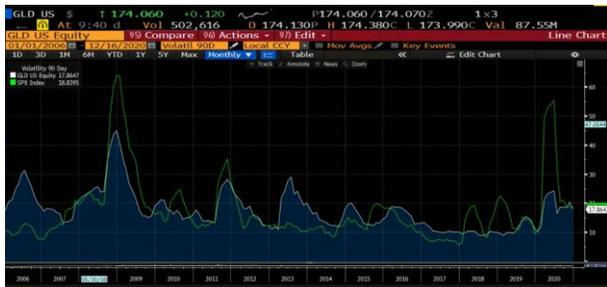


18 de diciembre de 2020

## Un breve comentario sobre el Oro como resguardo de valor

En el Resumen de esta semana intentaremos mostrar, mediante unas simples ideas y gráficos, ¿por qué pensamos que el oro es buen a activo a tener en cartera en la actual coyuntura global?

Antes de comentar los aspectos positivos del oro como parte de una cartera diversificada, un breve comentario para las carteras ansiosas. La volatilidad del oro, como se puede ver a continuación, no difiere significativamente de la volatilidad del mercado americano (S&P). Con lo cual, en lo que resta del resumen repasaremos las bondades del oro, pero sólo haremos referencia al largo plazo. El corto plazo se lo dejamos a los analistas técnicos o algún “gurú” de mercado. Además de niveles similares de volatilidad, en el gráfico también se puede observar que el oro y el S&P muestran picos prácticamente simultáneos de volatilidad. Estos picos se dan con los crash o grandes caídas de mercado. Por lo tanto, ante un escenario de pánico global (como el que tuvimos durante marzo y abril de este año) el oro no es un refugio, dado que cae con el resto de los activos. En esos escenarios el único refugio es la liquidez en monedas fuertes.



Fuente: Bloomberg.

Comencemos con las condiciones deseadas que tiene el oro para formar parte de una cartera de largo plazo. En primer lugar, la cualidad más repetida a la hora de recomendar el activo pero no por ello la menos importante, su baja correlación con la mayoría de los activos, una característica muy necesaria para la correcta diversificación. En la matriz

a continuación se muestran las correlaciones (asociación entre dos variables) de las ultimas 4 décadas entre las acciones americanas (SPY), europeas (SX5E), emergentes (EEM), los bonos corporativos de alto riesgo (HYG), los bonos grado de inversión (LQD) y la tasa de interés americana (USGG10). Siendo el valor 1 perfecta correlación, 0 sin correlación y -1 perfecta correlación negativa (los activos van en dirección opuesta).

Security	GLD	SPY	SX5E	EEM	BCOM	HYG	LQD	USGG10
11) GLD	1.000	0.063	-0.069	0.297	0.446	0.159	0.261	-0.267
12) SPY	0.063	1.000	0.781	0.776	0.359	0.736	0.277	0.246
13) SX5E	-0.069	0.781	1.000	0.683	0.152	0.656	0.201	0.251
14) EEM	0.297	0.776	0.683	1.000	0.626	0.721	0.329	0.191
15) BCOM	0.446	0.359	0.152	0.626	1.000	0.483	0.172	0.195
16) HYG	0.159	0.736	0.656	0.721	0.483	1.000	0.670	0.115
17) LQD	0.261	0.277	0.201	0.329	0.172	0.670	1.000	-0.491
18) USGG10	-0.267	0.246	0.251	0.191	0.195	0.115	-0.491	1.000

Fuente: Bloomberg.

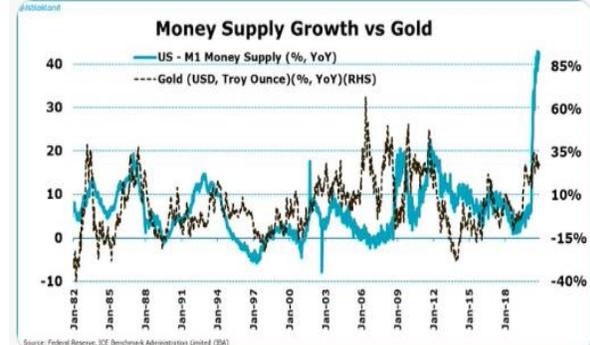
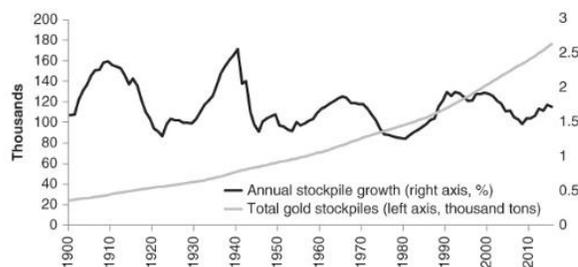
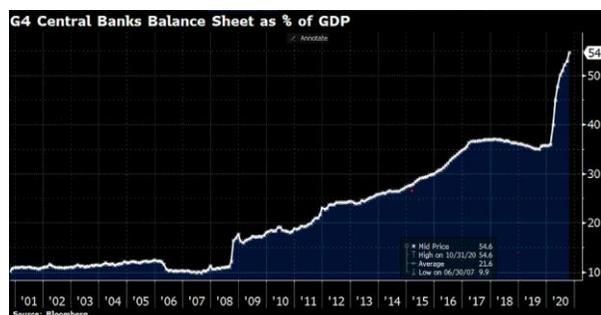
Como se puede observar, la correlación del oro es baja y hasta incluso en algún caso negativa con muchos de los demás activos. En la matriz hay sólo un activo con el cual el oro presenta algún grado de asociación (moderada), que es naturalmente el resto de los commodities (BCOM). Todas las materias primas, incluido el oro, tienen un componente de precio en común, que es el dólar. Como las materias primas cotizan y se negocian mayormente en dólares, la debilidad (fortaleza) de la moneda norteamericana está asociada a incrementos (caídas) en los precios de las commodities. En este sentido, observando las cuentas externas y la política monetaria de los EEUU, el escenario de un dólar débil parece cada vez más probable. O mejor dicho, pasada la crisis, un escenario de dólar fuerte no parece muy probable.

La pandemia obligó a los Bancos Centrales a nivel global a efectuar fuertes inyecciones de liquidez para evitar el colapso de la deuda privada y financiar el gasto público de los Tesoros Nacionales. Esta inyección de liquidez ha sido aún más importante en las economías desarrolladas, justamente en los Estados cuyas divisas son moneda de resguardo internacional como el dólar, el euro, el yen o la libra.

Como se puede observar en el siguiente gráfico (arriba), el tamaño de la hoja de balance de los Bancos Centrales se ha incrementado a niveles sin precedentes en relación al tamaño de las economías (PBI). Esta inyección de liquidez producto de la pandemia, se suma a los programas de Quantitative Easing que tuvieron lugar con posterioridad a la gran

crisis financiera internacional del 2008. Los Bancos Centrales recién estaban acomodando su política monetaria en el último tiempo, con lo cual antes de la pandemia ya teníamos una economía global con altos niveles de liquidez. A los niveles de liquidez existentes, se lo sumó otra gran inyección con la crisis del COVID. Como se puede notar en el gráfico siguiente (abajo), como sucede con la mayoría de los activos, el precio del oro tendió a la suba con el incremento de la cantidad de dinero a nivel global.

cantidad de dinero se incrementó en relación a las décadas anteriores, con lo cual el factor descrito seguirá teniendo lugar en el futuro.



Fuente: Bloomberg y Reserva Federal

	Annual Money Supply Growth Rate	
Country/Region	1960–2015	1990–2015
United States	7.42	5.45
Euro Area (19 countries)		5.55
Japan	10.27	1.91
United Kingdom	11.30	7.28
Australia	10.67	9.11
Canada	11.92	10.41
Switzerland	6.50	4.88
China	21.82	20.56
Sweden	7.94	6.00
New Zealand	12.30	6.78

Fuente: The Bitcoin Standart

Más amplio el horizonte de inversión, mayores son los incentivos a tener oro en cartera. Ajustado por inflación, el oro se encuentra hoy cerca de sus máximos de los años 1979 y 2011. En determinados períodos, como en la década del 80, el oro perdió frente a la inflación. Justamente esa década estuvo asociada con altas tasas de interés por parte de la Reserva Federal para luchar contra la inflación.

Para terminar, analizamos el punto más relevante, la tasa de interés o el costo de oportunidad. El oro no brinda cupones ni dividendos, a diferencia de los bonos o las acciones. A mayor tasa de interés, mayor el costo de oportunidad de tener oro en cartera. Durante los ciclos donde la tasa libre de riesgo (Treasuries americanos o alemanes) sube, como en la década del 80, el oro sufre. Pero, por otro lado, el oro como cualquier commodity tiende a subir en periodos inflacionarios. Por ello, la variable más relevante para el metal precioso es la tasa de interés real, o sea, la tasa de interés nominal descontada la inflación. Como se ve en el siguiente gráfico, cuando la tasa de interés real tiende a cero o es levemente negativa, el oro exhibe presiones alcistas.

Como se pueden ver en el siguiente gráfico y en la tabla (debajo), la oferta global de oro (nueva producción) crece a un promedio por debajo del 2% anual hace más de 100 años. Mientras que la cantidad de dinero por parte de los Bancos Central que emiten monedas duras (de reserva) crece entre el 5% y el 9% por año, dependiendo el país y el periodo analizado. La cantidad de dinero creciendo en el largo plazo por encima de la oferta de oro, es una de las principales causas por la cual el metal sigue siendo un refugio en las carteras globales. Como mencionamos, desde el 2009 el ritmo al cual crece la

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)  
[ian@cucchiara.sba.com.ar](mailto:ian@cucchiara.sba.com.ar)  
[manuel@cucchiara.sba.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.sba.com.ar)



Fuente: Reserva Federal

Los economistas a nivel global tienen opiniones encontradas en cuanto a que pasará con la inflación en los próximos años. Por un lado, están los que sostienen que el gran incremento en la cantidad de dinero tarde o temprano traerá aparejadas presiones inflacionarias. Por otro lado, están aquellos que consideran que las presiones deflacionistas de las últimas décadas (demografía, productividad, costo del capital y la mano de obra, el exceso de ahorro, etc.) seguirán presentes, con lo cual la inflación no será una amenaza.

Más allá de cuál de estas posturas termine teniendo razón, parece muy improbable que en el futuro cercano tengamos tasas de interés reales muy positivas. Dado los altos niveles de deuda de las economías desarrolladas, lo más probable es que tengamos un mundo de tasas reales cercanas a cero. Dicho en otras palabras, aún en un escenario con algo más de inflación, los Bancos Centrales no podrán subir las tasas de interés a niveles muy por encima de la inflación por los stocks de deuda. Tasas reales cercanas a cero en el largo plazo juegan a favor de la cotización del oro.

Para aquellos inversores de largo plazo, donde la volatilidad del día a día no debería ser un factor preponderante, nos parece recomendable incluir una porción de oro en cartera, más todavía en la coyuntura actual. ¿Y el Bitcoin? Gran parte de las razones para tener oro en cartera también aplican al Bitcoin, pero con dos salvedades. La primera es que la volatilidad de la criptomoneda es muy superior en relación a la del metal. La segunda, y la más relevante, es que el oro tiene siglos como reserva de valor, el Bitcoin sólo unos años. Activos con muchas cualidades compartidas, pero en principio para inversores con diferente aversión al riesgo.