

# El fantasma de la Inflación (Parte II)

La semana pasada les prometíamos seguir reflexionando con ustedes sobre la inflación. Un fantasma que no se ha “manifestado” en las últimas décadas -al menos no en la forma que nos tenía acostumbrados- y del que sólo hemos tenido alguna constancia por un par de “psicofonías” que se registraron hace ya algún tiempo: una primera a principio de siglo y otra -muy breve- inmediatamente después de la mal llamada crisis de Lehman Brothers.

## Lío en las medidas y lío en las causas

El objetivo de este post es analizar el punto de partida macroeconómico anterior a la llegada del Covid y determinar si la pandemia, en este contexto, ha representado la guinda de un pastel inflacionista que se llevaba horneando un tiempo.

Nos parece imposible abordar este análisis sin conocer bien el terreno que hemos estado pisando los últimos años. El objetivo es averiguar si éste representa tierra fértil para que prospere un cambio de régimen o, por el contrario, carece de los nutrientes necesarios para que germine la semilla de la inflación.

Reiterarles que somos unos turistas dentro de este bosque macro y, por tanto, deben entender este post como lo que es: un ramillete de reflexiones por parte del Equipo de Inversión sobre un tema complicado que nos parece interesante e importante. Advertirles, también, que el post no es corto ni ligero. Los verdaderos aficionados lo apreciarán, los menos entusiastas descubrirán en él una buena cura para el insomnio.

## El IPC, una medida imperfecta

En el anterior [post](#) explicábamos cómo la inflación se produce por los cambios en la utilidad marginal de las “cosas” frente a la utilidad marginal del dinero. Hasta aquí todo correcto y relativamente claro. A partir de ahora comienza un poco el lío. Al menos para nosotros. Lío al medir la inflación y más lío a la hora de buscar las causas que la provocan.

Para medir los precios en una economía, los agentes recurren a indicadores agregados como el IPC (Índice de Precios al Consumo) o el Deflactor del PIB. Estas métricas son utilizadas de forma generalizada por todo el mundo y, quizá, sean una de las pocas proposiciones en las que todos los economistas están de acuerdo. No es nuestro caso.

Decimos esto porque, a nuestro entender, el IPC no mide bien la inflación. El IPC es una medida estadística de la evolución del conjunto de precios de una cesta “representativa” de bienes y servicios. En nuestro país, para que se hagan una idea de cómo se contabilizan las “cosas”, la categoría de “alimentación y bebidas no alcohólicas” representan casi un 24% del índice, “transporte” un 12.5%, “hoteles, cafés y restaurantes” prácticamente un 12% y, dejando lo mejor para el final, la categoría “vivienda” representa...un 13.5%. No hay más preguntas señorita...

Como ven, el IPC, por su propia definición, no mide la evolución de todos los precios de la economía, sino únicamente la de una “selección” de bienes y servicios que se destinan al consumo. Por ello, no resulta un buen

indicador del poder adquisitivo de la moneda. No puede serlo cuando deja de lado la evolución de muchos otros precios (muy) importantes. Estamos hablando del precio de los activos que, dicho sea de paso, son los bienes que respaldan la mayor parte de nuestras deudas.

Este es el primer problema que vemos. Unos indicadores sobre los que se basan las decisiones de política económica y que, a nuestro entender, no miden adecuadamente el verdadero coste de “las cosas”. O, al menos, no el coste de algunas -los activos- que consideramos importantísimas a la hora de determinar el poder adquisitivo de una moneda (y la estabilidad y solvencia de una buena parte de la economía, por cierto).

## **Sin alegría ni trajín**

En lo que se refiere a los procesos que generan inflación, el acuerdo no es generalizado. Todo lo contrario. Utilizando el marco teórico de la semana pasada, -la ecuación que explicaba el nivel de precios en una economía (Precio= Utilidad marginal de los Bienes/Utilidad marginal del dinero)-, los bandos de este desencuentro se pueden dividir en dos: los que se fijan en el numerador y los que lo hacen en el denominador.

Estos últimos, los más cuantitativos, relacionan el nivel de precios en la economía con la cantidad de dinero en circulación (M). Cuando ésta aumenta, la utilidad marginal del dinero se reduce (más billetes persiguiendo los mismos bienes o servicios). El problema es que no sólo es la cantidad lo que importa, sino, también, su velocidad de circulación (V). Es decir, el número de veces que ese dinero pasa de unas manos a otras en el proceso de compra-venta de bienes y servicios.

Por tanto, un incremento en la cantidad de dinero en circulación sería la condición necesaria para que tengamos inflación, sí, pero no la suficiente. Para ello hace falta ver que ese dinero se mueve, circula (persigue bienes y servicios), esto es, que hay alegría y trajín...

...o lo contrario. La velocidad también puede subir porque existe desconfianza en el valor de la moneda. Esto no produce nada de alegría, aunque, seguramente, mucho trajín. No hace falta irse muy lejos (Turquía, Argentina, etc.) para ver ejemplos en los que la moneda se convierte en una patata caliente en manos de unos ciudadanos que tratan de proteger sus ahorros y su poder de compra.

En los países desarrollados, afortunadamente, los ciudadanos no hemos perdido la confianza en nuestras monedas como depósitos de valor. Y esto a pesar de que los bancos centrales han imprimido dinero de manera agresiva y los estados se han endeudado mucho más de lo que, hasta hace no tanto, parecía razonable.

No hemos asistido, por ende, a un incremento relevante de la inflación. El motivo ya lo conocen: la velocidad de circulación del dinero (V) no ha parado de bajar. Los sucesivos golpes en nuestras finanzas (y en nuestra confianza) tras las crisis de los últimos años, han hecho que todos hayamos estado un poco en formato “museo de cera”. Petrificados. Sin alegría ni trajín.

## **La liquidez no importa, importa la demanda**

Esta petrificación demostraría, entre otras cosas, que nada se puede decir acerca de los efectos de un aumento de la cantidad de dinero en circulación en el nivel de precios de una economía. Esto es, al menos, lo que afirman aquellos que defienden que la inflación se explica, principalmente, por los cambios en el numerador de la ecuación a la que antes nos referíamos.

Son las variaciones de la demanda y la oferta de bienes y servicios por parte de los agentes económicos, los que explican la utilidad marginal de las cosas frente al dinero y, por tanto, los que propician las variaciones en el nivel de precios de la economía.

Desde este punto de vista, la ausencia de presiones inflacionistas de los últimos años se justificaría porque no ha habido una demanda lo suficientemente robusta. Es por ello que los partidarios de esta escuela, no solo no se ven intimidados por las agresivas políticas monetarias de los últimos años, sino que abogan por seguir impulsándolas para estimular, ahora con más tino (política fiscal), un consumo y una inversión que no han acabado de despertar por culpa de unos ciudadanos que siguen en estado de petrificación.

## **El objetivo es evitar la deflación**

Sin darnos cuenta, acabamos de describir -con brocha muy gorda, ojo- las dos corrientes de opinión más representadas en el debate económico actual. Al menos son las dos que más ruido hacen. Nos estamos refiriendo a los Keynesianos (los del numerador) y a los Monetaristas (los del denominador).

Dos escuelas irreconciliables, que no se ponen de acuerdo a la hora de explicar las causas de la inflación (o la ausencia de ésta) y que tampoco lo hacen a la hora de proponer recetas para solucionar los problemas económicos actuales.

Y llevamos un rato hablando de la inflación y sus causas cuando la realidad, a ojos de la mayoría de los actores principales de esta película (Keynesianos), es que hasta ahora no ha habido inflación alguna. O no la suficiente.

Como decimos, los principales responsables de gestionar la “cosa” económica (bancos centrales y gobiernos, esencialmente) parecen obsesionados por generar inflación. A este Equipo de Inversión le da la sensación de que confunden inflación con progreso.

Efectivamente, su objetivo “oficial” es alcanzar una inflación del 2%. Eso garantiza, a su entender, el correcto funcionamiento de la máquina económica. ¿Y por qué no el 3%?, o ¿el 1%? Ni flores. El verdadero objetivo, aseguran, es evitar la temida deflación, esto es, un descenso continuado y sostenido del nivel precios de una economía.

Un proceso que, a su entender, gripa la máquina económica. Y la gripa porque los agentes económicos, en ese entorno, retrasan sus decisiones de consumo e inversión en la creencia de que van a poder efectuarlas en mejores términos (a precios más ventajosos) en el futuro.

Se olvidan, los mandamases, de que la deflación puede ser buena. Como la deflación que generan los incrementos de la productividad resultado, por ejemplo, de la tecnología y que nos permiten adquirir bienes o servicios a precios más favorables (más bajos).

Nos da la sensación de que, esta vez, confunden deflación con decadencia.

## **Inflación hemos tenido. ¿Y progreso?**

Toda esta confusión se explica, sospechamos, por el cacao mental que tienen unas instituciones que nacieron para luchar contra la inflación y llevan años intentando generarla.

Pero es que no hace falta ser un monetarista convencido para saber que ha habido inflación. Un zurrón. Inflación de activos.

Efectivamente, toda la liquidez que se ha creado no se ha evaporado. Ha ido a parar a los activos, principalmente a los bonos, pero también al inmobiliario, a los coches clásicos, a las obras de arte, a muchos sectores de renta variable y a un larguísimo etcétera de activos financieros y reales.

¿Y esta inflación de activos, ha creado progreso? Sí y no.

Sí, porque gracias a un coste de capital a la altura del magma (tipos cero), hemos asistido a un huracán de innovación y disrupción en las principales economías del planeta. Si la altura de la valla que deben saltar los proyectos para parecer rentables mide cero, no nos debería extrañar que haya mucho capital dispuesto a financiarlos.

Esta laxitud ha permitido respaldar infinidad de iniciativas que, de otra forma -si se les hubiese exigido una mayor rentabilidad o no se hubiese sido tan paciente con sus interminables pérdidas-, nunca hubieran salido adelante. No debemos obviar este aspecto positivo de los tipos cero.

Pero este progreso no ha sido gratis. Como siempre ocurre con las burbujas (o con los huracanes), éstas dejan un notable rastro de inversiones fallidas y capital mal invertido por el camino. Son los efectos secundarios inevitables (la resaca) de una borrachera como el que hemos vivido estos últimos años.

La citada inflación de activos no ha generado progreso, tampoco, porque si bien es verdad que estas políticas de tipos cero o “QE” consiguieron cuadrar los balances del sector privado hace ya unos años (inflando el activo, la deuda que lo soporta parece sostenible), han dejado una potencial bomba deflacionista en el sistema.

Y es que un precio de los activos muy alejado de una realidad económica que lo respalde, representa una amenaza para el sistema que no debemos olvidar. Precisamente venimos de un shock deflacionista de este tipo, hace ya más de una década, que socavó la solvencia de los sistemas financieros y la estabilidad macroeconómica de las principales economías del planeta 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.

## **El “QE” (en el fondo) es deflacionista**

Y es que el problema de estas políticas monetarias ultra-laxas, al contrario de lo que persiguen sus defensores y en contra de lo que advierten sus detractores, son deflacionistas. Esto nadie lo comenta, pero nosotros lo vemos bastante claro. Les explicamos el porqué:

### **- IMPACTO EN LAS DECISIONES DE CONSUMO Y AHORRO**

Lo primero es que con tipos cero la gente no consume más. Consume menos. Al menos en las zonas en las que el envejecimiento demográfico es una realidad (los países desarrollados). Los tipos cero favorecen a los endeudados y

perjudican a los ahorradores (que son los que deberían consumir más alegremente). Si éstos no pueden rentabilizar o componer su capital, es comprensible que no quieran gastarlo. Necesitan ahorrarlo. Más que antes.

### -IMPACTO EN LA DEMOGRAFÍA

Ya que hablamos de población envejecida, los tipos cero no resuelven este problema. Uno de los más graves, sino el más grave, de todos. Lo acrecientan. La sobrevaloración de los activos, en este caso inmobiliarios, es dinamita para la natalidad. Cuando una pareja joven necesita un préstamo hipotecario monstruoso a 30 años -a pesar de los tipos cero- para comprarse una caja de cerillas, es normal que no tenga fuerzas (ni ganas) de ponerse a tener hijos con alegría.

### - AUGES DEL POPULISMO

Este mayor valor de los activos (financieros y no financieros) no beneficia a todos por igual. Las diferencias entre los que tienen y los que no tienen (activos) se han hecho enormes. Mucho. El aumento de las diferencias económicas y sociales son un abono perfecto para el florecimiento de todo tipo de populismos. Ya lo estamos viendo. Populismos que, desgraciadamente, entre otros muchos males, espantan las inversiones, verdadero sustento del crecimiento y el progreso.

### - ZOMBIFICACIÓN DE LA ECONOMÍA

Los tipos cero, además, no fomentan la limpieza del sistema. Lo zombifican. Si en una economía aquellos agentes que no han tomado buenas decisiones no se van al garete, o los que sí lo han hecho no se benefician de éstos (cuando se van al garete), el sistema no ofrece los incentivos adecuados. Como dice Charlie Munger: "háblame de los incentivos y te contaré los resultados". La consecuencia es que el crecimiento potencial de la economía se reduce y las presiones deflacionistas, debido a la existencia de estos muertos vivientes, se incrementan. Japón es un ejemplo estupendo de esta dinámica que acabamos de describir.

## Es la demanda, estúpido... ¿seguro?

Tampoco hace falta ser un keynesiano de primera para observar que, en ausencia de una demanda sólida por parte de los agentes económicos, es difícil generar inflación.

El problema es que éstos, los Keynesianos, se olvidan (siempre) de la otra parte de la ecuación: la oferta. No comprenden que con tipos cero y refinanciaciones perennes, ésta no se purga. De modo que la demanda nunca les parece lo suficientemente vigorosa como para solventar el exceso de oferta reinante. No acaban de entender que la quiebra es una parte fundamental del progreso, como lo es el error en el aprendizaje.

Y es que llevamos unos cuantos años con políticas económicas centradas en la demanda y, llegados a este punto, podemos afirmar que no han funcionado bien. O no bien del todo.

En un principio, estas perseguían estabilizar el valor de los activos para hacer la deuda (privada) sostenible. Una vez reparada la solvencia de hogares y empresas, calculaban sus defensores, este "efecto riqueza" acabaría permeando en la economía a través de un mayor consumo e inversión. Asistiríamos, de este modo, a una renovada prosperidad que permitiría aminorar el peso de la deuda (pública) en el sistema.

La primera parte del plan se cumplió con relativo éxito. En función de dónde se imprimió más, o de cómo de poderosas eran las fuerzas deflacionistas que los activos soportaban -cómo de alejadas estaban sus valoraciones de la realidad económica-, la solvencia de los agentes económicos tardó más o menos en repararse, pero acabó haciéndolo (este camino Estados Unidos lo recorrió en moto, el Norte de Europa en bicicleta y el Sur de Europa en triciclo, cierto, pero recorrido está).

La segunda parte del plan, en cambio, ha sido un absoluto fracaso. El desapalancamiento de hogares y empresas no se ha traducido en un vigor económico capaz de reducir una deuda pública que, no sólo no se ha estabilizado, sino que no ha parado de crecer.

## El meollo de la cuestión

Y es que este es el meollo de la cuestión: La deuda. Mejor dicho, el exceso de deuda. Una losa deflacionista que tenemos encima de nuestras cabezas y que no hemos conseguido diluir con las políticas de los últimos años.

Hace unos cuantos (2011), uno de los miembros de este equipo de inversión se acercó a [Keneth Rogoff](#), después de una conferencia que había organizado la [Fundación Del Pino](#), y le preguntó cuál era la receta para salir de la crisis de exceso de deuda (privada) que nos azotaba por aquel tiempo. Su respuesta fue concisa y precisa: un poco de “money printing”, un poco de “default” y un poco de suerte.

La receta de Rogoff no parece muy novedosa. La referencia a la suerte tal vez es su mejor aportación. En efecto, la deuda se extingue porque se impaga o porque se desinfla (a través de la inflación). A lo largo de la historia siempre ha sido así.

¿Y qué hemos hecho en todos estos años? Pues hemos hecho mucho “money printing”, muy poquito “default” y en cuanto a la suerte, como hemos visto, ha ido por barrios. El resultado es que la deuda no se ha extinguido -más bien lo contrario- pero sí se ha transformado: de deuda privada a deuda pública.

La parte buena de esto (o mala, según como se mire), es que la extensión de los balances privados suele tener fecha de caducidad, mientras que la de los Estados no. O no la conocemos. Esto ha permitido extender en el tiempo unas políticas monetarias que parecían “extraordinarias” cuando fueron diseñadas (hace ya más de una década) y que se han convertido en permanentes e imprescindibles.

Unas políticas que han generado una importante inflación de activos de la que nadie habla y una perpetua presión deflacionista en el sistema que, evidentemente, no ha permitido reducir el tamaño de unos pasivos públicos que no han parado de crecer.

## Y en esto llegó el Covid

La llegada del Covid, mejor dicho, las medidas que se han puesto en marcha para combatir sus efectos en la economía, han supuesto la reaparición de una nueva herramienta en la lucha contra la deflación. Nos estamos refiriendo a la política fiscal. La gran olvidada de la anterior década.

Una política fiscal capaz de fabricar generar PIB como no lo ha hecho la política monetaria, pero que precisa de ésta para su financiación en ausencia de unos planes fiscales adecuados. Planes que, a día de hoy, por supuesto, no se han anunciado, ni siquiera esbozado.

Es precisamente esta dinámica -la financiación de los déficits a través del banco central- la que inquieta a los mercados. Desazón que “sólo” estaría justificada si la historia sirve de guía. Una historia que lleva muchos años advirtiendo de un lobo que no ha acabado de venir y que, comprensiblemente, está desacreditada para una buena parte de los inversores.

Un desasosiego incipiente que, a nuestro modo de ver, no ha terminado. Este Equipo de Inversión entiende y comparte las preocupaciones, pero reconoce, también, que puede tratarse de un temor infundado. Nada está preestablecido y menos un desenlace económico que depende de multitud de acciones (y reacciones) que somos incapaces de pronosticar.

## Esta vez las cosas (parecen) diferentes

En cualquier caso, no debemos olvidar el contexto en el que nos encontramos. Una deuda pública que ya era muy alta, que lo es ahora más y no tiene pinta de reducirse en el futuro cercano. Unos balances del sector privado saludables, mucho más que en los últimos 15 años y una política fiscal muy expansiva que va a financiarse con la inestimable ayuda de unos bancos centrales que no advierten riesgos inflacionistas en el futuro.

Una combinación de elementos potencialmente inflamable, que requiere vigilancia y que, desde luego, no está de más analizar en profundidad. Eso es lo que estamos haciendo en el Equipo de Inversión y compartiendo con ustedes en este Blog.

Y es que, como les explicamos la [semana pasada](#), cuando la actividad económica recupere la normalidad, los abultados pasivos públicos tienen el potencial de reducir la utilidad marginal del dinero de manera importante. Piensen no solo en la cantidad de dinero que se ha creado (M), esta vez, también, en su velocidad de circulación (V)...

...al mismo tiempo que unos balances saneados por parte del sector privado tienen la capacidad de presionar decididamente al alza la utilidad marginal de las "cosas". Piensen no solo en la demanda, esta vez, también, en la oferta...

...habida cuenta de que la pandemia ha representado a una importante reducción de ésta en muchos sectores (en algunos casos de manera irreversible) que, sin embargo, no ha supuesto una destrucción sustancial de rentas por parte de sus productores...

...gracias al apoyo de una política fiscal que, esta vez, ha estado ahí (a diferencia de otras ocasiones) y que va a seguir estando ahí, apuntalando la recuperación con la ayuda de unos bancos centrales que van a financiarla el tiempo que sea necesario.

## ¿El resultado va a ser una inflación elevada y sostenida en los próximos años?

La semana que viene les contestamos. Y no solo eso, en el [siguiente post](#) abandonamos (por fin) el bosque macroeconómico para adentrarnos en nuestro terreno, el microeconómico. Vamos a reflexionar con ustedes sobre las características que debemos buscar en un negocio en caso de que, esta vez, las cosas realmente sean diferentes.

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](http://www.bestinver.es) o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: [bestinver@bestinver.es](mailto:bestinver@bestinver.es).