

Panorama de deflación en España: Orígenes, consecuencias y estrategias

Asiduo@nuevosvecinos.com

14 de noviembre de 2008

Por fin tengo un rato para abrir el hilo que llevaba pensando desde hace tiempo sobre la posible deflación que caerá sobre España en la próxima década. Espero que os sea útil y que se os haga demasiado largo. He tardado tanto en escribirlo que algunas de las consecuencias ya están pasando, jejeje, pero de todas maneras ahí quedan...

Lo primero, deciros que deflación no es lo mismo que "desinflación", es decir inflación decreciente pero todavía positiva. Con inflación las empresas y los consumidores compran con antelación para anticiparse a esperadas subidas de precios. Ese aumento de demanda presiona a la oferta y los precios suben. Las expectativas se han confirmado, por eso las compras anticipadas se intensifican llevando a más de lo mismo. Deflación es precisamente lo opuesto, siendo también universal y crónica. Los agentes la anticipan y esperan por las bajadas para comprar. El resultado serán las subidas de inventarios en almacén y exceso de capacidad de producción, que llevará los productores a bajar precios. Una vez más, las sospechas se confirman y los compradores forzarán a que el ciclo se refuerce más aun.

La tasa de inflación, a pesar de relativamente alta en los últimos meses, lleva cayendo desde los 80 y es muy posible que siga cayendo hasta llegar a valores negativos. Las fuerzas que están llevando España a la deflación están ya en marcha y, a no ser algún giro inesperado, la deflación que pocos esperan será realidad dentro de poco. Ojo, la deflación no tiene que ser necesariamente el diablo de los años 30. La deflación ha ocurrido en España en el siglo XIX sin colapsos financieros ni hundimientos de consumo y de empleo.

1. Las fuertes que llevarán a la deflación

- ESTADO. El gasto del estado, el déficit y la deuda pública están en mínimos históricos. Hay que recurrir a datos de hace más de 100 años

para encontrar estos niveles de deuda muy reducida (menos de 40 % del PIB, una de las más bajas de Europa), superávit y gasto decreciente del estado en porcentaje del PIB por primera vez en la historia. Menos gasto (o gasto constante) significa menos consumo público y por ende menos inflación. Esto se podría contrariar con más gasto público, más déficit y más deuda para compensar los efectos de la recesión, pero el gobierno tiene muy poco margen en este dominio debido al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además el Estado ya no es elefante omnipresente de los 80.

- TIPOS DE INTERES. Los bancos centrales continúan luchando contra la inflación. Aunque los bancos hayan recortado tipos recientemente, este corte se debió más a la crisis financiera y a las previsiones de crecimiento económico que al hecho de que la inflación esté bajando. En cuanto se relajen los problemas de los bancos y el crecimiento recupere un poco, los bancos centrales volverán a subirlos para luchar contra un monstruo que a mi ver ya no existe.
- JUBILACIONES. El envejecimiento de la población llevará a que las jubilaciones masivas rebajen las rentas y se ralenticen las subidas de sueldos y el consumo. La población española se está haciendo mayor, resultado de un "baby-boom.^{en} el siglo pasado y una tasa de nacimientos muy baja en las últimas décadas. Las mujeres españolas tienen una media de 1,2 hijos cuando son necesarios 2,1 para mantener la pirámide poblacional. Es una de las más bajas del mundo! La gente mayor, obviamente, ha educado ya a sus hijos, compró y muebló sus casas y acumuló los bienes que ahora tiene. Tienden a gastar más medicinas que los jóvenes, pero por lo general, dado que ya tienen todo, su consumo es bastante más bajo. Dado que el número de jóvenes que forman familias, compran pisos y consumen masivamente será cada vez menor, el gasto global se moderará considerablemente. Esto es una fuerza deflacionaria clara. Además, se esperan 4 millones más de pensionistas en 2020 para un número decreciente de empleados. Si la pensión media es de 1000€ de hoy tenemos 56.000 millones de euros al año además del gasto en hospitales públicos. Hay aquí un problema político para resolver que también resultará en deflación, ya que habrá que reducir pensiones o aumentar impuestos (y por ende menos salario neto para los que trabajan). La inmigración puede dar un respiro, pero con un límite, ya que la llegada masiva de gente que disputa los puestos de trabajo, usa los servicios públicos y alcanza una franja mayoritaria de la población tampoco será bien aceptada social ni políticamente.

- **RESTRUCTURACIONES.** Las empresas se verán forzadas a recortar costes para poder sobrevivir. Dado que no se puede mantener el margen subiendo precios, si bajan las ventas no queda otra que bajar costes al máximo. Las nuevas tecnologías, la globalización y la deslocalización también ayudarán al movimiento (si lo sabré yo que he ido 2 veces a la India en los últimos 12 meses). Esto llevará a más paro, más contratos precarios, bajadas de sueldos y unos sindicatos cada vez más débiles y menos representativos no podrán hacer mucho para impedirlo. Ahí están las 65 horas semanales para demostrarlo. Y pronto que no nos sorprenda ver al jefe de recursos humanos de nuestra empresa sentado delante de nosotros preguntándonos si preferimos una bajada de sueldo del 10% o un despido con la indemnización correspondiente.
- **HIGH TECH** - Las nuevas tecnologías y el desarrollo de las telecomunicaciones y movilidad llevarán a recortes de costes y aumento de la productividad. Eso hará posible una bajada de precios y aumentar la competitividad sin dañar el beneficio. Dado que a España no le queda más remedio que invertir en I+D, esa inversión será en gran parte rentabilizada a través de alta tecnología que permita aumentar la producción.
- **INTERNET** - Internet ofrece fácil acceso a información sobre un producto, comparaciones y compra del mismo en cualquier parte del planeta sin salir de casa. Lo mismo para buscar trabajo lejos de su ciudad o incluso pasar el tiempo. Además, para las empresas cada vez es más normal comprar las piezas en distintas partes del mundo aprovechando los mejores precios de cada región. Información es un arma poderosa y los datos gratis y accesibles a todos son cada vez más frecuentes.
- **CENTROS COMERCIALES** - Pronto veremos las calles limpias del pequeño comercio y todos rumaremos e los grandes centros comerciales como si de una procesión dominical se tratase. Esta distribución masiva a los consumidores llevará a costes más bajos y posibilidad de mayores descuentos en los precios. Estos mega centros de distribución cada vez ofrecen más servicios, desde viajes de vacaciones, a automóviles y gasolina, pasando por tarjetas bancarias o seguros personales.
- **EURO** - Aunque la economía española languidezca durante al menos 10 años, la europea se recuperará antes, lo que llevará a un Euro fuerte. Este factor también es deflacionario. Impedida de ganar competitividad devaluando la moneda no quedará otro remedio que bajar precios

ya que la recuperación española dependerá en gran parte de las exportaciones ya que el consumo interno se verá bastante condicionado por la crisis. Dada que esta relación entre fortaleza del euro y efecto en exportaciones e importaciones no es lineal, muchos podrán decir que un Euro fuerte hará con que las exportaciones sean más difíciles y las importaciones más fáciles y por lo tanto una balanza comercial más deficitaria en euros llevará a más inflación, pero lo cierto es que una reducción acelerada del consumo llevará a que consumamos menos de todo, incluyendo importaciones. La prueba es que en los 90 una devaluación de la peseta no llevó a un saldo comercial positivo ni a bajadas de precios sino todo lo contrario. Los políticos españoles protestarán por un euro fuerte, pero una vez más España estará en contraciclo con el resto de Europa y la única salida es la deflación de precios en bienes y servicios.

- LA CRISIS - Si algo de bueno trajo la crisis (no hay mal que por bien no venga) fue la vuelta de los valores del trabajo, ahorro, esfuerzo, paciencia entre otros que parecían haber sido sustituidos por el consumo, la deuda y la vanidad para los restos. El endeudamiento está bajando a marchas forzadas, el desapalancamiento empresarial está a la orden del día y el ahorro en tiempos de miedo de perder el puesto de trabajo está a la vuelta de la esquina. Todo esto junto llevará a menos dinero en circulación, y por lo tanto... deflación a la vista.
- JAPON - Japón no es exactamente una causa para la deflación en España, ya que el comercio entre ambos países es insignificante. Pero Japón es una prueba de que la deflación en España es posible. Después de una expansión crediticia y una doble burbuja bursátil e inmobiliaria, nos encontramos igualito que Japón en 1996. Y a ello siguió una crisis que parecía haber terminado hace un par de años con tipos a cero y una deflación que no deja lugar a dudas.
- COMMODITIES - Los precios bajos del petróleo, bien como de otros activos durarán durante algunos años más, al menos hasta que EEUU y Europa recuperen el crecimiento. Energía más barata, al menos a corto y medio plazo, y materias primas más baratas llevarán a precios más bajos y... deflación.
- BENEFICIOS - La bajada de beneficios por el aumento de la competencia y el descenso del consumo también llevará a la deflación. Igual que menos impuestos recaudados llevarán necesariamente a menos gasto público. Además, a las quiebras de las constructoras y de los bancos

seguirán quiebras en otros sectores. Esto será temporal y volveremos a los beneficios crecientes, pero es una ayuda más a contribuir a la deflación, al menos por ahora.

- CONSUMO - Después de repasar todas las fuerzas arriba, os dije que la crisis hará bajar el consumo. Sin embargo, más dañino que la crisis será el cambio de mentalidad de los consumidores que pasarán de consumidores y deudores a ahorradores. Con este escenario la deflación está asegurada. Como muy bien dijo "The Economist", después de 30 años de fiesta toca un resacón de narices. Este cambio de mentalidad será consecuencia de varios factores: menos rentas (la bolsa será bajista y los tipos serán cero), sueldo más bajos (veremos constructores reciclados en operadores de centros de atención al cliente cobrando menos de la mitad que antes, eso los que tengan la suerte de tener trabajo), menos crédito (los bancos no incurrirán en los riesgos de los últimos años), menos jóvenes (que consumen más que los mayores, que ya han concretado las mayores compras de una vida), empobrecimiento patrimonial (en virtud del rebentamiento de esa burbuja tantas veces negada) y lo más preocupante, las deudas hipotecarias astronómicas que ahogan cada vez más familias y que llevarán a miles de personas a la ruina. Todo esto llevará a que lo bueno ya no sea tener el Audi a crédito último modelo, si no disponer de una cuenta bancaria llena y llegar holgado a fin de mes.

Me ha llevado más de 2 horas escribirlo, pero no sabéis la alegría que me ha producido juntar todos estos factores y hacer un relato con principio, medio y fin y que se entienda por todos (al menos eso espero). Ojalá disfrutéis leyéndolo lo mismo que he disfrutado yo escribiéndolo. :-)

2. Estrategias

Y hay más. Después de explicar porqué España será deflacionaria en los próximos años, toca explicar ahora, ante este escenario, cuales son, a mi ver, las mejores estrategias para invertir, para los negocios y para las familias y particulares.

En cuanto la deflación llegue, los tipos obviamente bajarán. Cuanto? La Fed ya los ha puesto a 1% y no le temblará el pulso para ponerlos a 0, tal como en los 30 y durante la II guerra mundial. El BCE se le seguirá (la deflación al principio será en Europa también, aunque durará menos) aunque no creo que llegue a ponerlos a 0. Quizás 1,5% sea el mínimo. Los tenedores

de bonos anteriores a la deflación podrán sacar un buen pellizco ante esta bajada de tipos tanto a corto como a largo plazo.

Una cosa menos agradable será la bajada de los beneficios empresariales (por otra parte escandalosos en muchos casos). Esto llevará a una caída acentuada de las cotizaciones (que ya está en marcha pero está lejos de terminar), pero solo en la transición. Una vez que estabilice el mercado financiero y termine la recesión, los beneficios volverán a crecer. Según un modelo que hemos usado hace poco, una subida de 1% en el PIB provoca una subida de 3% en los beneficios (por eso han crecido entre el 10% y el 20% en los últimos años). Eso significa que si el PIB crece, digamos, 2% al año de media en la próxima década (menos de la mitad de la última) los beneficios crecerán cerca del 6% en términos reales a los que hay que restar el 1 o 2% de deflación lo que los deja entre el 3% y el 4% nominales, que no está nada mal.

Así, las estrategias son:

2.1. INVERSIÓN

- Bonos, especialmente durante la caída de tipos. Luego ya poco se puede ganar. Evitar los bonos basura.
- Acciones de Utilities (eléctricas, gasistas, petroleras, telefónicas,...), ya que son más estables que las demás y no tan afectadas por la crisis. Algun banco puede ser también atractivo ante la perspectiva de futuras fusiones, pero esta apuesta es demasiado arriesgada.
- Acciones en general, después de la transición a la deflación. Como ya hemos dicho los beneficios empresariales podrán crecer entre el 3 y el 4% al año en deflación. Eso significa un crecimiento de las cotizaciones entre el 4% y el 6% reales asumiendo una deflación entre el 1% y el 2% y que la razón P/E (precio de la acción dividido por beneficios) se mantiene constante. Si sumamos el 3% o 4% de dividendos llegamos a una cifra que no está nada mal.
- Olvidense de la diversificación. Cuando las acciones caen en un pánico vendedor, caen todas, independientemente de que haya razones para ello o no. Esto no es una sorpresa. Cuando las cosas van bien, los inversores pueden concentrarse a analizar las diferencias entre países, entre sectores o entre empresas y apostar por las más atractivas. Pero en una crisis, los inversores apelan a la liquidez inmediata y venden todo al precio que sea, así que la supuesta correlación de mercados queda anulada por las interrelaciones entre los mismos.

- Favorecer las nuevas tecnologías en detrimento de las obsoletas. Los sectores de ordenadores, electrónica y telecomunicaciones lleva años inmerso en un mercado sectorial deflacionario y no por ello se han hundido. En un contexto de deflación es cuando los buenos más se destacan y los ineficientes más se hunden.
- No todos los sectores son afectados de igual manera por el bajo consumo. Los más afectados son las ventas de coches, los muebles de casa, el tabaco, los viajes de turismo, libros, moda, deportes y las cenas fuera. Los más beneficiados suelen ser el farmacéutico, turismo interno, la comida casera y el equipamiento electrónico. Las marcas reconocidas y los productos de lujo o de alta calidad seguirán atractivas a los ojos del público.
- Alejarse de los inmuebles. Tal como los coches devalúan el 10% anual hasta valer casi 0; a los 10 años (que es más o menos cuando cuesta más el mantenimiento que el valor del mismo) también los pisos sufrirán el mismo destino. Se acabaron las inversiones y las revalorizaciones en el ladrillo. Según un amigo arquitecto, una estructura de hormigón tiene una vida útil de 50 años aproximadamente, a partir de la cual los costes de mantenimiento son más altos que la construcción de raíz, de ahí que estimo que los precios de un inmueble caigan un 2% al año de media a medida que va avanzando la edad. Un piso de más de 50 años valdrá prácticamente 0; (tal como un coche con 10), dado que saldrá más caro el arreglo que tirarlo y hacer uno nuevo.
- Alejarse de los bienes de coleccionismo. Estos bienes son un buen refugio en un contexto de inflación pero dudo que puedan aguantar la deflación. Yo mismo coleccionaba monedas (hasta que llegó el euro), pero lo veo como una distracción y no como inversión. Cuadros, monedas, sellos, muebles del siglo XVIII, entre otros perderán valor con la deflación.
- No endeudarse. Al igual que la compra de casas más grandes y más caras fue un buen negocio en los 80, dado que la inflación se comió la deuda muy rápidamente, una deuda es una enorme carga en un contexto de deflación. Mejor decantarse por el alquiler hasta que se vea una mejor estrategia.

2.2. NEGOCIOS Y EMPRESAS:

- Cortar costes y ganar productividad. Por motivos obvios, dado que subir precios es el camino hacia la ruina, cortar precios y aumentar la

productividad es la única manera de sobrevivir.

- Anticipar la deflación. Espere por la bajada de precios y retrasar las compras lo más posible. Cuanto más aguante, más capacidad de negociación habrá. El tiempo juega a favor.
- Evitar exceso de capacidad. La capacidad de producción no utilizada es un gasto y una carga insoportable en muchos casos.
- Reducir los inventarios en almacén al máximo. Preguntenselo sino a los vendedores de ordenadores que a principios de los 90 se han quedado con almacenes llenos de PC 286 sin vender. No se olvide que su stock pierde valor de día para día, y encima tiene que ir contabilizando esas pérdidas en el momento en que esas bajadas se producen independientemente de que se vendan o no.
- Apueste por nuevas tecnologías, no viejas.
- Apueste por volumen de ventas. Aproveche las economías de escala y recuerde que es preferible vender más y mantener la capacidad de producción al 100 % y los inventarios en los huesos.
- Desarrolle productos propios. Si es con una patente mejor aun. Estos productos son ajenos a la deflación.
- Explote los nichos de mercado. Con la deflación, cuanto menos competidores en su mercado, mejor.
- En commodities, al contrario del sector tecnológico donde los productos son altamente diferenciados entre las varias marcas, sea el productor más barato o retirese. No tiene la mínima posibilidad de sobrevivir si no es el más "low-cost".
- Cuidese del proteccionismo. Con la victoria de Obama en EEUU y la crisis mundial el proteccionismo crecerá y la globalización sufrirá una "parada técnica". Verifique si hay riesgo de que esto ocurra en su sector, especialmente si se es un empresa de exportaciones o importaciones.
- Preparese para más devaluaciones competitivas. Las turbulencias en el mercado de divisas y las devaluaciones decretadas por los países dependientes de las exportaciones se mantendrán por algun tiempo más. Sin embargo, la caída del Euro a largo plazo es muy improbable.
- Centrese en su negocio. La diversificación es cuando hay exceso de liquidez y crecimiento de precios y beneficios. Deje eso para más tarde.

- Aumente el servicio al cliente. Cuando se retrae el consumo es cuando el trato al cliente es más importante, ya que este tiene más por donde elegir y sus competidores le acosarán para ganárselo.
- Reparta el riesgo con los trabajadores y ajuste sueldos a la baja. Con la inflación, si se comete un error con una contratación no hay problema. Con el tiempo ese sueldo quedará en línea con el mercado a base de subidas cero. Con la deflación la solución es pagar sueldos bajos y ofrecer un bonus por beneficios para compensar.
- Cuanto más aguda sea la deflación, más altos serán los intereses reales (aunque las tasas nominales sean 0%). Evite las deudas, construya una buena base financiera para los malos tiempos y adáptese a los tipos reales altos.
- No emitir bonos. Espere a que bajen los tipos para hacerlo en mejores condiciones. **AUMENTE EL CAPITAL YA**. Si espera demasiado puede que ya no tenga condiciones para emitir nuevas acciones ante el pánico vendedor de los inversores.

2.3. PERSONALMENTE:

- Espere a bajadas de precios antes de comprar. Ahora el tiempo corre a su favor, no tenga prisas, negocie, compare precios y consiga buenos descuentos. Esto no quiere decir que sea así con todo. Si le duele hoy la cabeza no espere a que bajen las aspirinas. Hay un límite de espera para todo.
- Ahorre. En tiempos de vacas flacas y de deflación el efectivo es el que manda.
- Reduzca el consumo. Son malos tiempos para los compradores impulsivos, ya que en este contexto la paciencia y la perseverancia son recompensados.
- Evite los apalancamientos. Apalancamiento significa que gana 10 cuando el mercado sube 1 pero también que usted pierde 10 si el mercado baja 1. Endeudarse para invertir es un consejo que no debe dar ni a su peor enemigo.
- Añada valor a su empresario/contratador. Si es un asalariado, asegúrese de que el valor que crea a su empresa es superior a su sueldo, de lo contrario le forzarán a bajar el sueldo o le despedirán con indemnización

(si no la quitan antes). En una deflación tener gente desocupada es un coste muy alto y su patrón lo sabe.

- Las inversiones garantizadas pueden ser una opción, pero como ya he explicado, solo en un contexto de refugio, es decir, es mejor ganar 0% si la alternativa es perder 20%. Pero una vez se estabilice el mercado, la mejor alternativa probablemente vuelva a ser la bolsa.