

Commodities, incertidumbre

Y el error de confundir refugio con reflejo

ARTÍCULO ESPECIAL –
INTELIGENCIA FINANCIERA

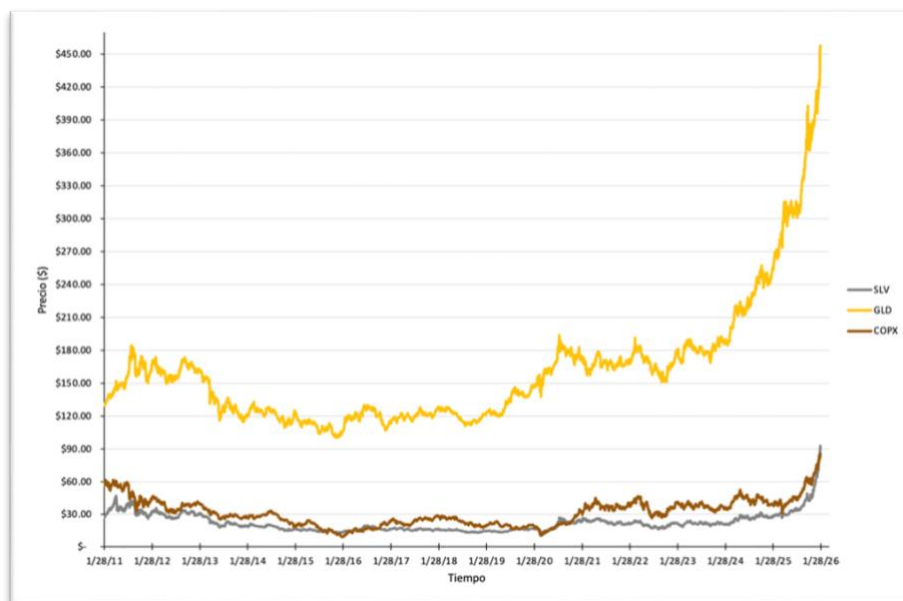
Elaborado por: Luciana Delgado, junto con el equipo de inversiones.

Commodities, incertidumbre

Y el error de confundir refugio con reflejo

El alza de incertidumbre en Estados Unidos, ¿tiene sentido hoy refugiar tu dinero en materias primas o es mejor esperar a que la escena se estabilice? El problema principal aquí es que esta reacción combina activos con diversas naturalezas de riesgo. Los datos y la narrativa muestran que no todos los episodios de incertidumbre crean protección real, y que en varios de los casos los *commodities* mayormente reflejan cambios en el dólar y en la política monetaria. Esta confusión proviene en tratar a las materias primas como un bloque homogéneo y asumir que reaccionan a la incertidumbre del mercado. El análisis muestra que el rol defensivo depende del tipo de shock, del tiempo que dure y de si afecta o no a las entidades del sistema financiero de Estados Unidos (FED, USDT, SEC, FDIC, OCC, y CFPB). Oro, plata y cobre reaccionan a *drivers* diferentes y mayormente no cumplen una función defensiva práctica.

Gráfico 1: Precios de los *commodities* a lo largo de los años



Elaboración Propia

En primer lugar, está el canal de credibilidad monetaria. El oro aumenta de precio cuando baja el poder adquisitivo esperado del USD o cuando el costo de oportunidad de mantener activos sin rendimiento se esfuma. Esto se ve al comparar el precio del oro con la evolución de las tasas reales, particularmente los TIPS a 10 años, vistos en la Figura 1. La data de tasas reales muestra que

los grandes ciclos *bullish* del oro concuerdan con periodos de rendimiento reales bajos y hasta negativos. Unos ejemplos son la crisis financiera de 2008-2011 y el estímulo monetario y/o fiscal posterior a 2020 (pandemia). Durante estos escenarios, el oro actúa como una protección frente a la pérdida de valor real del capital en vez de un refugio sentimental.

La literatura respalda esta idea, Baur y McDermott (2010) ilustra como el rol defensivo del oro aparece bajo condiciones puntuales, no como protección frente a caídas bursátiles. Cuando las tasas reales no se desploman, los movimientos del oro suelen manifestar expectativas sobre inflación futura, credibilidad de la FED y/o la estabilidad del USD, en vez de un *flight to safety*. En ese contexto, el *commodity* explica un cambio de la forma en que se determina el valor de la moneda local frente a divisas del exterior.

Figura 1: TIPS a 10 años

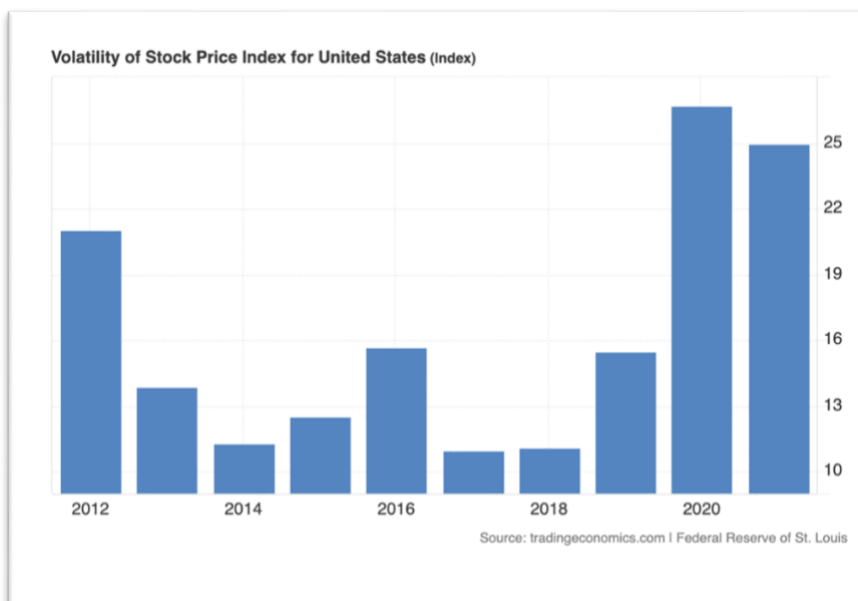


Gráfico 2: Precios de ARCX:GLD del 2020 al 2021

Elaboración Propia

En segundo lugar, está el riesgo financiero e institucional, ilustrado en los picos de volatilidad. Los gráficos del *CBOE Volatility Index* y de la volatilidad implícita del S&P 500 expone que no todos los incrementos de incertidumbre son iguales. Existen periodos de volatilidad alta pero contenida, en los que el mercado ajusta expectativas sin dudar la estabilidad del sistema financiero. A diferencias de episodios como 2020 muestran picos abruptos y excepcionales de volatilidad, ilustrando disrupciones sistemáticas donde si se cuestiona la capacidad de respuesta de la política fiscal/monetaria. Esta diferencia es importante para entender que solo en el segundo caso se activa el recurso al oro como mecanismo de refugio.

Aquí es donde el oro actúa como el conocido "*safe heaven*", pero solo bajo una definición estricta. Baur y McDermott hacen la distinción entre si el refugio es débil o fuerte, descubriendo que el oro solo funciona como refugio fuerte durante shocks breves y extremos, como el pico de la crisis financiera de 2008 o el colapso inicial de 2020. Incluso en casos tan potentes como esos, los efectos son temporales, el mercado siempre se estabiliza. La conclusión al segundo *driver* es que la incertidumbre que no es vista como una amenaza al sistema financiero, solo genera rotaciones tácticas en vez de activar refugios.

Figura 2: CBOE S&P 500 3-Month Volatility Index**Figura 3:** Volatilidad implícita del S&P 500

Finalmente, está el ciclo económico global, en donde el desliz de interpretación sale más caro. Los metales industriales (COPX) responden a las perspectivas acerca del crecimiento real, no a la incertidumbre financiera. El PMI manufacturero y de servicios, presentados en las Figuras 4 y 5, exponen que cuando el ciclo se ralentiza, el metal tiende a caer a la par con las acciones.

El cobre es uno de los ejemplos más citados como el “falso refugio”. Durante la desaceleración china de 2014-2015 y en fases de enfriamiento reciente, el cobre agrando las pérdidas en lugar de compensarlas. No obstante, muchos portafolios agregan exposición a *commodities* con

la suposición de que su portafolio se va a diversificar, cuando en la práctica lo que hace es duplicar su exposición al ciclo global.

Gráfico 3: Precios de ARCX: COPX



Elaboración Propia

Figura 4: PMI manufacturero de Estados Unidos:

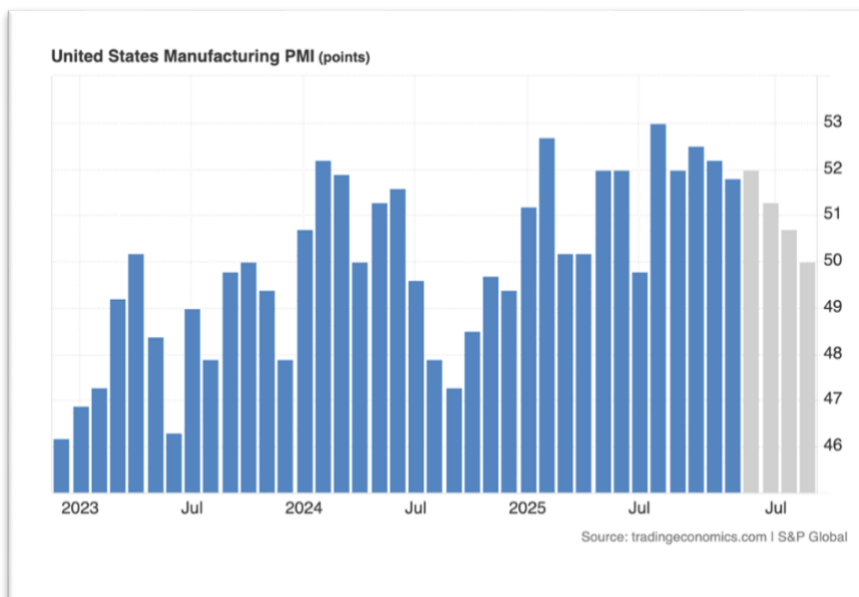
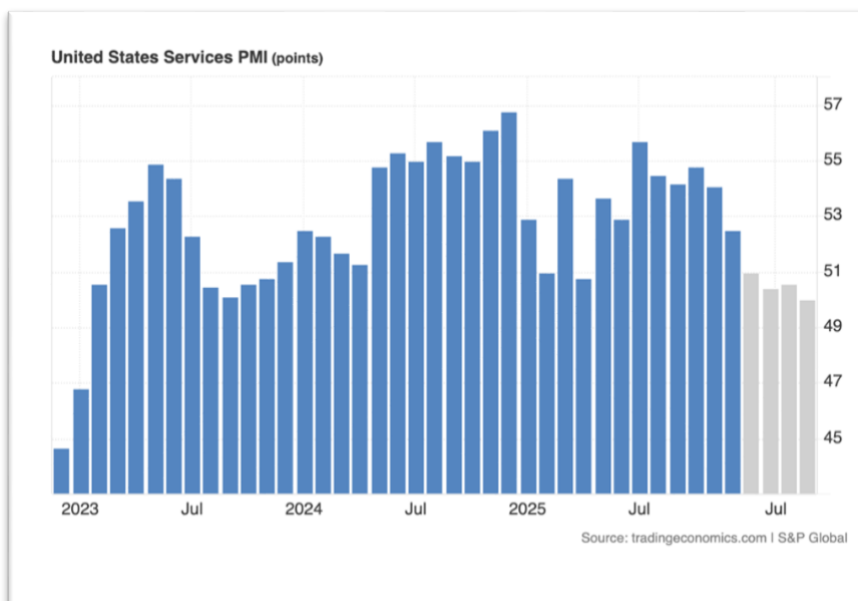


Figura 5: PMI de servicios de Estados Unidos:

Lo importante que hemos enfrentado con nuestros clientes de **patrimonios altos**, ha sido hacerles entender que el **oro** no es una inversión de pánico, sino una **decisión estratégica**, pensada a largo plazo no al **rally**. Los datos ilustran que solo bajo condiciones puntuales conviene aumentar exposición. En la mayoría de los casos, mantener o hasta reducir la exposición resulta más consistente con la coyuntura macroeconómica. La clave está en distinguir entre **episodios de incertidumbre** y **desgaste estructural** con **capacidad autentica de protección**. Cuando el **driver** no es sistemático y/o monetario, actuar es más costoso que permanecer neutral.

La Inteligencia Financiera consiste en entender que variable es relevante, cuando actuar y cuando no. Ese **enfoque** guía el acompañamiento patrimonial en S4, tu **2da capa** de protección y seguridad.

Referencias:

- Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1886–1898. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008>
- Baur, D. G. (2025). Is Gold an Inflation Hedge? SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5389663>
- Flanagan, D. (2024). *Copper Statistics and Information | U.S. Geological Survey*. [www.usgs.gov. https://www.usgs.gov/centers/national-minerals-information-center/copper-statistics-and-information](https://www.usgs.gov/centers/national-minerals-information-center/copper-statistics-and-information)
- Fernald, J. G., Hsu, E., & Spiegel, M. M. (2020). Is China fudging its GDP figures? Evidence from trading partner data. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102284. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102284>
- International Monetary Fund. (2015). *World economic outlook, October 2015: Adjusting to lower commodity prices*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513520735.081>
- Microsoft Corporation. (2025). *Microsoft Excel (STOCKHISTORY function) [Software]*. <https://www.microsoft.com/excel>
- Trading Economics. (2025a). *United States - CBOE S&P 500 3-Month Volatility - 2024 Data 2025 Forecast 2007 Historical*. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/cboe-s-p-500-3-month-volatility-index-fed-data.html>
- Trading Economics. (2025b). *United States 3-Year Consumer Inflation Expectations*. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-expectations-3y>
- Trading Economics. (2025c). *United States 10 Year TIPS Yield - 2023 Data - 1997-2022 Historical - 2024 Forecast*. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/10-year-tips-yield>
- Trading Economics. (2025d). *United States Government Bond 10Y*. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>
- Trading Economics. (2025e). *United States Inflation Rate*. Trading Economics Website. <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>
- Trading Economics. (2025f). *United States ISM Non Manufacturing PMI | 2021 Data | 2022 Forecast*. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/non-manufacturing-pmi>

Trading Economics. (2025g). *United States ISM Purchasing Managers Index (PMI) | 1948-2020 Data*.

Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/business-confidence>

Trading Economics. (2025h). *United States Services PMI | 2013-2021 Data | 2022-2023 Forecast |*

Calendar. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/services-pmi>



Trading Economics. (2025i). *US Manufacturing PMI Revised Lower: Markit*. Tradingeconomics.com;

TRADING ECONOMICS. <https://tradingeconomics.com/united-states/manufacturing-pmi>

Trading Economics. (2025j). *Volatility of Stock Price for United States - 2026 Data 2027 Forecast 1960-*

2021 Historical. Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/united-states/volatility-of-stock-price-index-for-united-states-fed-data.html>



-  contacto@s4consultoria.pe
-  Av. del Pinar 106, Santiago de Surco 15038
-  +51 1 395 8013

Síguenos en nuestras Redes!



@s4consultoria