

¿Está regresando lo peor de ambos mundos?

Comprender el riesgo de estanflación: una introducción a la estanflación

LIBRO BLANCO

MAYO 2025

La administración Trump da señales de que sus políticas comerciales se alejarán de las que Estados Unidos favoreció tras la Segunda Guerra Mundial. Por ejemplo, los aranceles radicales anunciados (y posteriormente postergados) por el presidente Trump no tienen precedentes en su escala y alcance. Como resultado, muchos economistas han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos y han aumentado la probabilidad de una mayor inflación. Esta combinación ha generado rumores sobre la posibilidad de estanflación.

COLABORADORES

Frank Benham, CFA, CAIA

Alison Adams, doctora

Pocas cosas asustan tanto a los economistas como la perspectiva de la estanflación, dado su potencial para causar daños duraderos a la economía y al nivel de vida. Muchos inversores también temen la estanflación, ya que históricamente ha generado pérdidas en la mayoría de las principales clases de activos. En esta nota de investigación, describimos la estanflación, proporcionamos contexto histórico y analizamos sus causas. Nos centramos en el impacto que ha tenido en los mercados de capitales y analizamos las clases de activos que pueden servir de cobertura durante un período estanflacionario.

Conclusiones clave

- La estanflación se caracteriza por una alta inflación combinada con un estancamiento o descenso crecimiento económico, a menudo acompañado de un aumento del desempleo.
- La estanflación ganó prominencia en los EE. UU. en la década de 1970, debido a los shocks de suministro de petróleo y el cese de la convertibilidad del dólar estadounidense en oro.
- Abordar la estanflación plantea un dilema para los responsables de las políticas, ya que las medidas para frenar la inflación pueden suprimir aún más el crecimiento, mientras que las estrategias para estimular el crecimiento corren el riesgo de exacerbar la inflación.
- El fenómeno genera un elevado "índice de miseria" (suma de las tasas de inflación y desempleo), lo que afecta negativamente el nivel de vida y el rendimiento de las carteras.
- Existe un número limitado de clases de activos que pueden ofrecer cobertura durante un entorno estanflacionario. Suelen ofrecer una combinación de vinculación con la inflación o algún tipo de cobertura contra riesgos de cola.

¿Qué es la estanflación?

La estanflación es una situación económica en la que la inflación es alta incluso cuando el crecimiento económico se estanca o disminuye. En esencia, el término combina un rendimiento económico estancado con una inflación alta, describiendo un período de aumento de precios junto con un crecimiento del PIB débil o insignificante. Esta dolorosa combinación suele ir acompañada de un aumento del desempleo y una capacidad infrautilizada. Durante la estanflación, las expectativas de inflación pueden desestabilizarse y seguir subiendo incluso cuando la producción se estanca y el desempleo aumenta. Este escenario contradice el patrón económico habitual, donde un crecimiento sólido y un bajo desempleo tienden a coincidir con una mayor inflación.

En cambio, una economía puede experimentar un “índice de miseria” (la suma de las tasas de inflación y desempleo) extremadamente alto.¹

¹ Por ejemplo, alrededor de 1980 el índice de miseria de Estados Unidos alcanzó niveles récord, ya que una inflación de ~13% más un desempleo de ~7% asestó un doble golpe a los hogares.



figura 1
Índice de miseria (inflación
Tasa más desempleo
Tasa)

Fuente: Meketa. El índice se calcula
con base en datos de
desempleo e inflación de FRED.

La estanflación es un fenómeno poco común en las economías avanzadas, con escasos precedentes históricos. Cobró notoriedad en la década de 1970, cuando importantes economías como Estados Unidos se enfrentaron a recesiones y picos inflacionarios simultáneos. Los economistas suelen señalar las perturbaciones de la oferta como un factor desencadenante clave: perturbaciones repentinas que elevan los costes (y, por ende, los precios) a la vez que lastran la producción. El resultado es un dilema para los responsables políticos: las herramientas tradicionales para frenar la inflación (como subir los tipos de interés o ajustar el cinturón fiscal) corren el riesgo de frenar aún más el crecimiento y el empleo, mientras que los estímulos para impulsar el crecimiento pueden exacerbar la inflación.

Si bien el concepto de estanflación es generalmente aceptado, no tiene una definición técnica establecida como la de una recesión. Cabe destacar que la estanflación no necesita prolongarse ni alcanzar niveles récord para perjudicar a los inversores. Incluso en niveles moderados, condiciones similares a la estanflación podrían afectar el rendimiento del mercado de capitales.

Es importante destacar que la estanflación no necesita prolongarse ni alcanzar niveles récord para perjudicar a los inversores. Incluso en niveles moderados, condiciones similares a la estanflación podrían afectar el rendimiento del mercado de capitales.

Contexto histórico y causas de la estanflación

El término estanflación se acuñó por primera vez como término político en el Reino Unido en la década de 1960,² pero el episodio económico más famoso ocurrió en Estados Unidos durante la década de 1970. En 1971, Estados Unidos puso fin a la convertibilidad del dólar estadounidense en oro, poniendo fin así al acuerdo que había estabilizado los mercados cambiarios mundiales desde el fin de la Segunda Guerra Mundial.³ En octubre de 1973, las naciones árabes de la OPEP impusieron un embargo petrolero que duró cinco meses, un shock que cuadruplicó el precio mundial del petróleo (véase la Figura 2), y esos precios elevados del petróleo persistieron durante años. La estanflación en Estados Unidos surgió junto con los shocks de oferta de petróleo de 1973-1974 y 1979-1981.

² El término "estanflación" se atribuye ampliamente a Iain Macleod, un político del Partido Conservador británico, en un discurso que pronunció en la Cámara de los Comunes.

³ El Acuerdo de Bretton Woods, establecido en 1944, creó un sistema de tipos de cambio fijos vinculados al oro.

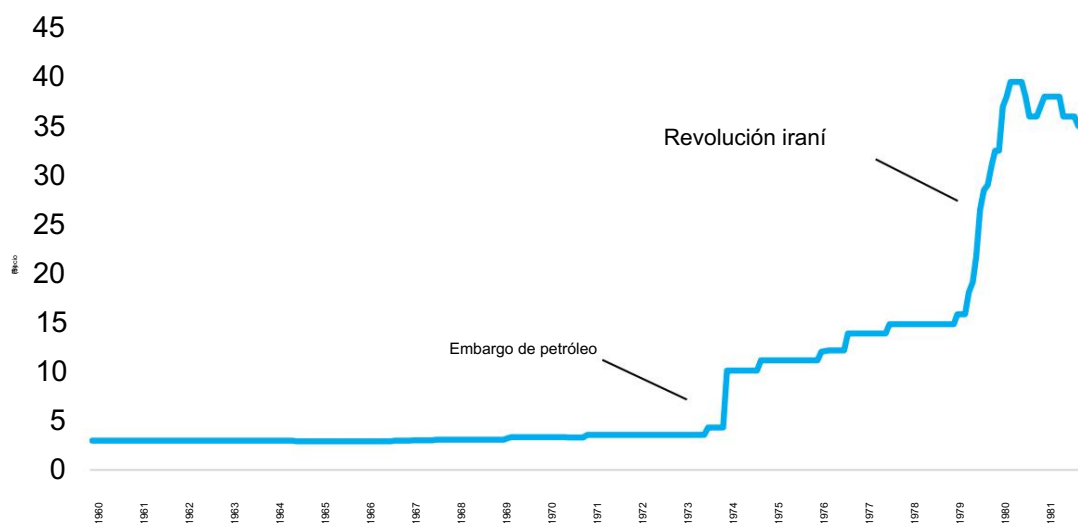


figura 2

Precio al contado del petróleo crudo para West Texas Intermediate por barril

Fuente: FRED.

A menudo, una combinación de factores produce una estanflación generalizada. En la década de 1970, la economía estadounidense dependía en gran medida del petróleo extranjero debido al programa de control de precios de la era Nixon, que limitaba el aumento de precios de la producción petrolera nacional. Por lo tanto, el aumento repentino de los costos energéticos repercutió en casi todos los sectores, elevando el costo de los bienes y servicios en general. Una característica distintiva de la estanflación es que las expectativas de inflación entre el público y los inversores comienzan a aumentar simultáneamente, creando un ciclo que se retroalimenta. La gente llega a esperar una inflación continua, lo que puede llevar a comportamientos que la perpetúan, por ejemplo, exigir salarios más altos o subir los precios de forma preventiva. Esta espiral de precios y salarios hizo que la inflación se consolidara incluso mientras la economía luchaba bajo el peso de mayores costos de la energía y una producción industrial vacilante.

Esta dinámica hizo que la inflación de la década de 1970 fuera especialmente difícil de controlar. Cabe destacar que la inflación durante la estanflación tiende a ser de tipo de empuje de costos (originada por el lado de la oferta o aumentos en los costos de importación) en lugar de la de demanda (originada por un sobrecalentamiento de la demanda).⁴ La inflación de costos puede coexistir con una capacidad ociosa en la economía, lo cual define con precisión la estanflación.

4 La inflación de costos ocurre cuando los precios generales de los bienes y servicios aumentan debido al incremento de los costos de producción, como salarios más altos y precios de las materias primas.

El ciclo económico estadounidense en la década de 1970 osciló entre la expansión y la recesión. Tras la primera crisis petrolera, a mediados de la década de 1970 se produjo una fuerte recesión con un alto desempleo, seguida de una breve recuperación. El Gobierno Federal intentó controlar la inflación mediante la aprobación de controles de precios y salarios tras abandonar el programa de convertibilidad en oro de Bretton Woods. Estos programas fracasaron en gran medida, ya que la inflación se disparó al expirar el programa. A finales de la década, se desató una segunda crisis energética: la Revolución iraní de 1979 interrumpió gravemente el suministro de petróleo y triplicó los precios del petróleo una vez más.⁵ La inflación en Estados Unidos se disparó al 14 % anualizado y el desempleo superó el 7 %, una combinación asombrosa que personificó la estanflación. En respuesta, la Reserva Federal tomó medidas drásticas: la tasa de los fondos federales se elevó a más del 19 % en 1981 en un esfuerzo por aplastar las expectativas de inflación.⁶ Estos aumentos agresivos de la tasa empujaron a la economía de nuevo a la recesión a principios de la década de 1980. Por dolorosa que fuera, esta política finalmente logró controlar la inflación a mediados de la década, lo que ilustra las difíciles disyuntivas que enfrentan los responsables políticos al combatir la estanflación.

La elección de Ronald Reagan en 1980 trajo consigo una profunda desregulación de la producción petrolera nacional, reduciendo así la dependencia del petróleo importado, y los precios de la energía disminuyeron.

6 Fuente: FRED.

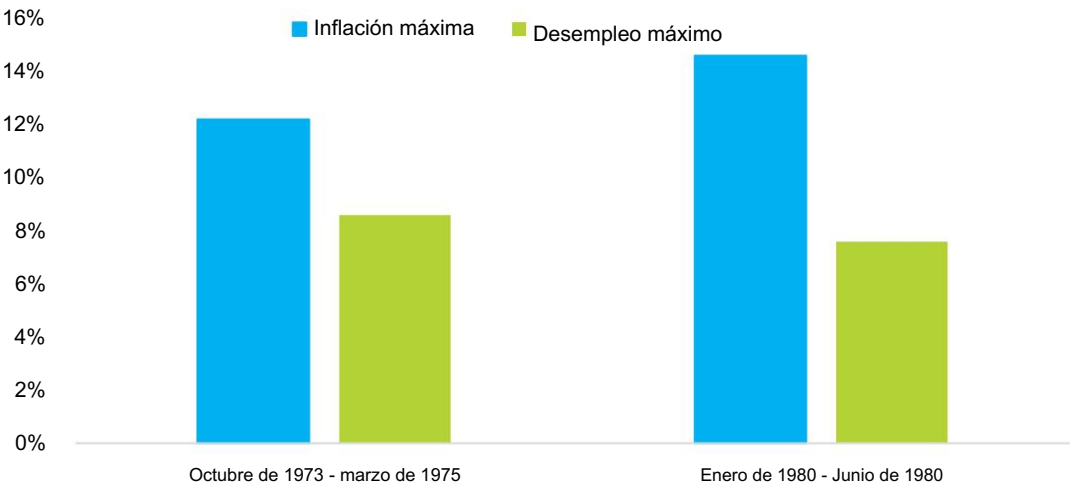


figura 3
Inflación y Desempleo durante la estanflación pasada
Periodos
Fuente: FRED. Representa la inflación interanual utilizando el IPC-U. Los periodos de tiempo mostrados fueron elegidos porque coinciden con periodos de recesión según la definición del NBER y periodos de alta inflación.

De estos episodios históricos surgen varios hilos conductores. Los shocks de oferta son una causa principal de la estanflación; por ejemplo, el embargo petrolero y la inestabilidad geopolítica de la década de 1970 generaron escasez que impulsó los precios al alza independientemente de la demanda. Pero los shocks de oferta no se limitan al petróleo: cualquier interrupción importante en insumos o bienes clave (como un aumento brusco de los precios de las materias primas, un desastre natural o una interrupción de la cadena de suministro relacionada con una pandemia) puede disparar la inflación y frenar la producción. Las políticas comerciales también pueden influir. Por ejemplo, los aranceles generalizados y las disrupciones comerciales pueden elevar el costo de las importaciones y las materias primas, a la vez que reducen el volumen del comercio mundial, lo que genera un impulso estanflacionario.

En un reciente análisis de escenarios, los economistas advirtieron que una escalada repentina en Estados Unidos... Las barreras comerciales de China (como la imposición de aranceles de más del 100% a las importaciones) podrían aumentar significativamente el riesgo de estanflación.⁷ El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, advirtió que un shock arancelario de ese tipo podría resultar en un crecimiento más débil junto con precios más altos para los consumidores estadounidenses.⁸ Una estimación pesimista proyectó que el crecimiento del PIB estadounidense podría caer hasta un punto porcentual completo mientras que los precios al consumidor aumentan, ya que los aranceles simultáneamente deprimen la demanda y aumentan los costos.⁹ Este ejemplo subraya cómo los conflictos comerciales u otras medidas políticas pueden crear condiciones estanflacionarias al generar presiones inflacionarias del lado de la oferta en una economía que ya se está desacelerando.

7 Fuente: TS Lombard, F. Bremish, "Little Bear, Big Bear", 2 de abril de 2025.

8 Fuente: Wall Street Journal, N. Timiraos, Powell advierte sobre "Precios más altos, crecimiento más débil después del plan arancelario", 4 de abril de 2025.

9 Bridgewater, G. Jensen et al., "El caos del mercantilismo moderno: nuestra interpretación del Día de la Liberación", 3 de abril de 2025.

Desde una perspectiva política, la estanflación crea un grave problema. Hoy en día, los bancos centrales suelen combatir la inflación subiendo los tipos de interés (lo que frena aún más el crecimiento y el empleo a corto plazo), mientras que combaten el desempleo y el crecimiento débil bajando los tipos o estimulando la demanda (lo que puede agravar la inflación). En la estanflación, no existe una solución política sencilla: cualquier medida para mejorar un indicador puede empeorar el otro. En la década de 1970, la Reserva Federal optó inicialmente por estimular la economía, lo que permitió que la inflación aumentara; posteriormente, optó por priorizar la reducción de la inflación, lo que provocó una fuerte recesión.

Esta disyuntiva pone de relieve el porqué del temor a la estanflación: plantea decisiones difíciles y puede requerir un período prolongado de debilidad económica para controlar finalmente la inflación. La estricta postura antiinflacionaria de la Reserva Federal en la década de 1980 logró controlar la inflación a mediados de esa década, pero a costa de recesiones consecutivas. Por lo tanto, una vez establecido un ciclo estanflacionario, restablecer el equilibrio económico resulta extremadamente costoso. Es preferible evitar la estanflación desde el principio.

Afortunadamente, la estanflación es poco frecuente, y desde la década de 1980, muchos países desarrollados no han experimentado un período estanflacionario prolongado. Incluso tras la pandemia de COVID-19 (2020-2022), cuando la inflación se disparó a máximos históricos y el crecimiento se contrajo temporalmente, podría decirse que Estados Unidos no cumplía todos los criterios de estanflación.

Si bien la inflación alcanzó niveles no vistos en cuarenta años, estuvo acompañada de una rápida recuperación económica y un bajo desempleo, en lugar de un estancamiento económico. El sólido crecimiento y el bajo desempleo evitaron que la situación se convirtiera en una verdadera estanflación, aunque aumentó la preocupación por los persistentes cuellos de botella en la oferta y las crisis de las materias primas.

Estos acontecimientos recientes sirven como recordatorio de que la estanflación podría resurgir si choques adversos de oferta coinciden con una economía tambaleante. Los inversores y los responsables de las políticas deben mantenerse alerta, incluso si dicho resultado no es la expectativa básica.

Impacto en los mercados de capitales

La estanflación crea un entorno perjudicial para la mayoría de las clases de activos tradicionales. En períodos estanflacionarios anteriores, tanto las acciones como los bonos han tenido un rendimiento deficiente. Esto es intuitivo, ya que las condiciones que definen la estanflación (crecimiento débil e inflación elevada) son perjudiciales para una categoría de activos importante.

Las acciones se ven afectadas porque la desaceleración del crecimiento y las recesiones perjudican las ganancias corporativas, y la confianza de los inversores en las ganancias futuras se debilita. Al mismo tiempo, el aumento de la inflación y de los tipos de interés reduce el valor actual de dichas ganancias futuras (mediante una mayor tasa de descuento), lo que presiona a la baja las valoraciones de las acciones. El resultado suele ser un mercado bajista en la renta variable.

Por ejemplo, durante el episodio de estanflación de 1973-74, el índice S&P 500 cayó casi un 50% desde su máximo hasta su mínimo.¹⁰ La desaceleración del crecimiento lastra las ganancias corporativas y las valoraciones de las acciones en la estanflación. Los inversores suelen abandonar las acciones debido a las sombrías perspectivas económicas, y si bien algunos sectores pueden tener un mejor desempeño que otros, pocos se salvan. Incluso los sectores típicamente defensivos pueden decaer si la inflación impulsa los costos de los insumos a un ritmo mayor al que puede elevar los precios. La diversificación tradicional dentro de la renta variable (por ejemplo, mantener acciones cíclicas y defensivas) ofrece una protección limitada cuando todo el mercado está en declive.

10 Fuente: Reuters, E. Chancellor, "Una advertencia de la historia sobre los auges de las acciones de gran capitalización", 21 de junio de 2024.

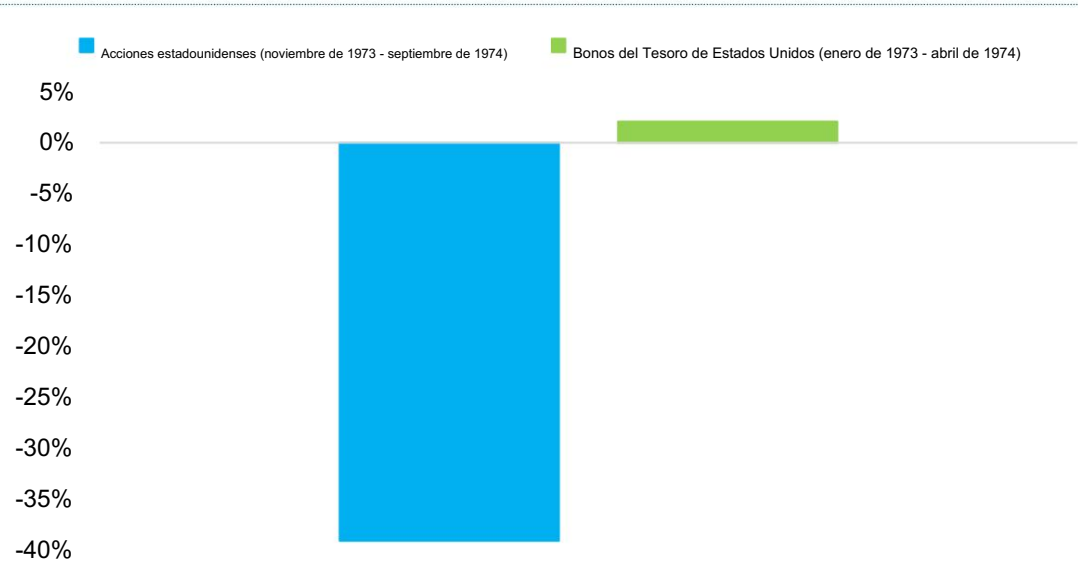


figura 4
De pico a valle
Desempeño de EE.UU.
Acciones y bonos durante
Estanflación

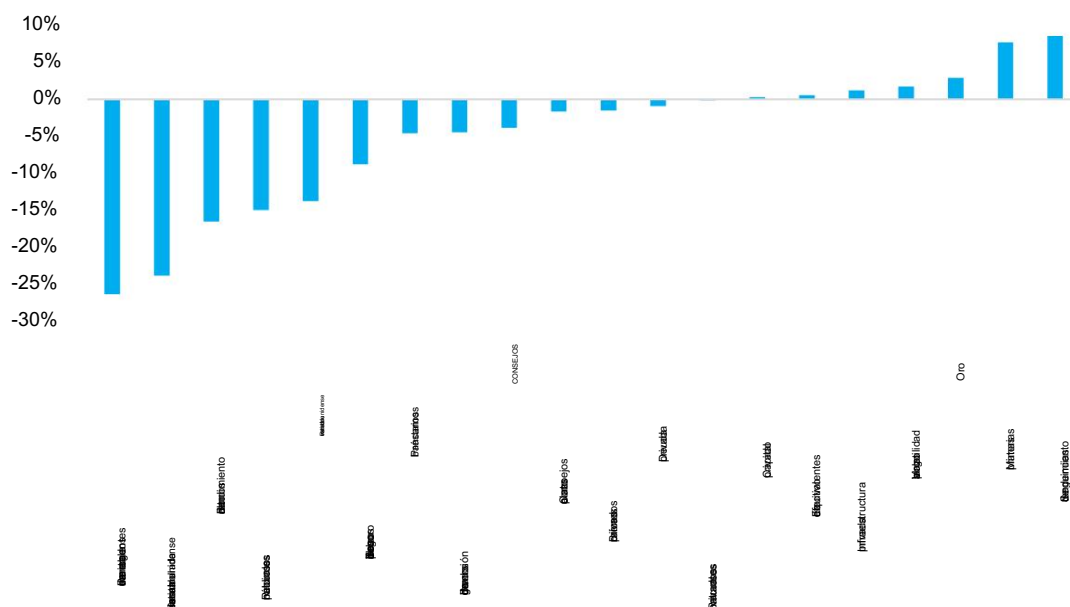
Fuente de datos: InvestmentMetrics. Las acciones estadounidenses representan el índice S&P 500 y los bonos del Tesoro estadounidense representan el índice Bloomberg del Tesoro estadounidense. Cabe destacar que los periodos de máximo a mínimo de las acciones y los bonos no necesariamente coinciden, ni con los periodos de máxima estanflación, ya que los mercados suelen anticiparse a estos eventos.

Las inversiones de renta fija no obtienen mejores resultados. Normalmente, los bonos de alta calidad actúan como refugio seguro durante las recesiones, pero la estanflación es una pesadilla para los tenedores de bonos porque la inflación erosiona el valor real de los pagos fijos, y las subidas de los tipos de interés pueden provocar pérdidas en los precios de los bonos. A medida que aumenta la inflación, los rendimientos nominales tienden a subir como compensación o como resultado de la intervención de la Reserva Federal, lo que implica una caída en los precios de los bonos. En la década de 1970, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense se dispararon a niveles nunca antes vistos (el 10 En 1981, el rendimiento de los bonos del Tesoro a un año superó el 15%, lo que provocó pérdidas significativas a cualquiera que tuviera bonos a largo plazo.

Si la inflación también es inesperada para el mercado, el daño es mayor: la mayoría de los bonos y acciones que cotizan en bolsa presentan una correlación negativa con la inflación inesperada, lo que significa que un aumento sorpresivo de la inflación provoca una caída conjunta de ambos precios. Esto fue evidente en la década de 1970 y de nuevo en 2021-2022, cuando un aumento repentino de la inflación provocó caídas simultáneas en las acciones y los bonos, generando rentabilidades negativas para las carteras equilibradas de acciones y bonos.

La mayoría de los activos del mercado privado pueden generar rentabilidades planas. Sin embargo, esto conlleva dos advertencias. En primer lugar, la historia ha demostrado que los socios generales (GP) tienden a no rebajar el precio de sus activos a precios de mercado durante escenarios de recesión. En consecuencia, estos activos a menudo no experimentan el tipo de repunte observado en los mercados públicos cuando finalmente se produce la recuperación. En segundo lugar, cuanto más largo es el período de estanflación, más difícil resulta para los GP evitar rebajar el precio de sus activos.

Por lo tanto, los mercados privados pueden no ofrecer una cobertura tan grande durante un entorno estanflacionario prolongado.



Fuente: Análisis de Meketa Investment Group del período 1973-2024.

Véase el apéndice para la metodología y los parámetros de referencia utilizados.

Cabe destacar que el escenario de estancamiento incluye datos económicos mensuales donde la inflación y el crecimiento se sitúan por debajo de las medias móviles en un umbral de probabilidad. Otros escenarios de inflación de Meketa incluyen shocks de inflación, sorpresas y la duración de los períodos inflacionarios.

En resumen, la estanflación históricamente ha implicado mercados bajistas simultáneos tanto en acciones como en bonos, una combinación poco común y desagradable para los inversores. Esto subraya por qué proteger las carteras contra la estanflación requiere pensar más allá de las herramientas habituales de acciones y bonos.

Estrategias de cartera para un entorno estanflacionario

Un escenario de estanflación es un terreno difícil de abordar para los inversores, pero existen maneras de fortalecer su resiliencia. Una primera línea de defensa es reconocer que ninguna clase de activo ofrece un refugio ideal. En un entorno de estanflación severa, una buena diversificación puede mitigar, pero no eliminar, las pérdidas. Dicho esto, ciertas clases de activos han mostrado históricamente mayor resiliencia o incluso rentabilidades positivas durante períodos de estanflación. Los inversores pueden inclinar sus carteras hacia estas coberturas contra la inflación y activos defensivos para resistir mejor la estanflación. A continuación, analizamos estrategias y categorías de activos que los inversores institucionales podrían considerar:

→ **Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación (TIPS):** Los TIPS son bonos gubernamentales indexados a la inflación, lo que significa que sus pagos de capital e intereses se ajustan al alza con el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Esta característica ofrece una cobertura directa contra la inflación, garantizando la preservación del valor real del bono. En un escenario de estanflación, los TIPS deberían tener un rendimiento superior al de los bonos nominales que sufren la erosión de la inflación. Si bien los TIPS pueden experimentar volatilidad de precios a corto plazo si suben los tipos de interés reales, es probable que ofrezcan una importante póliza de seguro para los inversores a largo plazo al ofrecer rentabilidades ajustadas a la inflación.

Se espera que los TIPS a corto plazo sean una mejor cobertura contra la inflación que los bonos tradicionales. Los TIPS se deben principalmente a su menor sensibilidad a las fluctuaciones de las tasas de interés y a su mayor sensibilidad a las fluctuaciones de la inflación. Los TIPS a corto plazo tienen una menor exposición al riesgo de las tasas de interés, lo que los hace más eficaces para preservar el capital cuando las tasas suben. Su menor duración debería minimizar el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés, manteniendo la inflación como el principal factor determinante de su rendimiento, lo cual resulta especialmente ventajoso durante períodos de inflación inesperada. Además, los TIPS a corto plazo presentan mayores correlaciones con los aspectos más volátiles del IPC, como los precios de la energía, lo que aumenta su eficacia como cobertura contra la inflación.

→ **Materias primas y recursos naturales:** La exposición amplia a las materias primas (a través de futuros o índices de materias primas) tiene un sólido historial como cobertura contra la inflación. Cuando la inflación se ve impulsada por el aumento de los precios de las materias primas (p. ej., petróleo, metales, productos agrícolas), mantener dichas materias primas en una cartera debería traducirse en ganancias que puedan mitigar las pérdidas en otros sectores. Históricamente, las materias primas y los activos relacionados con los recursos naturales han mostrado una sensibilidad positiva a las sorpresas inflacionarias. En la década de 1970, las materias primas se encontraban entre las clases de activos con mejor rendimiento. Por ejemplo, cuando los precios del petróleo se cuadruplicaron durante el embargo de 1973 y volvieron a subir en 1979, muchas materias primas experimentaron ganancias extraordinarias, especialmente en el sector energético. Un índice de materias primas diversificado probablemente generaría ganancias en un escenario de estanflación, donde la inflación se ve impulsada por la escasez de materias primas.

Los recursos naturales públicos y privados abarcan la propiedad de empresas que extraen y procesan materias primas, lo que ofrece una combinación de protección contra la inflación y crecimiento económico. Históricamente, los recursos naturales públicos han sido una cobertura fiable durante periodos de alta inflación, especialmente cuando la economía estaba estrechamente vinculada a los precios del petróleo y existían ineficiencias en el mercado energético. De 1973 a 1991, los recursos naturales públicos mostraron una sólida rentabilidad positiva durante los meses de alta inflación, pero esta se debilitó después de 1991 debido a los cambios en el entorno económico y la estructura del mercado energético. Se prevé que tanto los recursos naturales públicos como los privados se comporten mejor en un entorno puramente inflacionario que en uno estancionario debido a su sensibilidad al crecimiento económico.

→ Activos reales (bienes raíces e infraestructura): Los activos reales son activos físicos o tangibles que suelen estar vinculados a la inflación. Los bienes raíces, por ejemplo, generan ingresos por alquiler que los arrendadores suelen poder incrementar con el tiempo, generalmente en consonancia con la inflación o con aumentos explícitos de los alquileres vinculados al IPC.

Por lo tanto, los bienes raíces básicos (propiedades de alta calidad que generan ingresos) pueden actuar como una cobertura parcial contra la inflación. Durante la estancación, si bien el valor de los bienes raíces puede verse afectado por el aumento de las tasas de interés, los flujos de efectivo continuos (alquileres) tienden a aumentar con los precios, lo que ayuda a preservar la rentabilidad real. Durante la estancación de la década de 1970, los bienes raíces comerciales en muchas regiones lograron mantenerse al ritmo de la inflación, especialmente donde los contratos de arrendamiento incluían cláusulas de inflación.

De manera similar, los activos de infraestructura (por ejemplo, servicios públicos, activos de transporte, energía, etc.) Los oleoductos y gasoductos suelen tener ingresos vinculados al uso y la inflación; por ejemplo, las tarifas reguladas de servicios públicos o las tarifas de peajes pueden estar vinculadas a la inflación. Estos activos suelen ser menos sensibles a los ciclos económicos (ya que la gente sigue necesitando electricidad, agua y transporte), lo que los hace más resilientes durante periodos de bajo crecimiento, y su capacidad de transmisión de la inflación los hace valiosos cuando los precios suben. Los inversores institucionales pueden acceder a activos reales a través de la propiedad directa, fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT) o fondos de infraestructura. Sin embargo, cabe destacar que los REIT que cotizan en bolsa y las infraestructuras pueden comportarse más como acciones a corto plazo, por lo que los activos reales privados pueden proporcionar una mejor protección contra la estancación.

→ Oro: El oro tiene, con diferencia, el historial más largo como activo refugio que se mantiene al ritmo de la inflación a largo plazo. Se percibe como una cobertura contra la inflación, basándose principalmente en que su precio promedio ajustado a la inflación se mantiene relativamente estable a lo largo del tiempo. Históricamente, la inflación y el precio del oro han fluctuado de maneras que implican una relación significativa (es decir, una correlación positiva) a lo largo de varios años. Dicho esto, también es cierto que el oro ha experimentado periodos prolongados en los que el precio ha variado solo marginalmente y en contra de la tendencia general de la inflación. Además, debido a los significativos cambios estructurales en el mercado del oro durante el último siglo, una comparación histórica del oro y la inflación con entornos futuros está plagada de salvedades y situaciones únicas.¹¹

11 Como ejemplos, el patrón oro y el acuerdo cambiario de

Bretton Woods contribuyeron a la creación de regímenes únicos en el mercado del oro que es poco probable que se produzcan en el futuro.

→ Efectivo: Aunque parezca sencillo, mantener efectivo puede ser una estrategia prudente en tiempos de estanflación. Si bien el efectivo (y los bonos del Tesoro a corto plazo) no generarán ganancias descomunales, tampoco generarán pérdidas, lo que preserva el capital. El efectivo también proporciona liquidez para reinvertir cuando los precios de los activos se deprimen. En un entorno donde la mayoría de las clases de activos están a la baja, una rentabilidad nominal del efectivo del 0-4% es un resultado relativamente bueno.

Históricamente, las tasas del mercado monetario han aumentado con la inflación, alcanzando los dos dígitos. A principios de la década de 1980, los bonos a corto plazo (por ejemplo, los bonos del Tesoro a 1-3 años) también presentan un bajo riesgo de duración, lo que significa que sus precios no caerán mucho cuando suban los tipos. Pueden renovarse rápidamente en nuevas emisiones con mayores rendimientos a medida que la inflación impulsa los tipos al alza. Por lo tanto, mantener una asignación a efectivo y a vencimientos cortos es una forma de mantener una estrategia defensiva. También ofrece flexibilidad, ya que los inversores pueden redistribuir su efectivo en activos infravalorados una vez que pase la fase estanflacionaria o las medidas políticas comiencen a surtir efecto.

→ Estrategias alternativas (macro global, volatilidad a largo plazo y estrategias de seguimiento de tendencias):

Además de las clases de activos tradicionales mencionadas, los inversores podrían considerar ciertas estrategias alternativas que tienen el potencial de beneficiarse de dislocaciones macroeconómicas, como el aumento de los precios de las materias primas o las fluctuaciones cambiarias debido a la inflación. Las estrategias macroeconómicas globales están diseñadas para adaptarse dinámicamente a las condiciones macroeconómicas cambiantes. Durante períodos de inflación, pueden aprovechar las variaciones previstas en los tipos de interés y las valoraciones de las divisas, que suelen verse influenciadas por presiones inflacionarias. Las estrategias macroeconómicas globales suelen prosperar en épocas de desequilibrio y perturbaciones del mercado, características de la estanflación.

Las estrategias de seguimiento de tendencias se centran en aprovechar las tendencias de precios o el impulso en diversos mercados, como acciones, tipos de interés, divisas y materias primas, invirtiendo sistemáticamente según la dirección de estas tendencias. Durante períodos de inflación o estanflación, las estrategias de seguimiento de tendencias pueden ser beneficiosas gracias a su capacidad para aprovechar las tendencias de precios tanto al alza como a la baja sin un sesgo estructural hacia posiciones largas o cortas. Las estrategias de volatilidad a largo plazo suelen generar rentabilidades positivas durante períodos de alta volatilidad del mercado, cuando los activos tradicionales podrían experimentar dificultades. Deberían ser especialmente eficaces en entornos donde se espera que la volatilidad aumente o se mantenga elevada, como puede ocurrir en un entorno estanflacionario.

Una cesta diversificada de activos sensibles a la inflación puede ofrecer una cobertura más robusta contra la estanflación que cualquier activo por separado. El rendimiento de cada activo dependerá en parte de los factores que impulsan la inflación, que suelen ser desconocidos de antemano. Dependiendo de la naturaleza exacta del shock estanflacionario, algunos de estos activos podrían incluso generar rentabilidades positivas en medio de la turbulencia. Una clave para los inversores es identificar e incluir diversificadores antes de que se produzca la estanflación. Una vez que la inflación es alta y el crecimiento se ha estancado, suele ser demasiado tarde (y costoso) para reposicionarse.

También es importante dimensionar adecuadamente las coberturas de la cartera. Una asignación significativa a activos sensibles a la inflación podría ser necesaria para compensar significativamente el impacto de la estanflación en toda la cartera. Los inversores podrían considerar asignaciones estratégicas a estas clases de activos como parte de una combinación de políticas a largo plazo. La asignación óptima dependerá de los objetivos del inversor, sus necesidades de liquidez y su tolerancia al riesgo de estanflación. El análisis de escenarios y las pruebas de estrés son herramientas útiles para determinar cómo podría comportarse una cartera dada en condiciones de estanflación y qué proporción de cada activo de cobertura se necesitaría para alcanzar el nivel de protección objetivo.

Conclusión

La estanflación representa un punto intermedio incómodo para la economía y los mercados: un escenario de doble amenaza que exige una preparación cuidadosa. Dado que es imposible predecir con exactitud si se producirá o cuándo, es prudente priorizar la preparación en lugar de la predicción. Esto implica considerar maneras de construir una cartera resiliente que pueda adaptarse a diversos escenarios, incluyendo el riesgo poco frecuente, pero importante, de estanflación. Dicha resiliencia probablemente provenga de una diversificación que vaya más allá del paradigma tradicional 60/40. Por ejemplo, los inversores podrían considerar activos vinculados a la inflación, como los TIPS, los activos reales, las materias primas, así como otras fuentes de rentabilidad alternativas que puedan mantener su valor cuando la renta variable y los bonos nominales presenten dificultades.

Los inversores deberían realizar pruebas de estrés periódicas a sus carteras en condiciones similares a la estanflación, preguntándose "¿qué pasaría si...?" e identificando vulnerabilidades. Es importante sopesar la cobertura contra la estanflación en función de los objetivos a largo plazo. La protección contra la estanflación debería considerarse parte de un marco más amplio de gestión de riesgos, en lugar de una apuesta total por un único escenario.

Si bien la estanflación generalizada no es algo común, su probable impacto en las carteras es tan grave que no puede ignorarse. Afortunadamente, existen estrategias que permiten a un inversor afrontar la amenaza de la estanflación con la confianza de que su cartera está lo más preparada posible para "lo peor de ambos mundos". En definitiva, mantener la disciplina y una perspectiva a largo plazo — centrándose en la preparación, no en la predicción— es la mejor manera de navegar por las aguas inciertas que presenta la estanflación.

Apéndice: enfoque y metodología del modelo

Ejecutamos un modelo de regresión multivariante para estimar los efectos de la inflación realizada y sorpresiva sobre los rendimientos mensuales de los activos, controlando el entorno económico.

Se añaden variables independientes cuadráticas al modelo de regresión para considerar la posible no linealidad entre una clase de activo y la inflación. Las rentabilidades estimadas se calculan entonces como el valor esperado de las rentabilidades de la clase de activo, condicionado al escenario de inflación.

A continuación se detallan las razones que justifican este modelo.

Control del entorno económico. Meketa buscaba controlar el entorno económico al analizar la capacidad de un activo para protegerse de la inflación. La teoría económica sostiene que la inflación y el crecimiento están estrechamente relacionados: los niveles bajos de inflación tienden a impulsar la actividad económica, pero cuando esta se acelera demasiado, la inflación aumenta.

Un modelo de regresión nos permitió estimar en qué medida el rendimiento de un activo se debe al entorno económico en comparación con su capacidad real de cobertura contra la inflación.

Evite especificaciones erróneas. La capacidad de una clase de activo para cubrir la inflación se mide generalmente mediante la correlación entre el rendimiento de los activos y los niveles de inflación en períodos históricos. Sin embargo, es probable que la relación real entre la inflación y muchas clases de activos no sea lineal. Por lo tanto, inferir la relación entre la inflación y la rentabilidad de los activos con correlaciones lineales podría dar lugar a especificaciones erróneas.

Tamaño de muestra pequeño. Meketa se limitó a utilizar modelos de regresión para identificar la relación entre la inflación y el rendimiento de los activos debido al pequeño tamaño de la muestra.

Los modelos no paramétricos requieren tamaños de muestra grandes para funcionar bien, pero nuestro tamaño de muestra fue de 578 meses.

Fácil interpretación. Los coeficientes estimados en un modelo de regresión son fáciles de interpretar y validar con la teoría. Los coeficientes de regresión lineal se interpretan como elasticidades: el efecto de Y dado un aumento de una unidad en X, manteniendo todo lo demás constante.

Como ocurre con todos los modelos de regresión, los resultados de nuestras regresiones multivariadas dependen de que se cumplan los siguientes supuestos:

1. La forma funcional lineal representa el verdadero proceso de generación de datos.
2. La covarianza entre el término de error y las variables independientes es 0.
3. El término de error se distribuye normalmente alrededor de 0 y tiene una varianza finita.
4. Los residuos son homocedásticos y no están correlacionados.

Los supuestos deben ser ciertos para que nuestros estimadores sean imparciales. Además, al utilizar un modelo con datos históricos, Meketa asume que el comportamiento futuro de los activos es similar al pasado.

El modelo examina el efecto combinado de la inflación y el crecimiento del PIB sobre los activos.

devoluciones:

$$\text{Rendimiento de los activos} = B_0 + B_1 \text{ Crecimiento del PIB} + B_2 \text{ Crecimiento del PIB}^2 + B_3 \text{ Inflación} + B_4 \text{ Inflación}^2$$

Donde la Rentabilidad de los Activos representa la rentabilidad mensual de los activos entre 1973 y 2020, el Crecimiento del PIB representa la variación porcentual del PIB con respecto al trimestre anterior, y la inflación representa la variación mensual del IPC con respecto al promedio móvil de tres meses del IPC. Los datos de Crecimiento del PIB e inflación provienen de la base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis. Dado que los datos del PIB son solo trimestrales, la regresión se realizó con observaciones trimestrales de la rentabilidad de los activos, el PIB y la inflación.

La estimación es el rendimiento anualizado de:

$$B_1 * E[\text{Crecimiento del PIB}|\text{Escenario}] + B_2 * E[\text{Crecimiento del PIB}^2|\text{Escenario}] + B_3 * E[\text{Inflación}|\text{Escenario}] + B_4 * E[\text{Inflación}^2|\text{Escenario}]$$

Donde los escenarios de crecimiento del PIB son una tasa de crecimiento alta del 1% (percentil 75) y una tasa de crecimiento baja del 0,3% (percentil 25). Los escenarios de inflación son una inflación realizada baja (0,07%, percentil 25), media (0,25%, mediana) y alta (0,5%, percentil 75).

Los puntos de referencia utilizados son los siguientes:

Clase de activo	Punto de referencia
Renta variable de mercados emergentes	Índice MSCI de mercados emergentes
Renta variable desarrollada no estadounidense	Índice MSCI EAFE
Bonos de alto rendimiento	Índice de bonos corporativos de alto rendimiento de EE. UU. de Bloomberg
Recursos naturales públicos	Índice S&P Global Natural Resources
Renta variable estadounidense	Índice Russell 3000
Bonos del Tesoro a largo plazo	Índice Bloomberg sobre bonos del Tesoro de EE. UU.: Long
Préstamos bancarios	Índice de préstamos apalancados S&P UBS
Bonos de grado de inversión	Índice agregado de bonos estadounidenses de Bloomberg
CONSEJOS	Índice Bloomberg US TIPS
Consejos a corto plazo	Índice Bloomberg US TIPS 1-5 años
Bienes raíces privados	NCREIF ODCE
Deuda privada	Índice compuesto de deuda privada de Cambridge Associates
Recursos naturales privados	35% S&P 1500 Energía, 15% NCREIF Tierras agrícolas, 15% NCREIF Timberland, 15% MSCI World Metals and Mining Índice, 20% NASDAQ Clean Edge Green Energy Index
Capital privado	Cambridge Associates Private Equity Composite
Equivalentes de efectivo	Índice de letras del Tesoro de EE. UU. de Bloomberg
Infraestructura privada	Infraestructura compuesta de Cambridge Associates
Volatilidad a largo plazo	Índice de volatilidad a largo plazo EurekaHedge del CBOE
Metal dorado	Precio del oro según la LBMA
Materias primas ingenuas	Índice de materias primas de Bloomberg
Seguimiento de tendencias	Índice CTA de BarclayHedge

Información importante

Este informe (el "informe") ha sido preparado para el beneficio exclusivo del destinatario previsto (el "destinatario").

Pueden ocurrir (o haber ocurrido) eventos significativos después de la fecha de este informe, y no es nuestra función ni responsabilidad actualizarlo. La información aquí contenida, incluyendo cualquier opinión o recomendación, representa nuestra opinión de buena fe a la fecha de este informe y está sujeta a cambios en cualquier momento. Toda inversión conlleva riesgos, y no se puede garantizar el éxito de las estrategias, tácticas y métodos aquí descritos.

La información utilizada para elaborar este informe puede haberse obtenido de gestores de inversiones, custodios y otras fuentes externas. Parte de este informe puede haberse elaborado con la ayuda de tecnología de inteligencia artificial (IA). Si bien hemos actuado con la debida diligencia al preparar este informe, no podemos garantizar la exactitud, idoneidad, validez, fiabilidad, disponibilidad ni integridad de la información aquí contenida, ya sea obtenida externamente o elaborada por la IA.

El destinatario debe tener en cuenta que este informe puede incluir contenido generado por IA que podría no haber considerado todos los factores de riesgo. Se recomienda al destinatario consultar con su asesor de Meketa u otro asesor profesional antes de tomar cualquier decisión financiera o acción basada en el contenido de este informe. Consideramos que la información es veraz y está actualizada, pero no asumimos ninguna responsabilidad por errores u omisiones en el contenido producido. Bajo ninguna circunstancia seremos responsables de ningún daño especial, directo, indirecto, consecuente o incidental, ni de ningún otro daño, ya sea por acción contractual, negligencia u otro agravio, que surja o esté relacionado con el uso de este contenido. Es importante que el destinatario evalúe críticamente la información proporcionada.

Cierta información contenida en este informe puede constituir "declaraciones prospectivas", las cuales se identifican por el uso de términos como "puede", "será", "debería", "esperar", "aspirar", "anticipar", "objetivo", "proyectar", "estimar", "pretender", "continuar" o "creer", o sus términos negativos, variaciones o terminología comparable. Las declaraciones, pronósticos, proyecciones, valoraciones o resultados prospectivos de este informe se basan en suposiciones actuales. Cualquier cambio en las suposiciones podría tener un impacto significativo en las declaraciones, pronósticos, proyecciones, valoraciones o resultados prospectivos. Por lo tanto, los resultados reales podrían diferir significativamente de los pronósticos, proyecciones, valoraciones o resultados de este informe.

Los datos de rendimiento aquí contenidos representan resultados históricos. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.