraran fuerza, su impacto acumulativo podría debilitar de forma significativa la recuperación y probablemente desencadenar una estanflación en algunas economías desarrolladas*».

Para más información: «*The Return of Stagflation*», de Ronald McKinnon, profesor en la Universidad de Stanford, artículo publicado el 24 de mayo de 2011 en wsj.com.

## 6. Activos recomendados en un contexto de estanflación

Vamos a comenzar por una advertencia algo desalentadora: la única manera de combatir la estanflación es arriesgarse.

Conviene evitar la **liquidez** en los comienzos de una estanflación. El famoso eslogan «*cash is king*» es cierto en un contexto de deflación. La liquidez solo será interesante cuando un banco central establezca su tipo básico por encima del nivel de inflación.

Se desaconseja vivamente la adquisición de **obligaciones**. En los años 70 los agentes de bolsa y los analistas financieros bautizaron a las obligaciones con el nombre de «certificados de confiscación». Las obligaciones indexadas a tasa de inflación (TIPS) aún no existían. Los TIPS son sin duda las obligaciones menos arriesgadas. Sin embargo, existen dos riesgos a tomar en cuenta: el índice oficial de precios al consumo, que sirve al reajuste de los cupones, subestima la inflación real y el deudor estatal ya no está al amparo de una disminución de su calificación por parte de las agencias de calificación.

En caso de estanflación, los mercados de **acciones** son bajistas. La regla básica es centrarse en las acciones de las empresas que posean una importante capacidad para incrementar los precios de sus productos (*«pricing power»*) sin que sus ventas disminuyan y que ofrezcan unos dividendos elevados. Los sectores que hay que privilegiar son los que producen bienes o que ofrecen servicios indispensables para los hogares, como la energía, el agua, la salud y la alimentación. Al contrario, ya que el consumidor se ve afectado a la vez por el desempleo y la disminución del poder adquisitivo, conviene evitar todo lo relacionado con el consumo llamado discrecional, así como el comercio al por menor no especializado en la alimentación.

Invertir directamente en **materias primas y oro** parece una apuesta evidente. Sin embargo, los precios de las materias primas ya han aumentado de forma significativa, anticipando una aceleración de la inflación y es posible que el precio de ciertas materias primas se vea influenciado por la especulación, por ejemplo por la actividad de los Hedge Funds. Esta es la razón por la que conviene, en primer lugar, comprar grandes índices que abarcan las principales materias primas.

En cuanto a las **divisas**, hay que hacer hincapié en las *«commodity currencies»*, especialmente los dólares australianos y canadienses, así como en la corona noruega. Cuando notemos claramente que un banco central ha decidido volver a subir sus tipos de una forma agresiva, hay que comprar la divisa, que se beneficiará del movimiento en cuestión.

Finalmente, el sector **inmobiliario** es en principio favorable en escenarios inflacionistas, pero cuando se produce una estanflación, los hogares no compran bienes inmobiliarios para invertir, sino para fines a largo plazo. En el caso de una recesión, se produce una disminución del poder adquisitivo y el riesgo de impago de la deuda hipotecaria es elevado. Además, la crisis de las hipotecas de alto riesgo aún se mantendrá viva durante varios años en las memorias y es poco probable que el precio de los inmuebles en Estados Unidos se dispare durante una estanflación.

Jacques Nicola / CIPa / julio del 2011  
Bordier & Cie

## ESTAMOS A SU DISPOSICIÓN

### ASOCIADOS EJECUTIVOS

Pierre PONCET  
 Gaétan BORDIER  
 Grégoire BORDIER  
 Evrard BORDIER

### COMITE DE DIRECCION

David HOLZER  
 Michel JUVET  
 François KOESSLER  
 Patrice LAGNAUX, Zürich  
 Philippe RUDLOFF

### GESTION DE FORTUNA Y PATRIMONIO

Bernard CHOLLET, Nyon  
 Bertrand CLAVIEN  
 Roman DOUBROVKINE  
 Niloufar EGHTEGAR  
 Sébastien GIOVANNA, Zürich  
 Joseph GOMEZ  
 Dimitrios GREKAS  
 Véronique GROSSEN  
 Markus HAUSHERR, Zürich  
 Carine IMHOF  
 Frank ISOZ  
 François JACOBI  
 Eric JOYAU

Hubert LECLERC  
 Ruth MERCIER, Nyon  
 Manuel MORA  
 Ernest MORGELI, Nyon  
 René MOZER  
 Philippe NABAA  
 Lisa NATALINI TISSOT, Nyon  
 Thierry PERRET  
 Daniel ROTH, Bern  
 Stephan SCHNYDER, Bern  
 Aloïs SOMMER, Zürich  
 Masaki TSUNOOKA

### SERVICIO DE GERENTES EXTERNO

Pierre-Louis CHARDIER  
 Patrick STOCKHAMMER

### ESTUDIOS ANALITICOS

Rafaël ANCHISI  
 Loïc BHEND  
 Agathe BOUCHE BERTON  
 Peter KELLER, Zürich

Christophe LABORDE  
 Daniel PELLET  
 Frédéric POTELLE

### FAMILY OFFICE

Radan STATKOW  
 Camille BORDIER

### CONSEJERO JURIDICO Y FISCAL

Dominique FELLAY  
 Nicolas TERRIER  
 Sergio ULDRY  
 Guy LUTZ

### COMPLIANCE OFFICER

Frédéric DEVILLARD  
 Verónica VERDIAL  
 Juan-Luis CALERO  
 Reynald DUCOMMUN  
 Didier GRANDJEAN  
 Yves FOURNET  
 Jean-Marc SCHWAB

IT  
 CONTABILIDAD/CREDITOS  
 CAMBIOS  
 BOLSA  
 VALORES  
 TRANSFERENCIAS  
 CAJA

### Sede Bordier & Cie

Rue de Hollande 16  
 CP 5515  
 CH – 1211 Genève 11

T. +41 22 317 12 12  
 F. +41 22 311 29 73

Swift BORD CH GG  
 www.bordier.com  
 research@bordier.com

### Oficina de representación en Berne

Bordier & Cie  
 Zeughausgasse 28  
 Postfach 213  
 CH – 3000 Bern 7

T. +41 31 313 12 12  
 F. +41 31 313 12 00

Bordier & Cie (**France**) SA  
 10, rue de la Paix  
 75002 Paris  
 France

T. +33 1 55 04 78 78  
 F. +33 1 49 26 92 48

### Oficina de representación en Nyon

Bordier & Cie  
 Rue de la Porcelaine 13  
 CP 1045  
 CH – 1260 Nyon

T. +41 22 317 70 50  
 F. +41 22 362 04 68

Bordier & Cie (**Singapore**) Ltd.  
 Prudential Tower  
 30 Cecil Street # 27-00  
 Singapore 049712

T. +65 66 31 28 89  
 F. +65 66 31 28 94

### Oficina de representación en Zürich

Bordier & Cie  
 Bahnhofstrasse 62  
 CH – 8001 Zürich

T. +41 44 213 12 12  
 F. +41 44 213 12 00

Bordier & Cie (**Uruguay**) SA  
 Edificio Beta 3 of. 104- Zonamerica  
 91600 Montevideo  
 Uruguay

T. +598 2 518 58 81  
 F. +598 2 518 27 03