

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

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

¿Debemos cubrir nuestras carteras?

No cabe duda de que un hombre puede estar en completa disonancia con su época. Yo, por ejemplo. No logro entender bien la idea de consenso de que iniciaremos en breve un proceso de Tapering (retirada de estímulos) porque la inflación ha hecho acto de presencia. Tal razonamiento, que en principio puede parecer lógico, puede también ser de un simplismo pastoril sin precedentes. Me explico.

Pensar que el Tapering va a materializarse como respuesta a la incipiente inflación puede ser un razonamiento simplista y equivocado.

En cada etapa de esta crisis ha habido faltantes (escasez) de todo tipo. En primavera fue la madera (haciendo que se disparara el precio un 600%). Luego, en verano, fueron los vehículos de segunda mano (y su correspondiente aumento en precio) motivado por cierres de plantas de autos nuevos. Hoy, a las puertas de otoño, la escasez sigue dándose en el *commodity* más comercializado del mundo (los semiconductores), provocando continuos recortes en producción de autos nuevos y su correspondiente aumento en precio (ayer mismo seis fabricantes japoneses anunciaron recorte en la producción de autos, y la fabricación global de 2021 no alcanzará ni los 80 millones de unidades, -6% vs las proyecciones iniciales). Persiste también una escasez en el segundo *commodity* más comercializado del mundo: el petróleo, y se debe a la total ausencia de inversión en exploración y extracción (cortesía de las nuevas tendencias políticas). Tampoco debemos ignorar el problema con el precio mundial de los fletes, disparado tras el cierre de algunos puertos en China y su actividad de carriers, estresando aún más la maltrecha cadena global de oferta, causando desequilibrios en forma de alzas en precios.

El origen verdadero de la inflación actual se encuentra en factores que no pueden ser corregidos con el Tapering: Escasez de semiconductores, escasez de petróleo, fletes disparados, etc...

Otra escasez importante, cuyo precio también se ha visto impulsado al alza. El capital humano. No lo digo yo. Lo dice la encuesta a empresarios en EUA y Europa, en donde los empleadores responden que su “principal preocupación es encontrar el capital humano adecuado”. La pregunta incómoda de hoy: ¿Es esto permanente? ¿Deberíamos hablar de una espiral inflacionista en salarios? Por su puesto que no.

El aumento salarial tiene que ver hoy con una inmigración reducida (por cierre de espacios aéreos o restricciones a la movilidad), dificultades de las empresas para expatriar a profesionales, o esquemas temporales de sustitución de rentas (ayudas que mantienen a un significativo número de trabajadores alejados del mercado laboral). Pero todo esto acabará; y con ello, el aumento salarial sostenido. Hablar hoy de espirales salariales me parece poco serio, y ustedes se merecen un análisis serio. Hay quien pretende restablecer la vieja relación entre precio del crudo y salario, pero la verdad es que hace ya muchos años que la indexación salarial a la energía no existe. Tampoco los sindicatos tienen la fuerza de hace dos o tres décadas, cuando los salarios se reseteaban cada trimestre. Hoy, en cambio, las discusiones salariales son cada vez menos frecuentes, dando tiempo a que cualquier subida salarial motivada por un efecto base puntual desaparezca antes de que los denominados efectos escaladores puedan aparecer.

Así pues, este es el origen verdadero de la inflación actual: Escasez de semiconductores, escasez de petróleo, fletes disparados, cierre de plantas, precios de autos al alza y escasez de capital humano. Ahora, por favor, que alguien me responda.

¿Va a solucionar el Tapering algunas de estos problemas de escasez? ¿Acaso el Tapering proporcionará un maná de chips o hará subir el stock mundial de petróleo? ¿Reestablecerá el tapering la actividad de *carriers* en los puertos de China, haciendo bajar el precio de los fletes? ¿Acaso aumentará el stock de capital humano? La respuesta a todo ello, me temo, es un contundente no. Entonces, ¿de qué servirá iniciar un tapering? No lo sé, pero desde luego, no para bajar la inflación. Es más. En la situación actual de inflación que no puede ser solucionada con un endurecimiento monetario, lo que tenemos actualmente es una dentellada a la capacidad de compra de los asalariados. Una dentellada que sería aún más profunda si se materializa el Tapering. ¿Por qué? Verán, retirar estímulos es como soltar la mano a los gobiernos a la hora de financiar el gasto público. Sería, de facto, como abrir la puerta a la austeridad. No es que tenga nada en contra de la austeridad (de hecho, me considero un hombre austero, solo indulgente en algún aspecto menor de la vida), pero creo que eso no va a ocurrir en este momento.

¿De qué servirá iniciar un tapering? No lo sé, pero desde luego, no para bajar la inflación...

En conclusión. La comunidad inversora considera que el Tapering va a materializarse (como respuesta a la incipiente inflación), pero parecen ignorar que nada puede hacerse para rebajarla. En un mundo normal, eso debiera bastar para frenar cualquier impulso de retirada de estímulos. O al menos, así lo veo yo. Al fin y al cabo, ¿Para qué iniciar algo cuyo propósito se insinúa fallido desde el principio? Lo más sorprendente es que el propio BCE, en sus proyecciones, asigna menos de un 18% de probabilidad de alcanzar una inflación del 2% a largo plazo. ¿Entonces, para qué el anuncio reciente de retirada de estímulos? Supongo que para calmar los ánimos de esos devoradores de salchichas del norte, que llevan meses exhortando al BCE a que ponga fin a la laxitud monetaria. No les falta razón, pero precisamente ahora, no toca por las razones expuestas.

... pero muchos vislumbran recortes del 50% (o más) en los estímulos para los próximos 12 meses

En fin. Si por mi fuese, determinaría hoy, a través de este *paper*, que el Tapering no se va a materializar de forma visible y notoria, y eso bastaría para patrocinar una estrategia de inversión en carteras favorable a la expansión continuada del mercado. Pero el destino cruel ha querido que mis hermanos inversores piensen de forma contraria. Legiones son los que vislumbran recortes del 50% (o más) en los estímulos para los próximos 12 meses. Huelga decir que eso no le sentaría muy bien al mercado. ¿Qué hacer, pues? No importa quien tenga razón o que argumento sea, en rigor, más valido. Lo que importa es lo que finalmente ocurra, y me temo que las autoridades, una vez más, puedan obsequiarnos con el usual desacierto. Al fin y al cabo, infinitos son las meteduras de pata del hombre y los sucesos que demuestran que está en nuestra naturaleza equivocarnos. En el siglo XVIII, por ejemplo, el cuerpo de oficiales ruso se entregó a los duelos con tanto entusiasmo que el Zar tuvo que prohibirlos para evitar que en pocos meses no quedara nadie para dirigir las tropas.

Mi particular forma de entender el mercado me invita a mantener posiciones. Pero esto de ir en contra del consenso se me da tan bien como a Beethoven estar sordo. Así que, quizás, una estrategia de cobertura pudiera tener sentido. Sólo debemos profundizar más sobre el cómo y el cuándo. Algo que haremos en el próximo Comité Global de Inversiones Andbank.