

## LAS IMPLICANCIAS DE LA INFLACIÓN EN EL PROCESO DE INVERSIONES

*Si miramos los últimos 10 años de inflación en Chile, y en general en la mayoría de los países comprometidos con metas inflacionarias, veríamos patrones estables y predecibles. Sin embargo, la recuperación económica luego de la pandemia y la guerra Rusia – Ucrania, en conjunto con otras macrotendencias globales, han afectado significativamente la evolución de precios y ha abierto desafíos para asset allocators e inversionistas.*

*Por Gustavo Price, CFA*

En este artículo me enfocaré en las implicancias que tiene la inflación de precios al consumidor sobre la gestión de portafolios de activos.

La inflación, entendido como el aumento generalizado y sostenido de los precios de los bienes y servicios existentes en el mercado durante un determinado período de tiempo, tiene una serie de negativas consecuencias, tanto sociales como económicas. Por ejemplo, regresividad, incentivos a deudores a costa de ahorrantes, dificultad de asignación eficiente de recursos, entre otros.

También existe un efecto en la psicología colectiva, induciendo al consumidor a adelantar sus compras, ante expectativas que los precios continúen subiendo. Desde el punto de vista de la teoría económica, hay un alto grado de consenso en torno a la idea de que el nivel óptimo de inflación de precios está probablemente en el rango de 1 a 5% anual, lo que depende del estado de desarrollo en que se encuentre una economía en particular. Inflación baja y controlada, en general es un medioambiente benigno para inversionistas. En lo que no necesariamente hay un consenso tan extendido, es cuál es el conjunto de medidas de políticas aplicar cuando la inflación escapa de ese rango.

Probablemente el paradigma dominante durante los últimos 40 años es que “la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario, en el sentido de que es, y sólo puede producirse por, un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción (de bienes y

servicios)”<sup>1</sup>. Este paradigma ha derivado en la adopción institucionalizada de bancos centrales, más o menos, independientes del ciclo político y con mandatos, más o menos, enfocados en mantener la inflación en un rango percibido como el óptimo.

Al momento de gestionar carteras de inversión, la inflación plantea al menos dos problemas que parecen distintos, pero que, en mi opinión, son equivalentes.

El primer problema es cómo construir una cartera de inversión que maximice la probabilidad de alcanzar retornos objetivos expresados en términos “reales”, es decir, ajustados por el valor real de los bienes y servicios asociados a esos objetivos. Obviamente, la forma de lograrlo depende de cuál es “la canasta” de bienes y servicios de referencia, que para todos los efectos prácticos puede suponerse que es la canasta usada para calcular los índices oficiales de precios al consumidor.

El segundo problema se refiere a cómo explotar una predicción sobre la trayectoria de la inflación, especialmente en plazos relativamente cortos (1 a 2 años). Como con cualquier estrategia activa que pretenda lograr retornos anormales, tendría que considerar la posibilidad de tomar decisiones de inversión en contra del consenso que se refleja en los precios de mercado, estar en lo correcto, y poder predecir también el efecto de dicha sorpresa en los precios de los activos.

En mi opinión y experiencia, implementar exitosamente esta estrategia de manera consistente es

<sup>1</sup> Friedman

extremadamente difícil, y, la mayoría de las veces, su resultado ajustado por riesgo no es superior a una estrategia pasiva.

La inflación y su efecto en los activos ha sido ampliamente examinada en la literatura especializada. Gran parte de ésta se enfoca en determinar cómo las distintas clases de activos se comportan en distintos regímenes (inflación, deflación, “estanflación”, etc). Entender esas relaciones es importante, pero sólo es útil para la gestión de cartera si uno es capaz de predecir los cambios de régimen con cierta precisión.

Un asunto fundamental para la construcción de carteras, es la estimación o proyección que se haga de la matriz de varianzas y covarianzas de retornos de los distintos activos.

También hay bastante literatura, y es algo que todos podemos percibir incluso anecdóticamente, que muestra que los retornos no siguen un proceso aleatorio perfectamente gaussiano, donde los momentos estadísticos son estáticos. Por el contrario, lo que percibimos es que ciertamente hay cambios de “régimen”, como por ejemplo, “el inflacionario”.

Lo que es interesante es que, aparentemente, en presencia de distintos regímenes inflacionarios, la correlación entre el retorno de las acciones (la clase de activo eminentemente asociada al crecimiento económico y el “premio por riesgo”) y el de los bonos de gobierno (la clase de activo eminentemente asociada a la seguridad y diversificación de portafolio) puede ser de distinto signo. Este potencial cambio en la relación entre ambas clases de activo es muy relevante para la definición del portafolio “óptimo”, dependiendo mucho del horizonte temporal y el apetito por (o tolerancia al) riesgo propio de cada inversionista.

Sin embargo, aun reconociendo este fenómeno, volvemos a encontrarnos con el problema de la “predictibilidad”. ¿Es realmente factible predecir qué régimen predominará en el futuro cercano o lejano? Yo me incluyo en el grupo de los escépticos. Por lo tanto, parece que nuevamente el consejo más razonable el proceso de construcción de inversiones es diversificar correctamente, y estructurar un portafolio que permita aprovechar los premios por riesgo, acotando a un nivel razonable la probabilidad de no cumplir los objetivos planteados (“shortfall”).