

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Los signos de inflación están por todas partes: Commodities, semiconductores, salarios, etc.

Todo huele a inflación, y eso es un problema

Hoy todo huele a inflación, y eso puede llevar a la Fed a levantar el pie del acelerador (en sus programas de estabilización), o directamente, apretar el pedal del freno (endurecimiento monetario). Los signos de inflación están por todas partes: Las commodities agrícolas están a máximos de 9 años. El cobre ha pasado el pico de 2011. La TIR del break-even está en el 2.54% (máximo desde 2013). Hay una grave crisis de escasez de semiconductores que va más allá de razones coyunturales y que amenaza con generar inflación de producción. Y es que el desarrollo de la automoción autónoma, o el 5G, ha disparado (literalmente) la demanda de chips, sin embargo, la inversión en los últimos 4 años en la industria de semiconductores de medio y bajo rendimiento ha sido muy baja. Sólo los grandes *players* como TSMC, Samsung o Intel han anunciado inversiones importantes para los próximos meses, inversiones que irán destinadas a plantas de fabricación de chips, *wafers* y nodos de última generación 5nm (de mayor valor añadido). El resto de los productores no han anunciado grandes planes de inversión, por lo que seguirá existiendo un grave problema de suministro en semiconductores, circuitos y chips más básicos (que son los utilizados en la mayoría de los procesos). Este problema está causando estragos: Foxconn advierte de una caída de sus envíos. Samsung postpone el lanzamiento de su Galaxy Note. Apple anuncia pérdidas de ingresos por retrasos en la entrega de sus iPads y iMacs. Las empresas suministradoras de banda ancha sufren retrasos de 1 año en la entrega de *routers*. Y los fabricantes de coches se ven obligados a hacer cierres temporales por falta de suministro de chips. Existen informes que indican que las empresas chinas están haciendo acopio masivo de semiconductores por temor a que se extiendan las sanciones que les impiden acceder a la propiedad intelectual de los EUA. Este problema está causando muchos dolores de cabeza, hasta el punto de que los fabricantes de autos presionan a sus gobiernos para que estos exijan a los fabricantes de semiconductores la entrega de sus productos. Pero se encuentran con que otros sectores, igualmente importantes, presionan también a sus gobiernos por lo mismo. Todo esto, claro está, presiona al alza los precios de producción.

Para rizar el rizo, ahora resulta que los empresarios de los EUA tienen que pagar más salario para “competir” con las elevadas ayudas federales destinadas a los desempleados (ayer, Arkansas, Montana y Carolina del Sur anunciaron que no optarán a recibir las ayudas federales de US\$300 semanales para desempleados, aludiendo que “tales ayudas están desincentivando a la gente a la hora de buscar y aceptar un empleo). Como está previsto que tales ayudas permanezcan hasta septiembre, es entonces previsible esperar un aumento salarial por parte de aquellas empresas que pretenden contratar o mantener trabajadores. Otra fuente de inflación.

¿Es la inflación un riesgo serio? ¿Qué cabe esperar ahora? La Fed dice que las tensiones inflacionistas “son transitorias”. En base a eso, sospecho que la Fed no va a cambiar de discurso, contribuyendo así, junto con los drivers actuales de precios (commodities, semiconductores, ayudas federales, salarios, liquidez, etc.) en la

construcción de las expectativas de inflación; que seguirán al alza. Intuyo que esto provocará un aumento en la pendiente de la curva dólar (hoy en niveles de 150pb, que es el promedio de largo plazo). El problema es que en esta fase del ciclo en el que se construyen las expectativas de inflación, la pendiente suele irse hacia los 350-375 pb como ocurrió en 2002, 2004 y 2010. Lo que significa que hay un gran margen para que la TIR del bono USA siga subiendo. Y aunque en el Comité de Inversiones Global Andbank pensamos que la Fed controlará ese movimiento, de forma que la TIR suba muy gradualmente (para que no se rompa nada), lo cierto es que seguiremos teniendo un escenario de subidas de TIR.

¿Qué estrategia seguir? Si la Fed tiene razón, y la inflación no supone un riesgo, entonces el movimiento en curva también será temporal, por lo que hoy deberíamos seguir invirtiendo en *growth* y en sectores elásticos que compensen precios bajos con mayores volúmenes (media, autoparts, tech, moda, leisure, hoteles, aviones). Deberíamos seguir invirtiendo en las fuentes de la desinflación (robotización, tecnología médica, logística), y seguir comprando consumer staples (antes que cyclical). También deberíamos seguir invirtiendo en monetizadores de volumen (India, Taiwán). Y por supuesto, habría que empezar a tener en el radar los bonos a largo.

La Fed dice que las tensiones inflacionistas “son transitorias”.

En base a eso, sospecho que la Fed no va a cambiar de discurso, contribuyendo así, en la construcción de las expectativas de inflación

En cambio, si la Fed se equivoca y todas estas señales que les he mencionado provocan que la inflación sea más persistente, entonces es probable que la curva de tipos tome mucha más pendiente, o incluso que la Fed tenga que acabar endureciendo las condiciones (mal y tarde). En tal escenario reflacionario, es recomendable seguir apostando por la rotación hacia el equity de corta duración (comprar *value* y vender *growth*, que es equity de larga duración, y sufriría por ser muy sensible a tipos. LA caída ayer del -2.55% del Nasdaq fue un aviso de que el mercado empieza a incorporar este escenario). Deberíamos también rotar hacia equity cíclico (bancos universales, consumo discrecional, minería), y también hacia equity poco elástico a precios (utilities y telecoms). También deberíamos comprar empresas cuya baja capacidad de fijar precios pase de ser un defecto, a una cualidad en el nuevo entorno (alimentación y supermercados). Habría que rotar desde los mercados considerados “*Volume monetizers*” a los “*Price monetizers*” (como Brasil o incluso Rusia). También comprar stores of value (oro, commodities), y por supuesto, vender bonos largos. Como podrán observar, las estrategias en un entorno u otro son muy diferentes.

La situación de hoy es incierta, y nos ha pillado, por qué no decirlo, como a todo el mundo, algo a contrapié y con una parte importante de nuestras carteras (la sección temática) invertidas en segmentos relacionados con estilos *growth* (que suelen performar bien en escenarios desinflacionarios, pero lo hacen mal en escenarios inflacionarios como el actual). Aunque sí realizamos un giro para aumentar la presencia de sectores poco sensibles a tipos (*value*), no hemos querido deshacer todas las posiciones en sectores más sensibles (*growth*) por la sencilla razón de que la Fed bien podría ver los riesgos, decidir poner el pie en el pedal del freno, y acabar con las expectativas de inflación de golpe, frenando en seco la subida en la TIR del bono a 10 años. En ese escenario, sería el *growth* el que volvería a sobreperformar.