

El fantasma de la Inflación (Parte I)

El cómico norteamericano Will Rogers decía: “Lo que perjudica a la gente no es lo que no sabe, sino lo que cree que sabe y, en realidad, no es verdad”. Esta observación aplica perfectamente, desde nuestro punto de vista, a los mitos y realidades que rodean a la inflación y a su impacto en el mundo de las inversiones.

Turistas en un bosque macroeconómico

Vamos a dedicar una serie de entradas en el *blog* a reflexionar con ustedes (de nuevo) sobre un fantasma que lleva revoloteando un tiempo sobre los mercados. Un fantasma que no ha conseguido asustar a los índices de renta variable hasta la fecha (aunque la rotación dentro de éstos ha sido épica), pero sí se ha dejado notar en otros activos como la renta fija o las materias primas. Un fantasma llamado Inflación.

Antes de seguir, les diremos que somos unos turistas en el bosque macro en el que nos vamos a meter y eso garantiza que, con certeza, vamos a decir algunas cosas -o muchas- que no van a ser del todo correctas. Es posible, también, que resultemos un tanto vagos o ambivalentes en nuestras conclusiones. Lo primero no resulta intencionado. En cuanto a lo segundo, somos perfectamente conscientes de ello.

Y es que tenemos la firme intención de no ser dogmáticos. En este caso, como en tantos otros, sabemos que no sabemos y, por tanto, deben entender esta serie de artículos como un intento (humilde) por reflexionar en alto sobre aquellos asuntos que nos parecen relevantes a la hora de gestionar sus carteras. Una gestión que estaría, en parte (no del todo, ya les explicaremos el porqué), condicionada por la aparición de la inflación.

Estaríamos ante un nuevo invitado a comer en la mesa de las inversiones que -y esto es lo realmente relevante- podría no querer marcharse después de los cafés. Toca pensar, por tanto, si tenemos algo rico para la merienda (o la cena) en caso de que nuestro amigo decida “acoplarse” en nuestra casa.

¿Qué es la inflación?

Antes de adentrarnos en este bosque macro (un bosque en el que también se pierden los guardias forestales, por cierto), lo primero es tratar de definir qué es la inflación. Hay muchas definiciones y no todas nos parecen correctas, pero, tratando de resumir mucho, diremos que la inflación es el crecimiento continuado y sostenido del nivel precios de una economía. En “román paladino”, sería el fenómeno por el cual los euros que tenemos en nuestro bolsillo compran menos cosas de las que compraban anteriormente.

¿Y por qué sucede esto? Pues ocurre porque aquellas cosas que quiero suben de valor frente a mis euros o porque los euros que tengo bajan de valor frente a aquello que quiero. Parece difícil, a priori, determinar quién es el “culpable” de esta modificación de los términos de intercambio que estamos describiendo. Para ello, es necesario ponernos un poco más “estupendos” y tratar de definir el concepto de utilidad. Mejor, el de utilidad marginal.

La Utilidad Marginal

Utilidad es la satisfacción o bienestar que te reporta el consumo de un bien o un servicio. Sin embargo, ese bienestar no siempre es igual, ni crece ilimitadamente. Imaginemos que estamos muertos de hambre. Una hamburguesa resulta extremadamente “útil” en esa circunstancia (nos produce una enorme satisfacción zampárnosla). Bien. Si comemos como una lima, una segunda hamburguesa posiblemente también nos aporte bienestar, aunque, claramente, menos que la primera. La tercera, en cambio, se nos va a hacer bola con seguridad. Su utilidad será cero o incluso negativa.

Esta “variación” en la satisfacción es lo que mide el concepto de utilidad marginal. Por tanto, rematando el concepto con una definición en plan libro de texto, diremos que la utilidad marginal de un determinado bien o servicio es el aumento (o disminución) en la utilidad total que nos supone el hecho de consumir una unidad adicional del mismo.

El precio de las cosas

¿Cómo aplica este concepto a la discusión que teníamos? Aplica puesto que explica el nivel del precio de los bienes y servicios en una economía. Éste no es más que el reflejo de la relación que existe (la ratio) entre la utilidad marginal de “las cosas” y la utilidad marginal del dinero que las compra. Matemáticamente, el precio de un bien X se expresaría de la siguiente manera:

$Pr \text{ del bien X} = \text{Utilidad mg del bien X} / \text{Utilidad mg de un euro}$

¿Y cómo llegamos desde aquí a explicar el concepto de inflación? Fácil, solo hay que entender que este cociente, como todos, es mayor cuando el numerador se hace más grande o el denominador se hace más pequeño (también cuando el numerador crece más que el denominador o el denominador decrece más que el numerador, pero no hace falta ponernos tan finos).

Entonces, ¿cuándo tenemos inflación?:

- 1) Cuando se incrementa el numerador, es decir, cuando se produce un incremento de la utilidad marginal de las cosas. ¿Y por qué ocurre esto? Porque la demanda de esas cosas se incrementa o su oferta disminuye.
- 2) Cuando se reduce el denominador, es decir, cuando baja la utilidad marginal del dinero. ¿Cuándo ocurre esto? Cuando la oferta de dinero se incrementa o cuando la demanda por conservarlo (no gastarlo) se reduce.

Y ya está, ya tenemos el lienzo “teórico” sobre el que empezar a pintarrapear –porque eso es lo que vamos a hacer– pensamientos en relación a la inflación y su impacto en los mercados (y en nuestras carteras).

Calma tensa

Trasladando todos estos conceptos al momento actual, podríamos decir que la situación es de calma tensa. La demanda de “cosas” se ha derrumbado fruto del COVID-19, por lo que su utilidad marginal está deprimida. Al mismo tiempo, las tasas de ahorro son muy abultadas –existe una elevada utilidad marginal del dinero– por las evidentes dificultades que tenemos para consumir y, también, porque persiste cierta aversión al riesgo fruto de la incertidumbre que ha provocado una crisis sin precedente. Por estas razones, la inflación parece contenida a pesar del aumento –monstruoso– que se ha producido en los pasivos de los estados (cantidad de dinero en circulación y deuda pública).

Esta situación podría perdurar si persisten dificultades a la hora de retomar el normal funcionamiento de la economía (nuevas cepas, retrasos en las vacunaciones, etc.) o asistimos a un desempleo duradero por culpa de un impacto prolongado de la pandemia en determinados sectores. Es decir, si la utilidad marginal de las cosas sigue deprimida.

De igual modo, no habría riesgos inflacionistas siempre que, una vez asentada la recuperación, se drenasen las ingentes cantidades de dinero en circulación mediante políticas monetarias más restrictivas (subidas de tipos) y/o se redujesen los niveles de deuda pública (mayores impuestos o menor gasto público). La utilidad marginal del dinero no caería en este escenario.

Hotel California

El mercado no lo ve muy claro. Por un lado, atisba una recuperación potente de la economía cuando las vacunas nos permitan salir a la calle. Viendo el ascenso meteórico en el precio de algunos activos, “explosiva” parecería un adjetivo más apropiado para describir la recuperación que éstos descuentan. Una recuperación que va a estar apuntalada, además, por los ingentes estímulos fiscales anunciados en EE.UU. en las últimas semanas.

Estamos hablando de 1.9 billones de dólares ya aprobados, que equivalen a un 8% del PIB norteamericano o un 2% del PIB mundial (EE.UU. representa un 25% de éste), a los que habría que sumar un paquete adicional, actualmente en fase de discusión, de otros 3-4 billones. Este último estaría destinado a inversiones en infraestructuras y energías limpias y representaría –potencialmente– otro 14% del PIB norteamericano o un 3,5% del PIB mundial.

Por el lado monetario, el estímulo es, si cabe, más salvaje. Para hacernos una idea, sólo durante la pandemia, la liquidez creada por los responsables de las políticas monetarias de las principales economías del mundo equivale a un 21% del PIB mundial. Espectacular. Este manguerazo de billetes no ha ayudado a revertir las dudas que tiene una parte del mercado –y nosotros compartimos– sobre la capacidad de los banqueros centrales a la hora de normalizar sus políticas monetarias.

Un recelo que no es nuevo. Una sospecha que ha ido cociéndose a fuego lento después de más de una década de continuas medidas “extraordinarias”. Y es que todos hemos ido aprendiendo, con el paso del tiempo, que estas políticas son como el Hotel California de la canción de los *Eagles*: un hotel en el que es fácil entrar, pero del que resulta imposible salir.

Una recuperación económica inquietante

Estaríamos, pues, ante una recuperación económica inquietante. Menuda paradoja.

La ecuación que hemos descrito anteriormente ($\text{Inflación} = \frac{\text{Utilidad mg de las cosas}}{\text{Utilidad mg del dinero}}$) nos va a ayudar a comprender este incipiente desasosiego al que nos referimos. Un desasosiego que se articula, más o menos, así: cuando la actividad económica gane velocidad de crucero, los abultados pasivos públicos pesarán sobre la utilidad marginal del dinero (se reducirá el denominador), mientras que la recuperación de la demanda presionará al alza la utilidad marginal de bienes y servicios (se elevará el numerador). El resultado (el cociente) será una inflación elevada y sostenida en los próximos años.

Este podría ser un resumen un poco simple, pero plausible, que explicaría algunas de las sacudidas que han afectado a los mercados en los últimos tiempos: rotación sectorial salvaje, precios de las materias primas disparados, subidas agresivas en la rentabilidad en los bonos, etc. Nada de lo que preocuparse hoy, dirán algunos. Cierto. Pero no nos pagan por sopesar lo de hoy. Nos pagan por analizar y evaluar lo que puede venir mañana y, sobre todo, el impacto que ese mañana podría tener en nuestros fondos.

Decimos esto, porque el tipo de cartera que uno quiere tener en un entorno inflacionista es muy diferente al que tiene sentido tener en un régimen deflacionista. Pero esa discusión no toca hoy. La próxima semana seguimos en “[El fantasma de la inflación \(parte II\)](#)” .

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.

Aviso legal:

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER www.bestinver.es o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: bestinver@bestinver.es.

Fecha de publicación: 26/03/2021