

LOS GANSOS DORADOS

Para muchos inversores en multiactivos, el oro ha sido un activo constante en sus carteras. Y con razón: el oro tiene muchas características beneficiosas, como añadir diversificación a las carteras de los inversores y proporcionar una cobertura frente a las crisis mundiales. Sin embargo, el oro también puede tener sus advertencias: en contra de lo que suele pensarse, no sirve como cobertura contra la inflación.

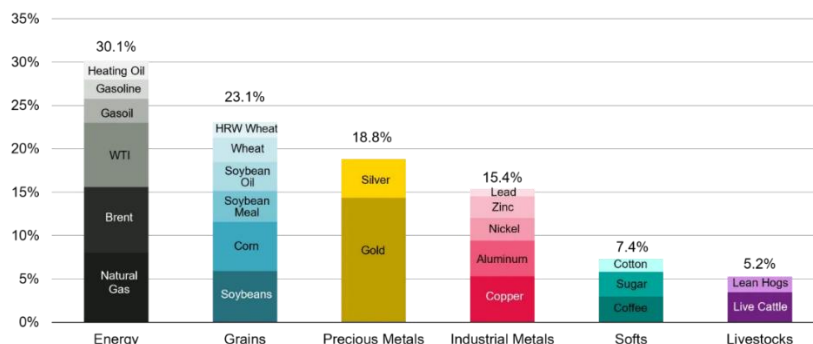
Sostenemos que los inversores en activos múltiples deberían ir más allá de la inversión exclusiva en oro y considerar la posibilidad de exponerse a una cesta más amplia de materias primas. Y esto es así porque, aunque tanto el oro como las materias primas en general son potentes diversificadores de una cartera tradicional de renta variable y renta fija, las cestas de materias primas más amplias son una mejor cobertura frente a la inflación, una preocupación que está en el punto de mira de los inversores en estos días. Tanto el oro como la cesta más amplia de materias primas funcionan bien como cobertura frente a perturbaciones geopolíticas. El oro tiende a funcionar mejor frente a perturbaciones genéricas, mientras que las materias primas más amplias tienden a funcionar mejor si la perturbación afecta a los suministros energéticos, como hemos visto al inicio de la crisis entre Rusia y Ucrania.

Además, al invertir en una cesta más amplia de materias primas, se presenta una oportunidad mucho más amplia. Aunque la última década fue la de mayor caída para las materias primas, la clase de activos tiene potencial para un importante repunte en la próxima década, debido a la confluencia de una serie de factores macroeconómicos clave.

Ventajas de la diversificación

El gráfico 1 muestra la composición del Bloomberg Commodity Index (BCOM), que es el estándar ampliamente aceptado para las materias primas, con las ponderaciones del índice agrupadas por los seis sectores subyacentes. El índice se compone de 24 activos distintos, incluidas materias primas duras como los metales y el petróleo, y materias primas blandas como los productos agrícolas y ganaderos, como el trigo, el café y la carne de vacuno. Dentro de esta cesta más amplia, las dinámicas de la oferta y la demanda que afectan a los precios y al rendimiento varían significativamente, y no están necesariamente correlacionadas entre sí. Por ejemplo, los precios del gas natural dependen sobre todo de la meteorología estadounidense, mientras que los del petróleo dependen del crecimiento económico mundial y de la política de suministro de la OPEP. Los metales básicos están estrechamente vinculados al ciclo crediticio chino, mientras que los metales preciosos se correlacionan con la política monetaria. Los cereales y los softs, por su parte, dependen de los regímenes meteorológicos regionales. Por ejemplo, África Occidental es relevante para el cacao, mientras que Rusia, Ucrania y EE.UU. lo son para el trigo; para la soja y el maíz, Sudamérica es el centro de atención.

Figure 1: Bloomberg Commodities Index, target weights for 2024



Source: <https://www.bloomberg.com/company/press/bloomberg-commodity-index-2024-target-weights-announced/>

Debido a la gran cantidad de factores diversos, una amplia cesta de materias primas ya está diversificada de por sí en comparación con el oro por sí solo.

El gráfico 2 muestra la correlación de las materias primas y el oro con los índices de renta variable y renta fija de los últimos diez años. Si se analizan las ventajas de la diversificación dentro de una cartera de múltiples activos, tanto el oro como las materias primas muestran bajas correlaciones con las clases de activos tradicionales. Aunque al margen las materias primas se correlacionan más con la renta variable y el oro con la renta fija, estos efectos se neutralizan frente a una cartera tradicional de 60 / 40 compuesta por renta variable y renta fija.

Figure 2: Correlation matrix

	EQUITIES				BONDS			
	World	US	EU	UK	World	US	EU	UK
Commodities	0.44	0.40	0.29	0.32	0.14	-0.08	-0.18	-0.13
Gold	0.14	0.10	-0.04	-0.04	0.59	0.46	0.28	0.35

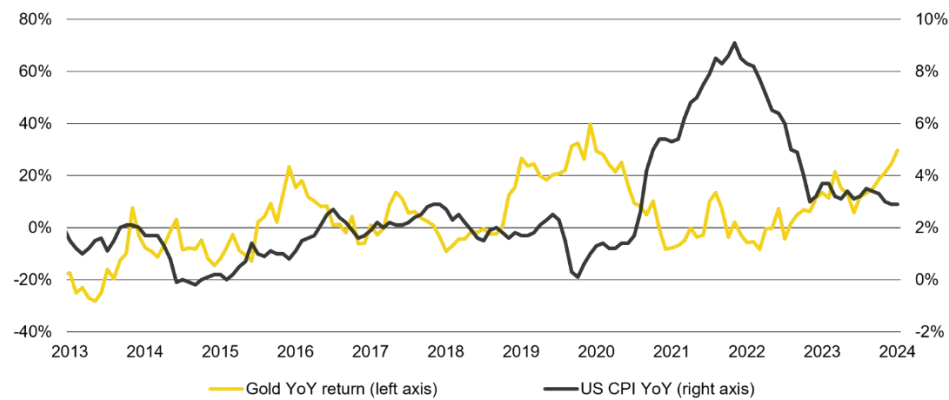
Source: Bloomberg, Vontobel, Period: 30.8.2014 - 30.8.2024. Commodities = BCOMTR index, Gold = Gold spot price, Equities World = MSCI World Net TR USD Index, Equities US = S&P 500 TR Index. Equities Europe = EURO STOXX 50 TR EUR, Equities UK = FTSE TR Index, Bond World = Global Aggregate, Bond US = US Aggregate, Bond Europe = IBOXX Euro Germany Sovereign 7-10 TR Index, Bond UK = IBOXX GBP GILT TR 7-10

La correlación positiva entre las materias primas y la renta variable se debe a que ambas están vinculadas al ciclo económico. Sin embargo, el oro tiene una correlación casi insignificante con la renta variable, pero positiva con la renta fija. Esto se debe a que ambos son activos refugio. Al combinar el oro y las materias primas más amplias, estos efectos se neutralizan, en el sentido de que, como pareja, el oro y las materias primas más amplias no muestran ninguna correlación con las clases de activos tradicionales, mientras que, tomados individualmente, sí la muestran.

Cobertura contra la inflación

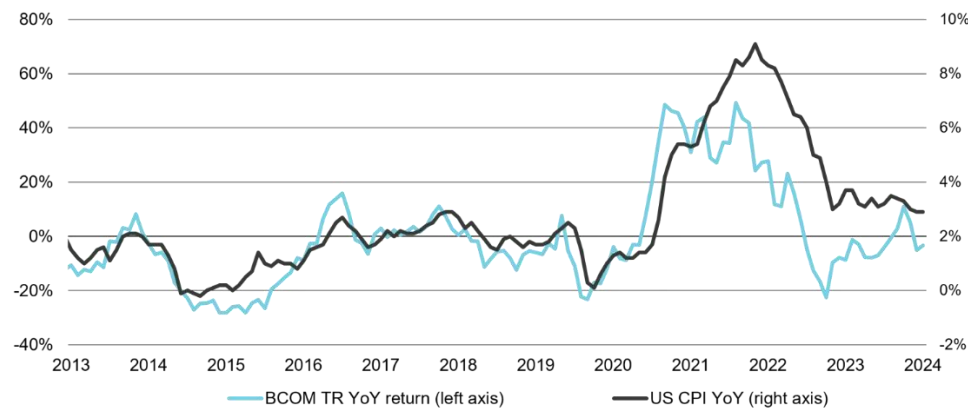
La razón número uno por la que los inversores mantienen oro en su cartera es disponer de una cobertura suficiente frente a la inflación. En los últimos años, este criterio ha sido naturalmente prioritario. Sin embargo, en contra de la creencia popular, el oro no es la mejor cobertura contra la inflación. De hecho, una amplia cesta de materias primas lo hace mejor que el oro por sí solo. Los gráficos 3 y 4 muestran la rentabilidad interanual del «oro solo» y de la «cesta de materias primas» frente al índice de precios al consumo (IPC) de EE.UU., el índice de inflación de referencia, respectivamente.

Figure 3: Gold returns versus US inflation



Source: Bloomberg, Vontobel. As of 30.8.2013-30.8.2024

Figure 4: Commodity returns versus US inflation



Source: Bloomberg, Vontobel. As of 30.8.2013-30.8.2024

Las materias primas como clase de activos incluyen una amplia variedad de componentes, muchos de los cuales están en el corazón del funcionamiento de una sociedad, incluidos los alimentos y la energía. Cuando el coste de la vida aumenta durante la inflación, el coste de muchos de estos recursos sube a la par. De hecho, una de las principales quejas de quienes se enfrentan a un entorno inflacionista son los precios en las tiendas de comestibles y en el surtidor de gasolina. Como ilustra el gráfico 4, el índice Bloomberg de materias primas se correlaciona mejor con la inflación estadounidense. La única desconexión entre ambos en la última década se produjo en 2022, cuando la elevada inflación de los servicios provocó un nuevo aumento de la inflación general, mientras que la inflación de los bienes primarios ya se suavizó. Pero el oro tradicionalmente no se comporta de esta manera, e incluso está negativamente correlacionado con la inflación en la última década.

A diferencia de la energía y las materias primas blandas, el precio del oro no está directamente correlacionado con las tasas de inflación.

La razón por la que el oro no está correlacionado con las tasas de inflación reside en la reacción de los bancos centrales ante el aumento de la inflación. Los bancos centrales suelen subir los tipos de interés para controlar la inflación. Pero los tipos de interés actúan como costes de oportunidad para el oro, que no genera ningún yield. Como resultado, los inversores tienden a desviar su dinero del oro hacia bonos de mayor rendimiento o fondos del mercado monetario. Esta es la razón por la que los ETF mundiales de oro han experimentado importantes salidas en los últimos dos años. Aunque el oro ha repuntado en el reciente entorno inflacionista (un 20% en los últimos 12 meses), esto está menos directamente relacionado con la inflación en sí y más con las compras más agresivas de los bancos centrales. En la actualidad, los bancos centrales están reduciendo sus reservas de dólares y almacenando oro.

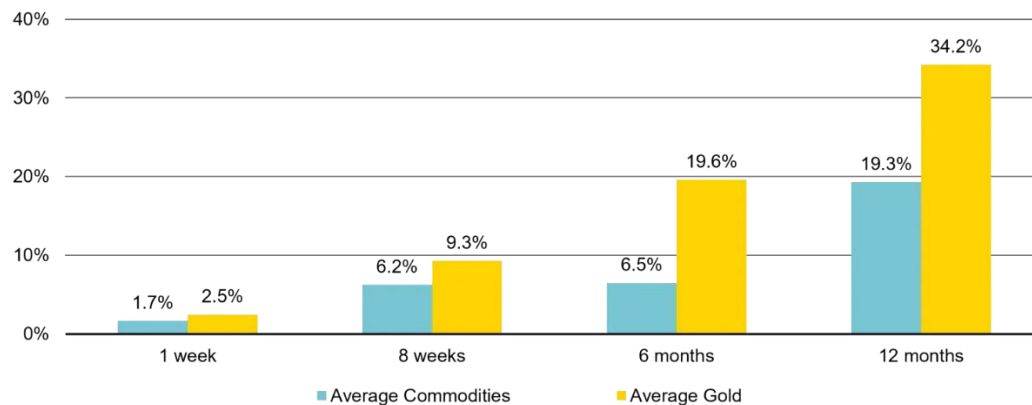
Parece obvio que las materias primas en general están correlacionadas con la inflación, porque la inflación se mide en gran medida con una cesta de esas mismas materias primas. Pero si eso fuera tan obvio, ¿por qué la mayoría de los inversores siguen comprando oro como cobertura contra la inflación? Creemos que tiene que ver con la (históricamente) mejor accesibilidad de esta clase de activos. Antes de que llegaran al mercado los derivados y otros instrumentos líquidos que ofrecen a los inversores acceso a una amplia cesta de materias primas, la inversión en oro era la vía más fácil. Con los fondos de materias primas disponibles en el mercado, que permiten a los inversores exponerse a una cesta amplia y diversificada de materias primas, esto ya no es así.

Cobertura geopolítica

El oro también se considera un refugio seguro frente a las crisis geopolíticas, y de hecho hace honor a esta reputación. El Gráfico 5 muestra la rentabilidad media del oro y las materias primas tras 18 crisis identificadas entre 1973 y la actualidad. Los promedios se calcularon para dichas crisis, una semana, ocho semanas, seis y doce meses después del inicio de la crisis. El análisis muestra que el oro ha obtenido mejores resultados como cobertura geopolítica.

Sin embargo, una cesta más amplia de materias primas también puede funcionar como escudo contra los riesgos geopolíticos, (pero en menor medida que el oro por sí solo), ya que recursos como el petróleo y el gas suelen estar en el fuego cruzado de los acontecimientos de crisis. Un ejemplo de ello es la guerra entre Rusia y Ucrania que comenzó en 2022. Rusia es un gran productor de petróleo y gas natural, pero también es el exportador de trigo más importante del mundo, así como productor de metales como el paladio, el níquel o el aluminio. No en vano, el índice Bloomberg Commodity TR subió un 18% en el primer semestre de 2022 (Fuente: Bloomberg). Mientras tanto, la renta variable (MSCI World Total Return Index) cayó un 21% en el mismo periodo de tiempo.

Figure 5: Commodities and gold performance in response to geopolitical crisis



18 self-defined crisis events from 1973-2024.
Source: Vontobel, Datastream. Commodities: BCOMTR index. Gold: Gold spot prices

Impulsores de la demanda

A pesar de ser una clase de activos volátil en ocasiones, las materias primas pueden beneficiarse de múltiples tendencias a largo plazo. Por un lado, creemos que el aumento de la clase media en los mercados emergentes puede incrementar la demanda de materias primas blandas como la carne, y el crecimiento demográfico en esas regiones puede aumentar la demanda de energía en general, incluidos el petróleo y el gas.

Por otro lado, el giro hacia el *Net Zero* en las economías desarrolladas, incluida la normativa que favorece el aumento de la compra y el uso de vehículos eléctricos (VE), disparará la demanda de metales esenciales para su construcción como el cobre, el aluminio, la plata, el platino, el estaño y el níquel.

Además, es posible que aumente la demanda de biocombustibles, lo que repercutirá en materias primas blandas como los cereales.

Es lógico que una cartera que incluya petróleo y gas, así como metales y materias primas blandas, pueda dar lugar no sólo a estabilidad, sino a un crecimiento positivo en respuesta a estas tendencias. Además, la transición energética puede traer consigo periodos prolongados de inflación en el futuro, ya que podríamos asistir a una escasez de recursos esenciales. Invirtiendo en estas materias primas causantes de la llamada «inflación verde», los inversores pueden protegerse frente a tendencias potencialmente desfavorables para otros activos de sus carteras.

Conclusión

Aunque el oro ha sido durante mucho tiempo el activo preferido, y con razón, para protegerse frente a las perturbaciones geopolíticas, un enfoque más amplio de las inversiones en materias primas puede ofrecer mayores beneficios que el oro por sí solo no puede proporcionar. Al añadir una amplia gama de materias primas a una asignación tradicional al oro –como la energía, los metales y los productos agrícolas–, los inversores pueden lograr una diversificación superior, una mejor cobertura frente a la inflación y una protección frente a las perturbaciones geopolíticas que afectan al sector energético. Una exposición a materias primas más amplias también ofrece a los inversores la opción de participar en una gama más amplia de oportunidades, ya que pueden beneficiarse de tendencias seculares como el desarrollo de los mercados emergentes y la transición energética. En resumen, recomendamos a los inversores que consideren la posibilidad de añadir una exposición a una cesta de materias primas más amplia, además de sus asignaciones tradicionales de oro.