



**RENDIVALORES**

Casa de Bolsa, C.A.

RIF J-30292237-2

## ¿Pueden los Mercados de Valores proporcionar cobertura contra la inflación?

Una de las singularidades más discutidas habitualmente en los mercados financieros hace referencia al comportamiento de la renta variable durante épocas de inflación. Desde el punto de vista teórico, las acciones ofrecen una cobertura efectiva contra este flagelo, ya que el efecto de la inflación esperada debe compensarse en forma de un retorno nominal de las acciones. **La Hipótesis de Fisher (1930)** llegó a la conclusión de que el rendimiento nominal esperado de un activo es una función de la tasa de inflación y de la tasa de interés real esperadas.

Históricamente, se ha mantenido que los títulos negociados en el mercado bursátil deberían proveer una protección eficaz contra los efectos hostiles de la inflación por dos razones: primero, en la medida en que las acciones ordinarias representan derechos de propiedad sobre bienes físicos integrantes del activo de las empresas cuyo valor real permanece inalterado ante cambios en el nivel general de precios, tradicionalmente se ha considerado que estos títulos protegen de forma efectiva a los inversores frente a la inflación. Segundo, tal y como señalan Fama y Schwert (1977), la relación positiva entre la tasa de inflación esperada y los tipos de interés nominales postulada por Fisher, puede ser generalizada a todos los activos financieros negociados en mercados eficientes.

Rendivalores  
Casa de Bolsa

Autor

**José Miguel Farías**

Director de Finanzas

@Jmfariasu

Autor

**Carlos Deseda**

Analista Financiero

@Carlosedesedam

Autor

**Antulio Moya**

Análisis Financiero

@Asmoyaf

Según esto, el rendimiento nominal de las acciones va a compensar aproximadamente los efectos de la inflación anticipada. Debería existir una vinculación estable a largo plazo de tipo positivo entre el precio de las acciones y la tasa de inflación, en el sentido de que, si la renta variable constituye verdaderamente un buen refugio contra la inflación, en el largo plazo ambas variables van a evolucionar de forma conjunta sin distanciarse mucho una de la otra.

## **Benjamin Graham**

### **El inversor inteligente y la inflación**

*“La inflación se limita a robar nuestro patrimonio. Por eso es tan importante medir el éxito de la inversión no sólo en función de lo que se obtiene, sino en función de lo que se conserva después de la inflación.”*

Con esta frase, Graham enmarca uno de sus capítulos más importantes dentro de su emblemático libro “El Inversor Inteligente”. Graham enfatiza que la inflación y la lucha contra ella han centrado buena parte de la atención del público en los últimos años. La reducción del poder de compra del dinero en el pasado y en particular el temor de otro declive grande adicional en el futuro, han influido en gran medida en la forma de pensar de los mercados financieros.

Asimismo, Graham expresa que está suficientemente claro que las personas que tienen unos ingresos fijos en términos monetarios sufrirán cuando el costo de la vida aumente, y lo mismo cabe decir de los que tienen una cantidad principal fija en términos monetarios.

Los propietarios de acciones, por otra parte, disfrutaban de la posibilidad de que una pérdida de la capacidad de compra de la unidad monetaria sea compensada por el crecimiento de sus dividendos y de las cotizaciones de las acciones. A partir de esos hechos incontestables, muchas autoridades financieras han llegado a la conclusión de que: las obligaciones son una forma de inversión inherentemente indeseable, y en consecuencia, las acciones ordinarias son por su propia naturaleza, instrumentos de inversión más deseables que las obligaciones (*Pág.65*). **Graham** no estaba de acuerdo con esta afirmación, instaba a los lectores a tener la inteligencia suficiente para darse cuenta de que ni siquiera las acciones de mejor calidad pueden ser una compra mejor que las obligaciones en todas las circunstancias. Asimismo, Graham es categórico con el hecho de que **no hay conexión temporal** estrecha entre las condiciones inflacionarias o deflacionarias con la evolución de las cotizaciones y beneficios de las acciones (*Pág. 69*).

### **Inflación y beneficios empresariales**

Graham expone que otra forma interesante de abordar el tema consiste en estudiar el tipo de beneficios sobre el capital generado por las empresas. Asevera, que dicho tipo evidentemente ha fluctuado junto con el tipo general de actividad económica, pero no ha mostrado una tendencia general a aumentar con los precios al por mayor o con el costo de la vida. Graham concluye que el único mecanismo para que la inflación incremente el valor de las acciones es el aumento de los beneficios de la inversión de capital. Y que atendiendo a los datos históricos hasta la fecha, eso no había sucedido.

## Revisión de la literatura: puntos negativos a tener en cuenta en periodos inflacionarios

Según el estudio de **Ferrer Lapeña (2000)** en relación con las causas por las cuales las acciones de las empresas no mantienen intacto su valor real durante períodos de inflación, se pueden distinguir dos grandes líneas de investigación, cuyos rasgos básicos se resumen a continuación. La primera corriente sostiene que la relación inversa entre tasa de inflación y mercado de valores tiene su origen en la no consideración de diversos factores relevantes en los análisis empíricos.

En concreto, dentro de esta rama se encuentran diversos planteamientos. El enfoque de **Lintner (1975)** constituye una de las aproximaciones iniciales a esta problemática y destaca que el principal factor responsable del impacto negativo de la inflación sobre las cotizaciones bursátiles es el incremento de la dependencia relativa de la financiación externa en las empresas durante etapas inflacionarias.

Esta mayor dependencia de las fuentes de financiamiento externo da lugar a una reducción del precio de las acciones, debido a que los inversores perciben que se resiente la capacidad para generar beneficios.

De hecho, esta misma argumentación sigue siendo válida si se procede a emitir nuevas acciones o más deuda para obtener el financiamiento adicional necesario en épocas de inflación.

**Modigliani y Cohn (1979)** proponen un razonamiento centrado en el comportamiento irracional de los inversores, en virtud del cual éstos son incapaces de liberarse de los síntomas de ilusión monetaria durante los tiempos de inflación y cometen importantes fallos al valorar activos de renta variable.

En particular, utilizan de forma errónea tasas de descuento nominales para actualizar dividendos reales y también se equivocan al descontar los beneficios, pues no tienen en cuenta la ganancia asociada a la depreciación en términos reales del valor de la deuda empresarial provocada por la inflación.

La teoría del efecto impositivo de **Feldstein (1980)** establece que la incidencia negativa de la inflación es causada por dos defectos de los sistemas fiscales que se agudizan durante períodos de inflación, como son el tratamiento de la depreciación y el método usado para la valoración de inventarios.

La aplicación de la deducción por amortización según el coste histórico de los activos y la valoración de existencias con el criterio FIFO conducen a una subestimación de los costos efectivamente soportados, incrementando de modo artificial las obligaciones fiscales de las empresas, lo que se traduce en una reducción de los beneficios después de impuestos y del precio de los títulos.

## Caso de estudio: La hiperinflación alemana y su mercado de capitales

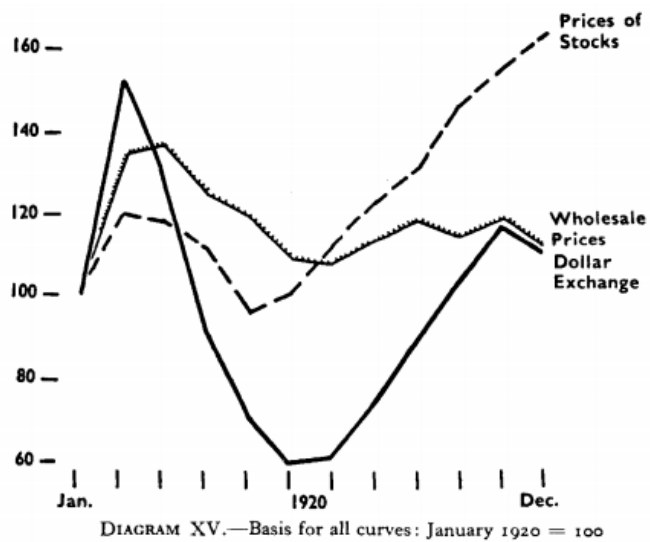
La hiperinflación fue uno de los grandes problemas de Alemania durante el primer cuarto del siglo XX, viviendo dos episodios prácticamente consecutivos. Tras la firma del tratado de Versalles en 1919, la nación europea se vio obligada a pagar grandes sumas de dinero a los países ganadores de la I Guerra Mundial. Con una economía cuya capacidad de producción había sido devastada por varios años de conflictos bélicos, el gobierno alemán (que en 1914 había removido el patrón oro) optó por la impresión de dinero inorgánico como la manera más accesible de obtener financiamiento para pagar las reparaciones de guerra y evitar mayores consecuencias políticas.

Según **Hanke y Krus (2012)**, en enero de 1920 se produjo el primer episodio hiperinflacionario de Alemania, con una tasa de inflación de 56,9%. Dicho episodio tardaría solo un mes, aunque serviría como indicio para lo que estaba por suceder. Entre agosto de 1922 y diciembre de 1923, Alemania vivió el cuarto peor episodio hiperinflacionario en la historia, con una tasa de inflación diaria de más de 20%.

Si bien la pérdida de valor del Papiermark presentaba un ritmo abrumadoramente acelerado, el mercado de capitales alemán se mostró resiliente, a pesar de la profunda depresión económica por la que atravesaba el país. **Bresciani-Turroni** expresó en su libro *The Economics of Inflation* (1937), que la Bolsa de Berlín representó una fuente de cobertura ante la agresiva inflación, ya que el público consideraba a las acciones como una fuente de valor intrínseco muy semejante al oro.

Por otra parte, las acciones mostraban rendimientos muy superiores al de los instrumentos de renta fija, tales como bonos e hipotecas.

A inicios de los años 20, el Papiermark había perdido una de las tres funciones del dinero: servir como depósito de valor. Ante esta situación, las personas comenzaron colocar su capital en acciones de empresas que cotizaban en la Bolsa de Berlín. El impacto fue tal, que las autoridades de la Bolsa tuvieron que limitar los días de operaciones a 3 a la semana. Incluso se observó que algunos extranjeros mostraban interés por participar en el mercado alemán, a pesar de la acelerada pérdida de valor del Papiermark. En la gráfica 1 se observa el auge de las acciones de la Bolsa de Berlín que en 1920 superó con creces a la variación del tipo de cambio y del índice de precio al por mayor de una moneda considerablemente depreciada.



Fuente: *The Economics of Inflation* (Bresciani-Turroni, 1937).

Bresciani-Turroni (1937) expone que las acciones de la Bolsa de Berlín no solo demostraron cumplir con la función de depositar valor, sino impulsaron la creación de riqueza, especialmente para los inversionistas más oportunos, que entraron al mercado a principios de 1920.

En el cuadro 1 se observa la comparación interanual de los precios de las acciones de las principales empresas que cotizaban en la Bolsa de Berlín entre 1919 y 1920. Destacan compañías sólidas incluso hoy en día, como Deutsche Bank y General Electric Co.

## THE GERMAN STOCK MARKET.

### Course of Prices in 1920 on Berlin's Stock Exchange.

Prices on the Berlin Boerse at the end of 1920 for some of the principal shares compare as follows with the quotations at the end of 1919:

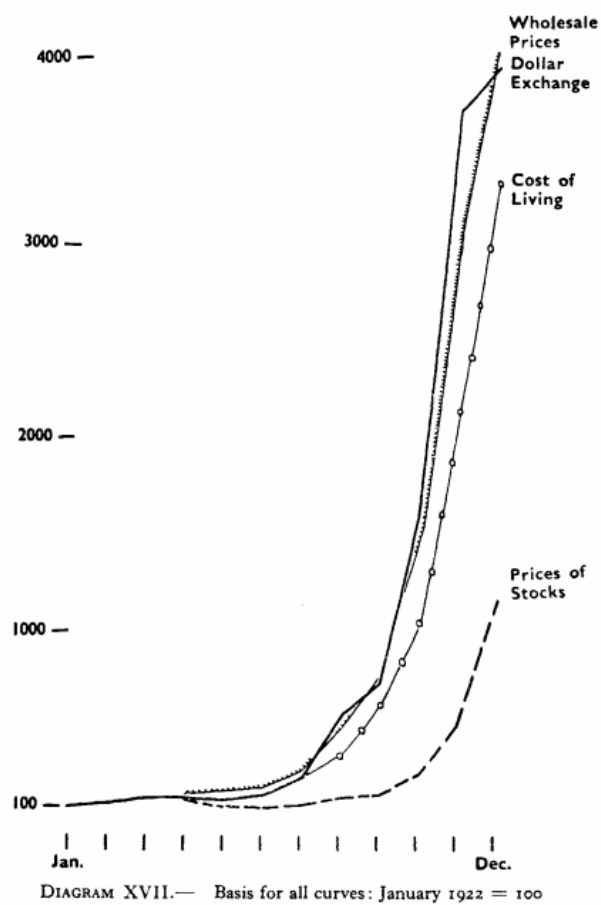
	Dec. 31, 1920.	Dec. 31, 1919.
Deutsche Bank.....	327	285
Disconto Ges.....	248	170
Hamburg-America .....	194.37	124
General Electric Co.....	332	245
Phoenix Iron.....	655.25	298
Bismarckhutte Iron.....	735	258
Badische Aniline.....	570	380
Schultheiss Brewery.....	338	242
Daimler Motor.....	294.75	262.50
Deutsche Erdoel (oil).....	2,000	515
Otavi (colonial).....	718	528.75

The fact that every one of these stocks ended at a substantial advance for the year, notwithstanding the reaction in values in nearly all other countries, is ascribed to the enormous inflation and great depreciation of the German paper currency during 1920. The Frankfurter Zeitung calculates that the combined value of twenty-five stocks on the Boerse was 5,424 in September, 1919, rising to 7,792 at the beginning of January, 1920, to 8,533 at the beginning of last June, and to 15,362 at the end of last December.

Fuente: *The New York Times* (06-02-1921).



Pese al gran desempeño del mercado durante 1920, año del primer episodio de hiperinflación en Alemania, la Bolsa de Berlín se vio golpeada por la magnitud del avance de este fenómeno durante 1922. En febrero de ese año, el precio de las acciones de las principales empresas comenzó a rezagarse con respecto a la variación del tipo de cambio y al índice de precios al por mayor, redondeando un desempeño considerablemente inferior al de 1920, tal y como se muestra en la gráfica 2.



*Gráfico 2. Comparación del comportamiento de las acciones de la Bolsa de Berlín vs el tipo de cambio y el índice de precios al por mayor durante 1922.*

## ¿Por qué 1922 fue tan malo para la Bolsa de Berlín?

**Bresciani-Turroni (1937)** destaca que la subvaluación de las acciones de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Berlín durante 1922 fue uno de los fenómenos más remarcables de la economía alemana en esos años. El 1 de diciembre de 1921 se produjo el “jueves negro”, un importante *crash* en la Bolsa de Berlín que cambió radicalmente la visión de las personas con respecto al mercado alemán. Los inversionistas dejaron de pensar en el mercado de valores como una alternativa para proteger su capital de la inflación, lo que generó que migraran a otros instrumentos como moneda extranjera y activos fijos.

Por otra parte, las distorsiones en el mercado monetario se hicieron sentir en la Bolsa. Para 1922, la acelerada depreciación de la moneda disminuía aceleradamente la oferta real de dinero en la economía, lo que generaba restricciones de liquidez que afectaban los ciclos comerciales de las empresas e impactaron muy negativamente al mercado alemán.

### La recuperación de la Bolsa en 1923

A mediados de 1923, Alemania se encontraba paulatinamente saliendo del espiral hiperinflacionario. Esto representó un nuevo punto de inflexión en la Bolsa de Berlín: las acciones que por varios meses estuvieron subvaluadas, presentaron un súbito incremento.

El *Reichsbank* comenzó a liberar créditos, estimulando un golpeado mercado monetario. Esta circunstancia impulsó al mercado de valores alemán, que incluso superó el desempeño mostrado en 1920. Para diciembre de 1923 sucedieron dos situaciones importantes: Alemania saldría oficialmente de la hiperinflación y el mercado de acciones consolidaría su recuperación. La Bolsa de Berlín superó en 1050% a la variación del tipo de cambio durante 1923. En el cuadro 2 se aprecia la importante variación que presentaron algunas de las principales acciones del mercado alemán en tan solo 9 días. Destaca la variación de Siemens en 495% y Deutsche Bank en 468%.

*Cuadro 2. Comparación de los precios de las principales acciones de la Bolsa de Berlín entre el 4 de octubre de 1923 y el 3 de noviembre de 1923.*

			<i>October 4th</i>	<i>November 3rd</i>
Gelsenkirchener	..	..	3,350	24,000
Harpener	..	..	5,600	40,000
Badische Anilin	..	..	1,770	9,500
Hochster Farben	..	..	1,440	7,000
A.E.G.	..	..	895	5,300
Siemens und Halske	..	..	2,100	12,500
Deutsche Bank	..	..	660	3,750

*Fuente: The Economics of Inflation (Bresciani-Turroni, 1937).*

El caso alemán representa un punto de referencia a la hora de pensar en la Bolsa de Valores en un contexto hiperinflacionario. Pese a sufrir dos hiperinflaciones casi consecutivas, la Bolsa de Berlín no solo fue un refugio para el capital de los inversionistas germanos, sino una fuente de riqueza en el largo plazo a pesar de todas las distorsiones que podrían afectar al entorno.

## **Caso de estudio: La hiperinflación en Zimbabwe**

La hiperinflación en Zimbabwe ha persistido desde inicios de la década de 2000, poco después de la confiscación de tierras agrícolas en manos de la minoría blanca por parte del gobierno zimbabuense y su rechazo a pagar las deudas contraídas con el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, el 16 de febrero de 2006, el gobernador del Banco de Reserva de ese país africano anunció que el gobierno había impreso 21 billones de dólares zimbabuenses con tal de adquirir divisas extranjeras para pagar dichas acreencias.

En febrero de 2007, el Banco Central anunció que la inflación fue declarada "ilegal", prohibiendo cualquier incremento en los precios de determinados artículos de primera necesidad entre el 1 de marzo y el 30 de junio. Esta medida generó que arrestaran a ejecutivos de algunas empresas por aumentar los precios de sus productos. Ya en marzo de ese mismo año, la inflación llegó a un nuevo máximo de 1730 %, y en junio el gobierno reconoció que el alza se ubicó en 7638%. El organismo emisor comenzó a imprimir billetes de 10 millones de dólares zimbabuenses en enero de 2008, casi equivalentes a 4 dólares estadounidenses. La inflación llegó al récord de 26.470,8 %, mientras que la economía nacional se contrajo 6%, de acuerdo con el banco central. Las estadísticas oficiales reportaron en octubre que la inflación de julio alcanzó el 231.000.000%.

A fines de diciembre de 2008 e inicios de enero de 2009, el uso de monedas extranjeras como medio de cambio se había convertido en una práctica popular mientras que pocos bienes o servicios eran ofertados en moneda local.

El 16 de enero de 2011, Zimbabwe anunció planes para la inminente emisión de billetes de 10, 20, 50 y 100 billones de dólares zimbabuenses. Al momento del anuncio, este último valor equivalía a cerca de 30 dólares estadounidenses, pero se esperaba que dicho valor se evaporara paulatinamente. En febrero, el gobierno de Zimbabwe revaluó su moneda. Uno de estos nuevos dólares zimbabuenses equivalía a un billón de los anteriores. Esto hizo que el número de ceros borrados durante todo el período de hiperinflación llegara a 25.

El 12 de junio de 2015, el gobierno autoriza a su banco central a retirar de circulación el devaluado dólar zimbabuense, y licencia el uso de divisas fuertes, tales como el dólar estadounidense, el rand sudafricano y el euro.

Durante la hiperinflación del país africano (calificada como la tercera peor en la historia del mundo), la gente se preguntaba de qué manera refugiarse y no perder el valor de su dinero tan rápidamente. Como método principal, se utilizó la conversión a moneda extranjera. Sin embargo, cada vez se hizo más cuesta arriba conseguir dichas monedas y salió la oportunidad de refugiarse en la Bolsa de Valores, donde empresas locales emitían acciones a cambio de un porcentaje de la empresa.



Imagen 1: Billete De Zimbabwe De 100 Trillones.

## Zimbabue y su mercado de capitales

El *Zimbabwe Stock Exchange* (ZSE) funcionó extraordinariamente bien a pesar de las expectativas de los economistas y analistas del mercado de valores, que definieron que se derrumbaría junto con la economía. El mercado de valores, en realidad, superó las expectativas de los grandes analistas al aumentar significativamente, no logrando abatir la hiperinflación ya que en su peor momento hizo que la moneda se devaluara 100% cada 24 horas, pero sí consiguió superar los diferentes tipos de cambio, convirtiéndose en el principal activo de refugio en tiempos hiperinflacionarios para el país africano.

Factores como la especulación y la necesidad de las inversiones de cobertura contra la inflación han jugado un papel más importante para mejorar el rendimiento del ZSE. Las condiciones hiperinflacionarias desanimaron a muchos inversores sin un conocimiento técnico más profundo, que no estaban convencidos de invertir en una economía así, lo que hizo evidente la importancia de ofrecer información sobre los beneficios que brinda la inversión en acciones locales. Esto actuó como una guía para aquellos pequeños empresarios que no sabían cómo proteger su capital y lograr resguardar su poder adquisitivo. Cabe destacar que, sin duda, el impulso que logró la ZSE fue principalmente por buena promoción del mercado de valores local, tanto por parte del gobierno como de los agentes privados.

## **IESA: Finanzas Personales, como sobrevivir a la inflación**

En un estudio presentado en marzo de 2016 titulado "*Finanzas Personales: cómo sobrevivir a la inflación*", por los profesores Urbi Garay y José Salazar, se asomaba la posibilidad -dada la política monetaria que estaba llevando a cabo el país- de que Venezuela podría estar a las puertas de una hiperinflación (esta predicción se hizo realidad en noviembre 2017). Se expresaba también que todos los países que habían sufrido de procesos hiperinflacionarios habían propiciado la desaparición de fortunas enteras.

### **Experiencia Venezolana**

Con base en la experiencia venezolana de las últimas cuatro décadas –expresan los profesores- en ambientes de elevada y creciente inflación, habría sido muy difícil acumular un patrimonio en términos reales sin asumir riesgos al invertir en acciones de empresas venezolanas o incluso en inmuebles (Garay, 2015). Si bien las acciones locales están denominadas en bolívares, estas inversiones lograron ofrecer una buena cobertura a los riesgos de inflación y devaluación del bolívar. En un ambiente de control de cambios y tasas de interés imperante desde 2003, al cual se ha unido una inflación creciente a partir del 2015, la apuesta ha sido aún más difícil, debido a la reducción de las tasas de interés reales que este periodo ha acarreado, al acelerarse la inflación y mantenerse los controles de tasas de interés por parte del Banco Central de Venezuela.

## **Recomendaciones: puntos a tomar en cuenta**

El contexto más factible para nuestra economía es seguir sumergida en una vorágine inflacionaria, por lo que conviene invertir siempre en activos reales, un activo que independientemente de una decisión política no tenga implícito una depreciación permanente ante otros instrumentos financieros. A pesar del ya mencionado desequilibrio económico que atraviesa actualmente el país, consideramos que nuestros clientes deben implementar esquemas de ahorro/inversión y cobertura diferentes a los tradicionalmente conocidos.

Los profesores Urbi Garay y José Salazar ofrecen algunas recomendaciones en finanzas personales, tomando en cuenta el actual entorno de elevada inflación y la existencia de un férreo control de cambios que dificulta enormemente la conversión de bolívares en otras monedas. Instan a establecer prioridades en el presupuesto familiar, para determinar cuánto se puede ahorrar mensualmente.

Dentro de las recomendaciones dadas destacan invertir los ahorros en activos reales y en gastos que incrementen el valor de los activos. No invertir en activos monetarios, dado que las tasas de interés controladas por el BCV están muy por debajo de la tasa de inflación. Instan a aprovechar el endeudamiento (con preferencia a plazos largo) a tasas de interés que son negativas en términos reales. Asimismo, hay que evitar mantener por largos periodos excedentes en efectivo más allá de los necesarios para transacciones regulares. Al acelerarse la inflación, el dinero pierde valor rápidamente, con lo que el poder de compra de esos bolívares se va erosionando día a día.