

La efectividad de los distintos tipos de activos como cobertura frente a la inflación

Artículo 03
28/12/2022

<https://doi.org/10.53479/24974>

Motivación

El período actual de elevada inflación plantea dificultades a los inversores para mantener sus objetivos de rentabilidad en términos reales. En este contexto, es relevante analizar cuál ha sido la rentabilidad de los distintos tipos de activos en los episodios inflacionarios pasados y en el presente.

Ideas principales

- En términos históricos, tanto las materias primas como los bonos indicados a la inflación han generado rentabilidades reales positivas durante los períodos inflacionarios, mientras que los bonos soberanos convencionales y los índices bursátiles generales han mostrado rentabilidades reales negativas.
- En el período inflacionario actual, los activos ligados a la energía son los que han generado mayores rentabilidades reales, destacando también, en Estados Unidos, la buena evolución de la rentabilidad de los inmuebles residenciales.
- En el período reciente, los inversores han incrementado las tenencias en fondos de inversión de bonos indicados a la inflación tanto en la Unión Económica y Monetaria como en Estados Unidos, y han reducido sus tenencias en fondos de inversión de bonos convencionales y valores bursátiles.

Palabras clave

Coberturas frente a la inflación, rentabilidad real, bonos indicados a la inflación, materias primas, gestión de activos.

Códigos JEL

G11, G13, G15, E31, E44.

Artículo elaborado por:

Alberto Fuertes Mendoza
Dpto. de Análisis Macrofinanciero y Política Monetaria
Banco de España

Introducción

El contexto actual de elevada inflación plantea dificultades a los inversores a la hora de mantener sus objetivos de rentabilidad en términos reales. En particular, la inflación no esperada puede generar pérdidas en el valor real de las carteras, frente a las que muchos inversores desearían cubrirse. El impacto de la inflación sobre la rentabilidad real de los activos depende de las características de estos, de modo que algunos de ellos están en mejores condiciones de actuar como cobertura frente a estos riesgos. En este artículo se revisa dicha cuestión, analizando tanto la evidencia de los datos históricos como la del episodio inflacionista actual.

La siguiente sección analiza, desde un punto de vista conceptual, cómo afecta la inflación a la rentabilidad real de diferentes tipos de activos. En la tercera se examina la efectividad de estos activos en términos históricos como cobertura ante el alza en el nivel de precios a partir de los resultados obtenidos por Neville *et al.* (2021). Y en la última sección se analiza la evidencia disponible en el episodio inflacionario actual sobre el comportamiento de los precios de distintos activos y de los flujos de inversión tanto en Estados Unidos como en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Relación entre la rentabilidad de los activos y la inflación

En esta sección se analiza cómo afecta la inflación inesperada a la rentabilidad real y a los precios de los distintos activos. En primer lugar, cabe mencionar que la rentabilidad real de cualquier activo se ve afectada por el incremento del nivel de precios de acuerdo con la relación que se muestra a continuación, y es en los períodos de elevada inflación cuando los efectos son más acusados.

$$\text{RentabilidadReal} = \frac{1 + \text{RentabilidadNominal}}{1 + \text{Tasa de Inflación}} - 1 \quad [1]$$

En cuanto a la rentabilidad nominal, estaría compuesta tanto por las ganancias o pérdidas de capital a consecuencia de la variación en el precio del activo como por las rentas obtenidas durante el período de análisis (los dividendos en el caso de las acciones, los cupones en el de los bonos o los alquileres en el de los inmuebles residenciales).

$$\text{RentabilidadNominal} = \frac{P_F + \text{rentas} - P_I}{P_I} \quad [2]$$

siendo P_F el precio del activo al final del período y P_I su precio inicial.

El efecto de la inflación sobre la rentabilidad real de los activos se puede analizar utilizando el marco conceptual de los modelos de descuento de flujos de caja futuros.

En el caso de los bonos convencionales, como en la mayor parte de las emisiones de deuda soberana o corporativa, su precio de mercado es igual al valor presente descontado de los cupones futuros y del principal.

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{CuponesFuturos}_t}{(1+i)^t} + \frac{\text{Principal}}{(1+i)^T} \quad [3]$$

donde i es el rendimiento nominal del bono y T es su vencimiento. En estos activos, tanto los cupones como el principal son fijos en términos nominales, lo que hace que, ante incrementos de la inflación, estos flujos se reduzcan en términos reales, provocando por esta vía un descenso de la rentabilidad real del bono para sus tenedores. Adicionalmente, se podría producir un descenso del precio nominal, lo que también incide negativamente sobre la rentabilidad real como consecuencia de pérdidas de capital nominales, a través de un aumento en el rendimiento nominal. En efecto, en el caso de los bonos libres de riesgo, como la deuda soberana de elevada calidad crediticia, el rendimiento nominal recoge dos componentes: las expectativas futuras de los tipos de interés a corto plazo y la prima por plazo. En un contexto inflacionario, el primer componente tenderá a aumentar, ya que los bancos centrales normalmente endurecerán la política monetaria para estabilizar la inflación. La prima a plazo también podría incrementarse si aumenta la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés y de la inflación.

Un aumento no esperado de la inflación también tendría un efecto adverso sobre la rentabilidad real para los tenedores de bonos corporativos. El impacto podría verse amplificado si esta perturbación se traduce en un incremento de la prima de riesgo corporativa, que podría generarse como consecuencia del posible deterioro en la capacidad de repago de las deudas de los emisores, vinculado, por ejemplo, a un aumento de su coste o a un descenso de los márgenes empresariales.

A diferencia de lo que ocurre con los bonos convencionales, en el caso de los bonos indicados a la inflación los flujos futuros (cupones y principal) son fijos en términos reales, lo que les proporciona una cobertura frente a sorpresas inflacionarias. Por tanto, la rentabilidad real *ex post* de estos activos para sus tenedores es menos sensible a los cambios no anticipados en el nivel general de precios. En todo caso, la rentabilidad real *ex post* de estos activos también podría reducirse si la inflación provoca un aumento de los tipos de interés reales *ex ante*, debido, por ejemplo, a que el banco central debe aplicar una política restrictiva para contener la inflación. Esta caída en la rentabilidad real *ex post* se produciría porque un incremento del rendimiento real implicaría un descenso en el precio del bono indicado (PBI), como se deduce de la ecuación [4]¹,

1 Para un mayor detalle sobre la valoración de bonos indicados a la inflación, véase Laatsch y Klein (2005).

donde r es el rendimiento real, CFR los cupones futuros en términos reales y PR el principal también en términos reales:

$$PBI_0 = \sum_{t=1}^T \frac{CFR_t}{(1+r)^t} + \frac{PR_T}{(1+r)^T} \quad [4]$$

En el caso de las acciones, de acuerdo con el modelo de descuento de dividendos, su precio es igual al valor actual descontado de los dividendos futuros:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad [5]$$

donde i es tasa de descuento que, en este caso, incorpora tanto el tipo de interés libre de riesgo como una prima de riesgo y D_t son los dividendos. Estos dividendos no son fijos en términos nominales, sino que evolucionan de acuerdo con la marcha de los beneficios empresariales. El impacto de la inflación sobre el valor real de los dividendos dependerá, por tanto, de cómo impacte esta perturbación sobre los beneficios reales de las empresas. Si se eleva el precio de todos los bienes y de los salarios, sin que se generen efectos reales adversos sobre la economía, cabría esperar que los beneficios y los dividendos apenas variaran en términos reales. Pero la sorpresa inflacionaria podría tener efectos negativos sobre los beneficios empresariales a través de diferentes canales. En primer lugar, si la inflación eleva los costes de producción y las empresas no pueden trasladar ese aumento a los precios de venta, se producirá una contracción de los márgenes empresariales y presumiblemente de los dividendos. En segundo lugar, si la inflación deteriora la renta disponible de los hogares, podría producirse una caída de la facturación de las empresas. Por último, si el banco central reacciona a la perturbación aumentando los tipos de interés, las empresas más endeudadas verán como se incrementan sus gastos financieros. Pero, además, el valor de las acciones se reducirá si aumenta la tasa de descuento como consecuencia de los mayores tipos de interés y/o del ascenso de la prima de riesgo.

En el caso de los inmuebles residenciales, su precio se puede expresar como el valor actual descontado de los alquileres, que tampoco son fijos en términos nominales y cuya evolución también depende de la marcha de la economía. Por tanto, el efecto de esta perturbación sobre el precio real de la vivienda dependerá de cómo se vea afectada la economía, y en particular la oferta y la demanda de vivienda en alquiler.

Con respecto a las materias primas, su relación con la inflación es directa, ya que en la mayor parte de los casos el incremento en su precio es una de las principales fuentes generadoras de inflación. Por lo tanto, las materias primas podrían ser, en principio, un activo útil para cubrirse frente a la inflación.

En cuanto al oro, la mayor parte de los análisis apuntan a que este metal no es útil como cobertura frente a la inflación. Así por ejemplo, Erb y Harvey (2013) concluyen que el oro podría ser útil como cobertura frente a la inflación en el muy largo plazo, pero no para los horizontes de inversión habituales.

Evidencia histórica de la rentabilidad de los activos en períodos inflacionarios

En un trabajo reciente, Neville *et al.* (2021) analizan cómo se comporta históricamente la rentabilidad real de distintos activos durante períodos inflacionarios. Concretamente, se analizan ocho períodos inflacionarios para Estados Unidos durante los años 1926-2020. Dichos períodos se definen como aquellos en los que la tasa de inflación se situó en valores iguales o superiores al 5%. En el cuadro 1 se resumen los principales resultados. En particular, se muestran las rentabilidades reales² durante los períodos inflacionarios y no inflacionarios, así como para todo el conjunto de la muestra, y se señalan en verde aquellos períodos y activos que han registrado rentabilidades reales positivas en períodos inflacionarios. Además, se añaden la variable «tasa de éxito», que representa el porcentaje de períodos inflacionarios con rentabilidades reales positivas, y el «estadístico-t», que analiza si la diferencia de las rentabilidades de los distintos activos en términos reales es significativamente distinta en los períodos inflacionarios y no inflacionarios. Se singulariza el período de la crisis del petróleo de los años setenta, ya que este presenta algunos rasgos similares al contexto inflacionario actual.

Los resultados muestran que los activos financieros convencionales, como la deuda soberana convencional y las acciones, han generado rentabilidades reales negativas en los períodos inflacionarios. Esto es coherente con el análisis de la sección anterior, que concluía que la inflación inesperada podía afectar negativamente a la rentabilidad real de este tipo de activos.

En el caso de las acciones, se realiza, además, un análisis por sectores. Concretamente, se muestran los resultados para aquellos que han tenido un mejor comportamiento durante los períodos inflacionarios, que son el de la energía y el de la salud³. En el sector de la energía se alcanzan incluso rentabilidades reales positivas durante estos períodos. En todo caso, en la crisis del petróleo de los años setenta, los índices bursátiles de ambos sectores también registraron rentabilidades reales muy negativas. Esto puede deberse a cuestiones operativas, como el incremento de los costes salariales, o a las estrategias de cobertura de las compañías, que habrían impedido una transmisión directa entre el incremento en el precio de las materias primas y los beneficios empresariales de las empresas energéticas.

En el caso de los bonos indicados a la inflación, los resultados muestran que estos activos pueden ser útiles como cobertura frente a la inflación, ya que presentan rentabilidades reales positivas durante los períodos inflacionarios, con una «tasa de éxito» del 60%. Durante la crisis del petróleo de los años setenta se alcanzó una rentabilidad real del 13%, lo que podría estar relacionado con una caída en el rendimiento real durante ese período.

2 En los casos de la renta fija y de la renta variable, la rentabilidad incluye cupones y dividendos, además de las ganancias de capital. En el caso de los inmuebles residenciales, únicamente se incluyen las ganancias de capital.

3 El sector de la salud podría verse menos afectado por la inflación debido a su capacidad para trasladar el incremento en los costes a los precios de sus productos a causa, entre otras razones, de la existencia de patentes. Véase: «War, Inflation Have Lighter Impact on Healthcare Stocks», Morningstar. <https://www.morningstar.com/articles/1087280/war-inflation-have-lighter-impact-on-healthcare-stocks>.

Cuadro 1

Comportamiento de la rentabilidad de diferentes activos en períodos inflacionarios (a)

%

Tipo de activo	Rentabilidades reales anualizadas por períodos				Tasa de éxito	Estadístico-t
	Crisis petróleo años setenta	Inflación	No inflación	Todos		
Acciones	-46	-7	10	7	25	-4,8 *
Energía	-19	1	8	6	50%	-1,4
Salud	-42	-1	11	9	38	-2,2 *
Bonos convencionales	-12	-5	4	2	25	-5,1 *
Bonos indicados a la inflación	13	2	3	3	60	-0,6
Materias primas	85	14	1	4	100	3,1 *
Energía	264	41	-1	3	100	1,7
Metales preciosos	29	11	-2	1	80	1,7
Industriales	38	19	4	7	80	1,7
Inmuebles residenciales	-7	-2	2	1	25	-5,1 *

FUENTE: Neville *et al.* (2021).

a Los períodos inflacionarios se definen como aquellos en los que la tasa de inflación se situó en valores iguales o superiores al 5 % para una muestra comprendida entre 1926 y 2020. La «tasa de éxito» se define como el porcentaje de períodos inflacionarios con rentabilidades reales positivas. El estadístico-t se calcula para un test que analiza si en los períodos inflacionarios se obtienen rentabilidades distintas que en los períodos no inflacionarios, incluyéndose un asterisco en el caso de que este estadístico sea significativo al 90 %. Las celdas en verde indican rentabilidades positivas en períodos inflacionarios y «tasa de éxito» mayor o igual al 50 %.

En cuanto a las materias primas, como también cabría esperar, han registrado rentabilidades reales positivas en los períodos inflacionarios, con rentabilidades y «tasas de éxito» más elevadas incluso que las alcanzadas por los bonos indicados a la inflación. Dentro de las materias primas, las mayores rentabilidades durante los períodos de inflación elevada se han obtenido en las de la energía⁴, las industriales⁵ y los metales preciosos⁶.

Por último, los inmuebles residenciales han presentado rentabilidades reales negativas en torno al 2 % durante los períodos inflacionarios. Por ello, no parece que los inmuebles residenciales puedan servir como cobertura frente a la inflación en comparación con las materias primas o los bonos indicados, aunque históricamente la rentabilidad real de estos activos ha tenido una evolución menos desfavorable que la de los bonos convencionales o los activos de renta variable.

En resumen, los resultados del cuadro 1 sugieren que serían los bonos indicados a la inflación y las materias primas los activos cuyas rentabilidades se comportarían de forma más favorable en episodios de inflación elevada⁷. En todo caso, hay que tener en cuenta que la inversión en

4 Incluye el petróleo tipo WTI, Brent y el gasóleo para calefacción.

5 Incluye el cobre.

6 Oro, plata y platino.

7 Artículos de coleccionista, como el arte, el vino y los sellos, también generan rentabilidades reales positivas en los períodos inflacionarios, pero no se considerarían viables para una estrategia de cobertura de un inversor institucional debido a sus bajos volúmenes de negociación. En el caso de los bonos indicados, su rentabilidad real no es estadísticamente diferente entre episodios inflacionarios y no inflacionarios, a diferencia de lo que ocurre con otros activos, como los bonos convencionales y las acciones, cuya rentabilidad real es más reducida en períodos inflacionarios.

materias primas lleva asociados unos costes de almacenaje, lo que redundaría en una menor rentabilidad neta de estos costes.

Evidencia sobre el episodio inflacionario actual

La rentabilidad real de diferentes activos

En los cuadros 2 y 3 se muestra la rentabilidad real⁸ de distintos activos durante la parte transcurrida del episodio inflacionario actual para Estados Unidos y la UEM, respectivamente. En línea con Neville *et al.* (2021), se identifican los períodos inflacionarios a partir del mes en el que se alcanza una tasa de inflación interanual igual o superior al 5 %. Para Estados Unidos este período se inicia en mayo de 2021 y para la UEM en diciembre de 2021. Cabe mencionar que el período actual de elevada inflación aún no ha concluido, de modo que los resultados deben analizarse con cautela si los comparamos con los de la sección anterior, ya que en ese caso se analizan hasta ocho episodios inflacionarios completos.

Ambos cuadros muestran que los bonos soberanos convencionales han sido una de las clases de activos que peores rentabilidades reales ha proporcionado durante el período reciente. Por su parte, las acciones también han generado rentabilidades reales muy negativas, en especial en la zona del euro⁹. El índice bursátil del sector de la salud ha generado rentabilidades reales menos negativas que el índice general en Estados Unidos, mientras que en la UEM su rentabilidad real ha sido incluso más negativa que la del índice general¹⁰.

Por su parte, tanto las materias primas energéticas como las cotizaciones bursátiles del sector de la energía han generado unas rentabilidades muy elevadas, algo que era esperado, ya que el presente período inflacionario está caracterizado por una fuerte alza en los precios energéticos. Este incremento es incluso más acusado en el caso europeo, lo que estaría relacionado con el aumento más elevado del precio de algunos productos energéticos, como el gas en los mercados europeos, y por la apreciación del dólar, que habría incrementado las rentabilidades en euros de las materias primas cuyos precios internacionales se negocian en dólares. Los bonos indicados a la inflación muestran rentabilidades negativas, aunque mucho menos que las de los bonos convencionales. Esta evolución podría explicarse tanto por el hecho de que los rendimientos reales¹¹ de estos activos partían de niveles negativos (especialmente, en la UEM) como por el incremento que ha mostrado esta variable durante el período reciente, que se ha traducido en una caída de sus precios.

8 Al igual que en la sección anterior, en la renta fija y en la renta variable la rentabilidad incluye cupones y dividendos, además de las ganancias de capital. En el caso de los inmuebles residenciales, únicamente se incluyen las ganancias de capital.

9 Esta peor evolución de la renta variable en la UEM podría explicarse, en parte, por el período de análisis, ya que en esta área el período comienza en diciembre de 2021, justo antes de las pronunciadas caídas que se han producido en los mercados bursátiles a nivel global durante 2022.

10 Esto podría estar relacionado con el mayor poder de mercado que disfrutaban las empresas de este sector en Estados Unidos en comparación con Europa.

11 El rendimiento real de un bono indicado es la rentabilidad real esperada para los inversores que adquieran estos títulos hasta el vencimiento.

Cuadro 2

Comportamiento de la rentabilidad de diferentes activos en el período inflacionario reciente: Estados Unidos

Índices	Tipo de activo	Rentabilidades reales anualizadas desde mayo de 2021 hasta septiembre de 2022 (%)
S&P 500 TR	Acciones	-15,46
S&P 500 Energy TR	Energía	28,49
S&P 500 Health Care TR	Salud	-5,75
Bloomberg US Government 7-10 Year	Bonos convencionales	-21,42
IBoxx Treasury Inflation-Linked Index (TRR)	Bonos indicados a la inflación	-13,96
S&P GS Commodity Index TR	Materias primas	17,16
S&P GS Commodity Energy Index TR	Energía	35,93
S&P GS Precious Metals Index TR	Metales preciosos	-21,11
S&P GS Copper Index TR	Industriales	-21,20
US House Prices - S&P Case-Shiller Index	Inmuebles residenciales (a)	8,63

FUENTE: Refinitiv Datastream.

a Las rentabilidades del segmento de inmuebles residenciales se calculan hasta julio de 2022.

Cuadro 3

Comportamiento de la rentabilidad de diferentes activos en el período inflacionario reciente: UEM

Índices	Tipo de activo	Rentabilidades reales anualizadas desde diciembre de 2021 hasta septiembre de 2022 (%)
EURO STOXX (TR)	Acciones	-23,49
EURO STOXX Energy TR	Energía	3,99
EURO STOXX Health Care TR	Salud	-28,70
Bloomberg Euro-Aggregate Government 7-10 Year	Bonos soberanos	-38,33
IBoxx Euro Inflation-Linked Index (TRR)	Bonos indicados a la inflación	-21,07
S&P GS Commodity Index Euro TR	Materias primas	48,08
S&P GS Commodity Energy Index Euro TR	Energía	80,37
S&P GS Precious Metals Index Euro TR	Metales preciosos	-11,42
S&P GSCI Industrial Metals Index Euro TR	Industriales	-2,75
Índice del precio de la vivienda UEM (Eurostat)	Inmuebles residenciales (a)	-3,06

FUENTE: Refinitiv Datastream.

a Las rentabilidades del segmento de inmuebles residenciales se calculan hasta junio de 2022.

Otros activos cuya rentabilidad ha mostrado un comportamiento peor de lo esperado han sido los metales preciosos y las materias primas industriales (cobre), que han registrado rentabilidades reales negativas. Uno de los factores que podría haber detrás de la evolución de la rentabilidad de los metales preciosos sería el incremento de los tipos de interés, lo que reduciría su demanda, ya que estos activos no generan intereses. En el caso de los metales industriales, su menor rentabilidad vendría justificada por una reducción de la demanda ante las dudas sobre el

crecimiento económico, e incluso la posibilidad de que se produzca una recesión económica en distintas áreas, así como por las restricciones en China vinculadas con la pandemia de COVID-19. Por último, los inmuebles residenciales en Estados Unidos han mostrado rentabilidades reales positivas durante el período reciente, mientras que en la UEM la rentabilidad real ha sido negativa, aunque más elevada que la del resto de los segmentos, salvo el de la energía.

En conclusión, los resultados del período inflacionario actual muestran que las materias primas energéticas han sido el activo que ha proporcionado unas mayores rentabilidades reales, algo que también sucedió durante la crisis del petróleo de los años setenta. Sin embargo, aunque los bonos indicados se han comportado mejor que los bonos convencionales y las acciones, sus rentabilidades reales han sido negativas, algo que no sucedió en pasados períodos inflacionarios.

Evidencia sobre flujos de inversión

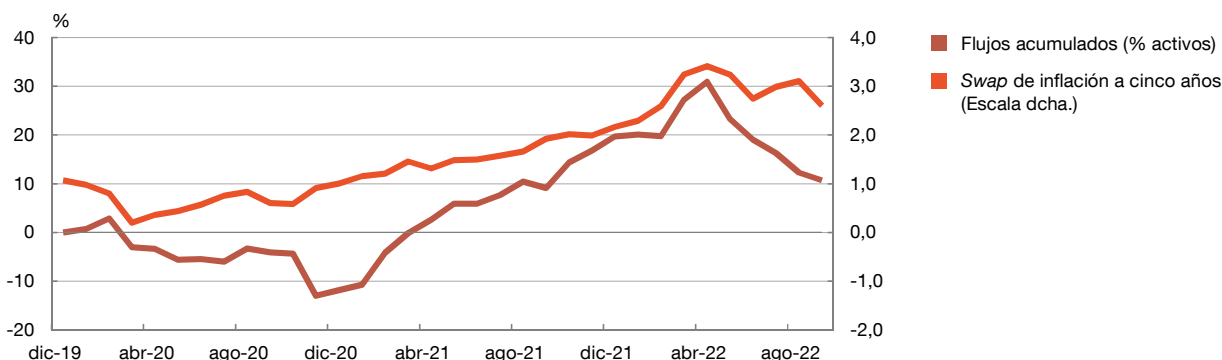
Por último, se analiza hasta qué punto el incremento en las tasas de inflación de las principales áreas desarrolladas que se viene observando desde 2021 —y que en 2022 ha hecho que se alcancen, en algunos países, los niveles más elevados desde los años ochenta—, ha provocado entre los inversores la búsqueda de activos que sirvan como cobertura frente a la inflación. Concretamente, se utiliza información acerca de flujos netos dirigidos hacia fondos de inversión con distintos perfiles de inversión.

En el gráfico 1 se presenta la evolución de los flujos netos acumulados dirigidos a fondos domiciliados en cualquier jurisdicción que invierten en bonos indicados denominados en euros y en dólares, junto con una medida de compensación por inflación basada en las cotizaciones de los *swaps* de inflación a cinco años. En el caso de los fondos que invierten en bonos indicados de la UEM (gráfico 1.a), se observa que los flujos comenzaron a experimentar una tendencia positiva a principios de 2021, evolución que se ha mantenido hasta abril de 2022. El comportamiento de los flujos acumulados ha sido semejante al de la compensación por inflación en la UEM, de modo que los inversores han ido incrementando sus tenencias de activos que ofrecen cobertura frente a la inflación conforme aumentaban las expectativas de inflación y la preocupación sobre los riesgos al alza. A partir de abril de 2022, la caída de la compensación por inflación coincide con salidas de capital en estos fondos.

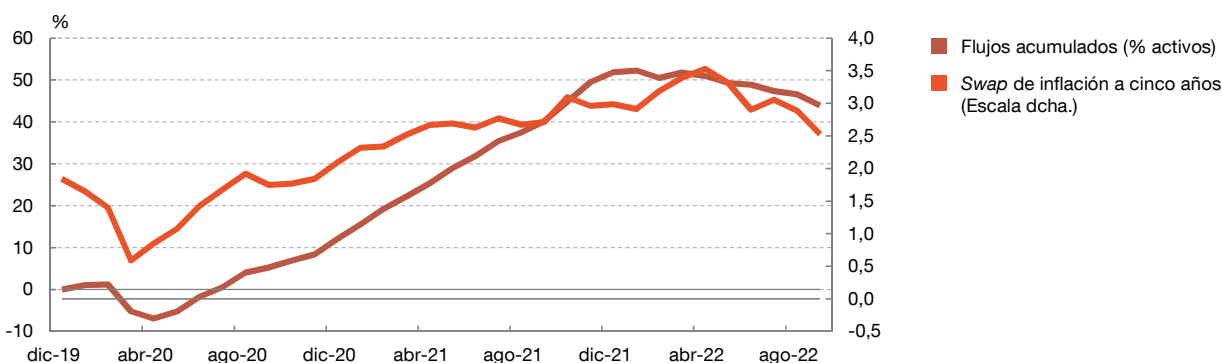
En el gráfico 1.b se observa que los inversores también han incrementado sus adquisiciones de fondos vinculados a los activos indicados denominados en dólares estadounidenses, y se aprecia también una elevada correlación entre los flujos acumulados y la compensación por inflación. Destaca la pronta recuperación de los flujos, que se produjo a partir de mayo de 2020. Esto podría estar vinculado a que la preocupación por la inflación en Estados Unidos ha estado adelantada en el tiempo con respecto a la UEM, lo que también tendría sentido a la vista de la diferente dinámica de la inflación y de sus expectativas en las dos áreas. Al igual que en la UEM, se observan flujos de salida a partir de abril de 2022, lo que estaría en línea con una menor compensación por inflación a largo plazo ante el endurecimiento de la política monetaria y las expectativas de un deterioro en la evolución de la actividad.

Los inversores han incrementado sus tenencias en fondos de inversión de bonos indicados

1.a UEM: Fondos de inversión de bonos indicados denominados en euros frente a swap de inflación



1.b Estados Unidos: Fondos de inversión de bonos indicados denominados en dólares frente a swap de inflación



FUENTE: Refinitiv Datastream.



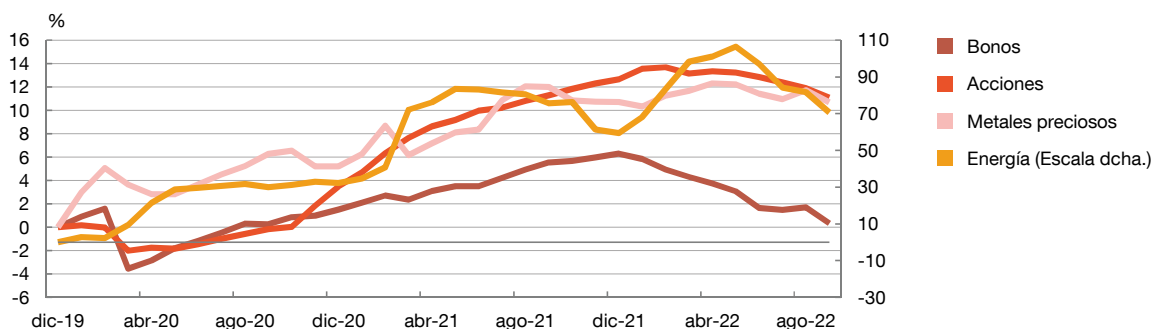
En el gráfico 2 se muestran los flujos acumulados destinados a fondos de inversión domiciliados en la UEM y en Estados Unidos con carteras especializadas en activos del sector energético¹², de metales preciosos, en acciones y en bonos convencionales. Se busca comprobar si los inversores han incrementado sus tenencias en otros fondos que potencialmente también pueden ser útiles como activos de cobertura frente a la inflación, y comparar estos movimientos con los flujos destinados a fondos que, en principio, estarían más expuestos al riesgo de inflación (acciones y bonos convencionales).

En el gráfico 2.a se muestran los flujos acumulados destinados a los fondos domiciliados en la zona del euro, observándose un cierto incremento en los flujos de entrada tanto en los especializados en energía como en metales preciosos desde principios de 2022, si bien, en ambos casos, esta

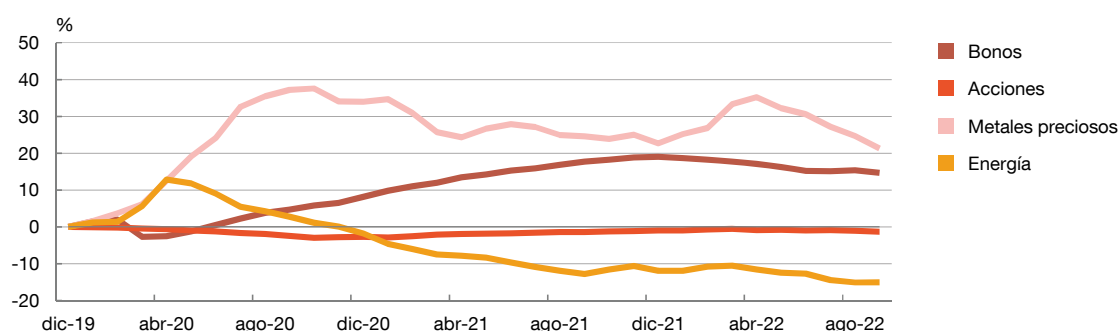
¹² Los fondos analizados incluyen aquellos que invierten directamente en este tipo de materias primas, así como aquellos que lo hacen en acciones de empresas de estos sectores.

Salidas de capital recientes en los fondos de inversión de renta fija y bursátiles

2.a Flujos acumulados de fondos de inversión domiciliados en la zona del euro



2.b Flujos acumulados de fondos de inversión domiciliados en Estados Unidos



FUENTE: Refinitiv Datastream.



tendencia se venía observando desde 2020, cuando no existía preocupación por los riesgos al alza de la inflación.

En el caso de los fondos especializados en invertir en bonos convencionales, se observan flujos de salida desde principios de 2022, lo que sería coherente con las expectativas de una retirada más rápida de los estímulos monetarios de los bancos centrales y con los riesgos inflacionarios, que reducen la rentabilidad real de estos activos. Los fondos que invierten en valores de renta variable también presentan flujos negativos durante los últimos meses, aunque por un importe mucho más moderado, en términos relativos al valor de la cartera. Ello sería coherente con un entorno menos favorable para la inversión en acciones, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria y de elevada incertidumbre sobre la evolución de la actividad debido a factores como la guerra en Ucrania, las restricciones por COVID-19 en China y las elevadas tasas de inflación.

El gráfico 2.b muestra esta misma información para los fondos domiciliados en Estados Unidos. El comportamiento en el período reciente de los fondos que invierten en bonos convencionales y en acciones es semejante al de los de la zona del euro, registrándose flujos de salida durante

2022, muy leves en el caso de los fondos de acciones. Por su parte, los fondos de inversión especializados en activos energéticos muestran una evolución descendente de los flujos netos desde mayo de 2020. Por otro lado, los fondos de metales preciosos muestran un incremento considerable de los flujos de entrada entre finales de 2021 y mayo de 2022, aunque es difícil determinar si el factor que hay detrás es la aversión al riesgo o la búsqueda de coberturas frente a la inflación. De hecho, se puede observar que este tipo de fondos recibieron flujos de entrada muy abundantes durante la crisis del COVID-19, en un claro movimiento de búsqueda de activos refugio, algo que también podría haber sucedido hasta mayo del presente año. En este sentido, los flujos de salida observados en los últimos meses podrían estar condicionados por una menor demanda de coberturas frente a la inflación, en línea con lo observado en los fondos de bonos indicados, o por la menor aversión al riesgo que se observó en los mercados financieros durante buena parte del período estival, especialmente en julio.

En resumen, la evidencia sobre los flujos netos de capitales en los fondos de inversión sugiere que los fondos de bonos indicados habrían sido utilizados como coberturas frente a la inflación, mientras que los fondos de bonos convencionales habrían experimentado salidas netas ante el endurecimiento de la política monetaria y los riesgos inflacionarios. No es evidente, sin embargo, que los flujos netos registrados por las otras clases de fondos hayan estado condicionados por el incremento en el nivel de precios.

BIBLIOGRAFÍA

Erb, Claude B., and Campbell R. Harvey. (2013). *The golden dilemma*. NBER Working Paper 18706.

Neville, Henry, Teun Draaisma, Ben Funnell, Campbell R. Harvey and Otto van Hemert. (2021). "The best strategies for inflationary times". *The Journal of Portfolio Management*, 47(8), pp. 8-37.

Laatsch, F. E., and D. P. Klein. (2005). "The nominal duration of TIPS bonds". *Review of Financial Economics*, 14(1), pp. 47-60.

Cómo citar este documento

Fuertes Mendoza, Alberto. (2023). "La efectividad de los distintos tipos de activos como cobertura frente a la inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 03. <https://doi.org/10.53479/24974>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023

ISSN 1579-8623 (edición electrónica)