



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**Las clases de activos y su rol en la
construcción de carteras: fundamentos,
diversificación y regímenes
macroeconómicos**

Autor: Jaime Cabezas Santos
Director: Ignacio Cervera Conte

MADRID | Marzo, 2026

RESUMEN	4
PALABRAS CLAVE	4
ABSTRACT	5
KEYWORDS	5
1. INTRODUCCIÓN	6
1.1 Contexto y relevancia del asset management	6
1.2 Importancia de las clases de activos	7
1.3 Metodología	8
2. MARCO TEÓRICO	10
2.1 Riesgo, rentabilidad y diversificación	10
2.1.1 Riesgo y rentabilidad esperada	10
2.1.2 Diversificación	11
2.1.3 Implicaciones prácticas	11
2.2 Teoría Moderna de Carteras	12
2.2.1 Modelo media-varianza y frontera eficiente	12
2.2.2 Activo libre de riesgo y Línea del Mercado de Capitales	13
2.2.3 Capital Asset Pricing Model (CAPM) y riesgo sistemático	14
2.2.4 Críticas y limitaciones	15
3. PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS	17
3.1 Renta variable	17
3.2 Renta fija	18
3.3 Liquidez	18
3.4 Activos alternativos	19
3.4.1 Inmobiliario	19
3.4.2 Private equity	20
3.4.3 Hedge funds	20
3.4.4 Materias primas	21
3.4.5 Rol estructural en la cartera	21
4. ROL EN LA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS	22
4.1 La diversificación como rol estructural	22
4.1.1 Evidencia empírica: matriz de correlaciones entre clases de activos	23
4.1.2 Dinámica de la diversificación: límites del modelo 60/40	25
4.1.3 Síntesis estratégica	26
4.2 Regímenes Macroeconómicos	27
4.2.1 Expansión (alto crecimiento y baja inflación)	27
4.2.2 Recesión (bajo crecimiento y baja inflación)	28
4.2.3 Shock inflacionario (alto crecimiento y alta inflación)	29
4.2.4 Estancflación (bajo crecimiento y alta inflación)	29
4.2.5 Tabla resumen de comportamiento relativo de las clases de activos	30
4.3 ¿Qué significa realmente el “rol” de una clase de activo en una cartera?	31
4.3.1 Rol de crecimiento	32
4.3.2 Rol de estabilización	32
4.3.3 Rol defensivo	33

4.3.4 Rol de protección frente a inflación	34
4.3.5 Rol de opcionalidad.....	35
5. LIMITACIONES DEL TRABAJO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....	36
6. CONCLUSIONES.....	38
DECLARACIÓN SOBRE EL USO DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL	39
BIBLIOGRAFÍA	40

RESUMEN

Este trabajo pretende analizar el rol que desempeñan las diferentes clases de activos dentro de la cartera y su importancia en la construcción carteras diversificadas. El objetivo final no es estudiar cada activo de forma aislada, aunque suponga un paso para llegar al objetivo final, sino entender que función cumple cada activo dentro de la cartera y cómo esa función cambia según el entorno macroeconómico. Para ello, se parte de la relación entre riesgo, rentabilidad y diversificación, se revisan las principales clases de activos y se estudia su comportamiento en distintos regímenes de crecimiento e inflación. El trabajo demuestra que no existe ningún activo superior a los demás en todos los escenarios y que la robustez de la cartera depende principalmente de dos cuestiones; primero, de combinar activos con roles y fuentes de riesgo diferentes, y segundo, de no depender ni suponer un solo contexto económico, sino estar preparado para lo inesperado.

PALABRAS CLAVE

Clases de activos, construcción de carteras, diversificación, riesgo, rentabilidad esperada, riesgo esperado, Teoría Moderna de Carteras, frontera eficiente, correlación, renta variable, renta fija, liquidez, activos alternativos, *private equity*, inmobiliario, materias primas, regímenes macroeconómicos, inflación, asignación estratégica, cartera 60/40.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the role played by different asset classes within a portfolio and their importance in the construction of diversified portfolios. The final objective is not to study each asset in isolation, although that is a step toward the broader goal, but rather to understand what function each asset performs within the portfolio as a whole and how that function changes depending on the macroeconomic environment. To do so, the paper starts from the relationship between risk, return, and diversification, reviews the main asset classes, and studies their behavior across different growth and inflation regimes. The paper shows that no asset is superior to the others in all scenarios and that the robustness of a portfolio depends mainly on two factors: first, combining assets with different roles and sources of risk, and second, not relying on or assuming a single economic context, but instead being prepared for the unexpected.

KEYWORDS

Asset classes, portfolio construction, diversification, risk, expected return, Modern Portfolio Theory, efficient frontier, correlation, equities, fixed income, liquidity, alternative assets, private equity, real estate, commodities, macroeconomic regimes, inflation, strategic asset allocation, 60/40 portfolio.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Contexto y relevancia del asset management

El *asset management*, constituye uno de los pilares fundamentales del sistema financiero contemporáneo. Institute of Asset Management (s. f.) define la gestión de activos como una herramienta para equilibrar costos, riesgos y oportunidades para maximizar el valor y cumplir los objetivos organizativos. Permite analizar la necesidad, desempeño y ciclo de vida completo de los activos, desde su adquisición hasta su enajenación, optimizando decisiones para minimizar costos totales y garantizar continuidad y control del riesgo. Más allá de una mera actividad de selección de valores, la gestión de activos implica decisiones estratégicas de asignación entre clases de activos, control de riesgos, diversificación y adaptación continua a cambios macroeconómicos y financieros.

En términos de magnitud, el sector de asset management ha experimentado un crecimiento estructural sostenido en las últimas décadas, consolidándose como uno de los pilares del sistema financiero global. Según Global Market Insights (s. f.), “The global asset management market size was valued at USD 469 billion in 2024 and is projected to grow at a CAGR of 29.9% between 2025 and 2034”, lo que refleja no solo el tamaño actual del mercado, sino también su fuerte dinamismo y potencial de expansión. Este crecimiento está impulsado por la acumulación de ahorro institucional, el desarrollo de los mercados de capitales y la creciente participación de inversores minoristas.

Dentro de esta industria destacan grandes gestoras institucionales con presencia global como BlackRock, Vanguard, Goldman Sachs Asset Management y J.P. Morgan Asset Management, cuyas decisiones de inversión impactan en prácticamente todos los mercados financieros desarrollados y emergentes. Estas entidades no solo gestionan capital, sino que también ejercen influencia en prácticas de gobierno corporativo, criterios ESG y estructuras de mercado. El crecimiento de estas plataformas refleja una tendencia hacia la institucionalización del ahorro y la profesionalización de la inversión.

Uno de los debates más relevantes en la evolución reciente del sector ha sido la contraposición entre gestión activa y gestión pasiva. Según Morgan Stanley Investment Management (s. f.), en renta variable, numerosos estudios han cuestionado la capacidad de los gestores activos para generar alfa neta de comisiones de forma consistente, lo que ha impulsado el crecimiento de estrategias pasivas basadas en la replicación de índices a bajo coste. En este ámbito, la duda sobre si compensa asumir mayores comisiones por gestión activa sigue siendo objeto de discusión académica y profesional. Sin embargo, esta cuestión no se plantea con la misma intensidad en renta fija, las ineficiencias estructurales y la fragmentación del mercado de renta fija generan oportunidades más persistentes para la gestión activa.

Esta transformación responde tanto a argumentos de eficiencia como a cambios en el comportamiento del inversor. La mayor disponibilidad de información, la digitalización

y la reducción de comisiones han incrementado la sofisticación del inversor minorista. Además, el entorno prolongado de tipos de interés bajos tras la crisis financiera global incentivó la búsqueda de rentabilidad en activos de mayor riesgo y favoreció el desarrollo de productos multi-activo y estrategias alternativas (Ilmanen, 2011).

Paralelamente, se ha ampliado el acceso a activos alternativos como el private equity o el crédito privado, aumentando la complejidad en la construcción de carteras. En conjunto, el asset management se consolida como un mecanismo central de asignación de capital en la economía global.

1.2 Importancia de las clases de activos

Comprender la importancia de las clases de activos resulta esencial para analizar la gestión de carteras. Surge así la pregunta central: ¿por qué no basta con seleccionar “buenos activos” individualmente? La evidencia empírica indica que la política de inversión, entendida como la asignación estratégica entre clases de activos, explica la mayor parte de la variación del rendimiento entre carteras. En su estudio sobre planes de pensiones estadounidenses, Brinson, Hood y Beebower (1995) muestran que más del 90% de la variabilidad del rendimiento total puede atribuirse a la asignación de activos, mientras que el impacto del *market timing* y la selección individual es menor.

La asignación de activos (*asset allocation*) consiste en distribuir el capital entre grandes categorías como renta variable, renta fija, liquidez o activos alternativos, en función del perfil de riesgo y los objetivos del inversor. Esta decisión determina la exposición estructural de la cartera a distintos factores macroeconómicos y primas de riesgo. En contraste, la *security selection* se refiere a la elección específica de valores dentro de cada clase de activo, mientras que el *market timing* implica ajustar tácticamente la exposición en función de expectativas sobre la evolución futura de los mercados. Si bien estas últimas pueden influir en el rendimiento en el corto plazo, su impacto tiende a ser menos determinante que la asignación estratégica en horizontes temporales amplios (Ibbotson & Kaplan, 2000).

Desde una perspectiva teórica, la Teoría Moderna de Carteras establece que el rendimiento esperado y el riesgo de una cartera dependen no solo de las características individuales de los activos, sino también de sus correlaciones (Markowitz, 1952). Por tanto, la combinación adecuada de clases de activos permite optimizar la relación rentabilidad-riesgo mediante la diversificación. En este sentido, la asignación de activos se convierte en el principal mecanismo a través del cual el inversor define su perfil de exposición sistemática al mercado.

El objetivo de este trabajo es analizar el papel estructural que desempeñan las distintas clases de activos en la construcción de carteras diversificadas, evaluando cómo su combinación condiciona la rentabilidad, el riesgo y la resiliencia ante distintos entornos macroeconómicos. De este modo, se pretende ofrecer un marco explicativo que permita

comprender la lógica subyacente a la asignación estratégica de activos en la gestión moderna de inversiones.

1.3 Metodología

Este trabajo combina una revisión teórica de la literatura con un análisis aplicado de la construcción de carteras desde la perspectiva de las clases de activos. El objetivo metodológico es estudiar qué papel pueden desempeñar distintas clases de activos dentro de una cartera diversificada y cómo ese papel puede cambiar según el entorno macroeconómico.

En primer lugar, se realiza una revisión de literatura académica y profesional sobre riesgo, rentabilidad, diversificación, Teoría Moderna de Carteras y asignación estratégica de activos. Esta parte sirve como base conceptual del trabajo y permite justificar por qué una clase de activo no debe analizarse individualmente, sino también por la función que puede cumplir dentro del conjunto de la cartera.

En segundo lugar, el trabajo incorpora un análisis descriptivo de correlaciones entre clases de activos cotizadas. Para ello se utilizan ETFs que se encuentran en la bolsa Estadounidense como aproximación de las clases de activos. Los ETFs son renta variable global (ACWI), bonos investment grade (AGG), bonos high yield (HYG), real estate cotizado (VNQ), materias primas (DBC) y oro (GLD). La matriz de correlaciones presentada en el trabajo se construye a partir de rentabilidades anuales del período 2009–2024 obtenidas a través de Portfolio Visualizer (2026). Se ha elegido estos instrumentos ya que hace posible su comparación desde un punto de vista práctico ya que disponen de series públicas comparables, lo que permite observar el comportamiento conjunto de distintos activos de una forma consistente.

Este análisis no incluye *private equity* ni *hedge funds* en la matriz de correlaciones. Aunque ambos son relevantes desde el punto de vista de la asignación estratégica, su naturaleza menos líquida y la dificultad de encontrar comparables públicos con información sobre sus rendimientos hacen menos adecuada su inclusión en un análisis de este tipo. Por ello, en esos casos el trabajo se apoya principalmente en la literatura.

En tercer lugar, el trabajo desarrolla un análisis cualitativo separado en cuatro regímenes macroeconómicos. Se estudia cómo tienden a comportarse las principales clases de activos en cuatro entornos comprendidos con las diferentes combinaciones entre crecimiento e inflación; expansión, recesión, shock inflacionario y estanflación. Este análisis se apoya en la literatura revisada y en evidencia histórica reciente, con especial atención a cambios en la relación entre renta variable y renta fija y a los límites de la diversificación tradicional en contextos como la crisis del 2008, COVID y el entorno de 2022.

Por tanto, la metodología del trabajo se basa en la combinación de tres elementos, primero revisión teórica, segundo, un análisis empírico descriptivo de datos observables de mercado y, tercero, análisis comparativo de las clases de activos bajo distintos entornos macroeconómicos. Este enfoque no pretende ofrecer una regla de asignación-rendimiento, sino un marco razonado para entender por qué distintas clases de activos pueden aportar crecimiento, estabilización, protección o defensa dentro de una cartera.

2. MARCO TEÓRICO

El objetivo de este marco teórico es presentar los conceptos necesarios para el objetivo de este trabajo sin entrar de forma exhaustiva toda la teoría financiera. Mas concretamente, se comenta sobre la relación entre rentabilidad y riesgo esperado, la diversificación y los principales elementos de la Teoría Moderna de Carteras porque permiten entender por qué las clases de activos no deben analizarse solo por sus características individuales, sino también por la función que pueden desempeñar dentro de una cartera diversificada. Esta base servirá después para estudiar tanto las principales clases de activos como su papel en la construcción de carteras bajo distintos entornos macroeconómicos.

2.1 Riesgo, rentabilidad y diversificación

2.1.1 Riesgo y rentabilidad esperada

En este trabajo, analizar el concepto de riesgo y rentabilidad por separado no es tan útil, lo que es más importante es entender cómo funcionan juntos y analizarlos dentro de una cartera. La rentabilidad esperada se puede entender como el rendimiento que el inversor espera recibir en el futuro de un activo o combinación de ellos. Por otro lado, el riesgo esperado se puede entender como la variabilidad que presentaran esos rendimientos frente al rendimiento esperado (Markowitz, 1952). Estos conceptos están muy ligados y tiene sentido ya que un inversor solo debería de asumir más riesgo si las expectativas de la rentabilidad esperada son mayores.

Para este trabajo hay que ir más allá de esta idea general. Estos términos cobran relevancia si analizamos que aportan los diferentes activos de la cartera al riesgo y rentabilidad conjunto de toda la cartera, no es importante la rentabilidad o riesgo esperado de cada activo individualmente. Esta es la cuestión clave ya que dos activos pueden tener un riesgo conjunto bajo aun teniendo ambos un riesgo individual elevado si reaccionan de diferente manera ante el mismo entorno económico.

En mi opinión también conviene distinguir la diferencia entre riesgo sistemático y riesgo idiosincrático. El riesgo sistemático se refiere al riesgo que no se puede eliminar mediante la diversificación y que a su vez afecta de forma general al mercado, por ejemplo, la crisis del 2008 o el COVID19. Por otro lado, el riesgo idiosincrático se refiere al riesgo específico que tiene un activo o clase de activo en específico, a diferencia del riesgo sistemático este sí que se puede eliminar combinando activos con comportamientos diferentes (Sharpe, 1964). Esta distinción es clave ya que permite entender los fundamentos de la construcción de carteras, muestra que no hay que simplemente buscar activos atractivos individualmente, si no seleccionar combinaciones de forma que se pueda reducir el riesgo idiosincrático y la exposición de la cartera responda mejor a los objetivos del inversor.

Por lo tanto, la definición teórica de estos conceptos no es de gran importancia en este trabajo, si no que sirven como base para uno de los argumentos centrales del trabajo; una clase de activo ha de valorarse por el papel que puede desempeñar en la cartera más que por su rentabilidad o riesgo esperado.

2.1.2 Diversificación

La diversificación es uno de los conceptos más relevantes tanto en la teoría de carteras como en este trabajo. Como se ha explicado ya brevemente, no se reduce el riesgo de una cartera solo por tener un número mayor de activos, si no por combinar activos con fuentes de riesgo distintas que respondan de manera diferente ante el mismo entorno. Dicho de otra forma, el beneficio de diversificar se encuentra en la relación entre las posiciones más que en el número de ellas

Para entender este concepto, es clave entender el concepto de correlación. La correlación es una medida estandarizada y dinámica, que permite medir el grado en el que dos activos tienden a moverse conjuntamente. Es por esto que, si dos activos no están perfectamente correlacionados, una cartera combinándolos daría lugar a una cartera con una volatilidad menor a la que tendría cada uno por separado o incluso a la media ponderada de los riesgos individuales de cada uno (Markowitz, 1952). La correlación es extremadamente importante ya que cambia la forma de entender el riesgo y nos permite confirmar lo que se ha comentado previamente. Carece sentido el analizar cada activo de forma individual ya que un activo puede ser muy volátil, pero aportar estabilidad a la cartera si se comporta de manera diferente frente a los mismos entornos.

Como se va a analizar más adelante esta lógica esa directamente relacionada con la frontera eficiente, es decir, con el conjunto de carteras que ofrecen la mayor rentabilidad esperada para cada nivel de riesgo, o el menor riesgo para un nivel dado de rentabilidad (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Este concepto permite afirmar que la diversificación supone uno de los pilares fundamentales de la asignación estratégica o *asset allocation* y no solo reduce el riesgo.

2.1.3 Implicaciones prácticas

La implicación práctica principal es que la construcción de carteras ha de ir más allá, cuando se analizan riesgo y rentabilidad, de únicamente seleccionar activos individualmente. Si se entiende de esta forma la diversificación se convierte en una herramienta practica de gestión y deja de ser una idea teórica. Si se combinan activos con comportamientos distintos podemos reducir el riesgo total de la cartera además hacer que esta dependa menos del entorno macroeconómico y financiero

En mi opinión también es importante mencionar que la diversificación reduce, pero no elimina rodo el riesgo. Como se ha explicado previamente el riesgo sistemático no se elimina con esta herramienta. Esto significa que, aunque una cartera este perfectamente

diversificada no significa que esté libre de pérdidas, si no que esta mejor preparada para resistir diferentes acontecimientos y para no depender excesivamente del comportamiento de un solo activo o de una sola fuente de riesgo.

2.2 Teoría Moderna de Carteras

2.2.1 Modelo media-varianza y frontera eficiente

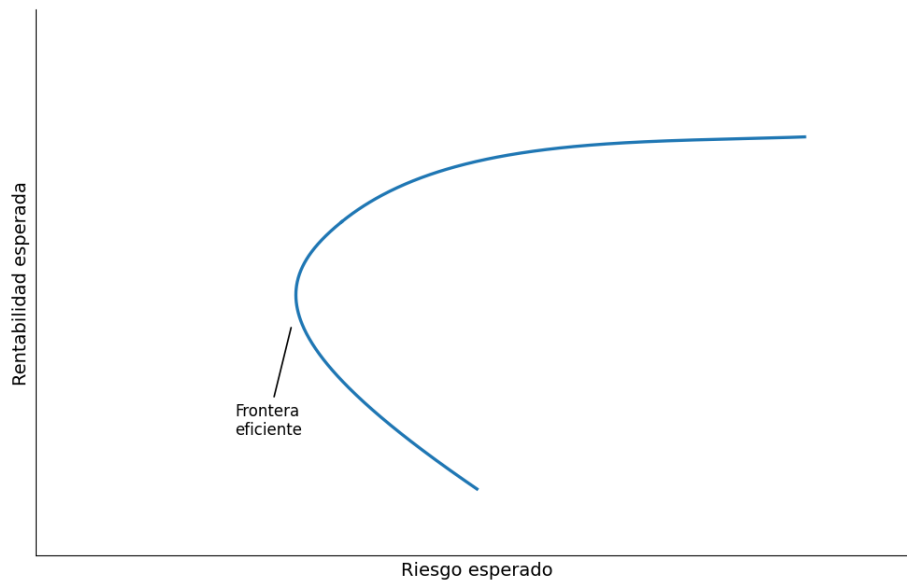
El modelo media-varianza desarrollado por Markowitz (1952) es especialmente relevante en este trabajo, no solo su formulación matemática si no el cambio de enfoque que introduce. Markowitz (1952) lleva la intención desde el activo individual hacia la cartera conjuntamente, lo que es especialmente relevante ya que una de las ideas y temas principales del trabajo es que un activo no se debería de valorar de forma aislado si no por lo que aporta a la cartera.

En cuanto al modelo, se fundamenta en una idea lógica y muy sencilla, un inversor que tenga el riesgo en consideración no busca únicamente obtener la mayor rentabilidad con su cartera, si no la cartera con la mejor combinación entre riesgo asumido y rentabilidad esperada. Es por esto por lo que la elección de la cartera pasa a ser un problema de optimización en el que se busca obtener la mayor rentabilidad esperada para un nivel dado de riesgo o viceversa (Markowitz, 1952). La aportación decisiva se encuentra en que el riesgo agregado de la cartera no depende del riesgo individual de cada componente, si no de las relaciones entre ellos – sus covarianzas y correlaciones.

A partir de la lógica de este modelo surge la frontera eficiente, algo muy relevante cuando hablamos del *asset allocation*. Esta frontera representa el conjunto de carteras que se pueden construir y muestra que carteras ofrecen la máxima rentabilidad esperada para cada nivel de riesgo esperada y viceversa (Bodie et al, 2014). Representada en la Figura 1, hay dos ideas importantes en esta frontera en función de la ubicación la de cartera respecto a ella; primero, no existen carteras por encima de la frontera eficiente ya que implicaría una combinación de rentabilidad y riesgo esperado inalcanzable con los activos disponibles. Segundo, las carteras situadas por debajo de la frontera se consideran ineficientes, porque existe al menos otra combinación de activos que permite obtener una mayor rentabilidad para el mismo nivel de riesgo o viceversa.

En mi opinión la frontera eficiente es muy importante y útil en este trabajo ya que refuerza la lógica de la diversificación. Muestra que la eficiencia se basa en elegir correctamente los activos de la cartera más que elegir activos atractivos y sirve como una muy buena base para analizar más adelante por qué distintas clases de activos pueden cumplir roles diferentes dentro de una cartera diversificada.

Figura 1: Frontera eficiente



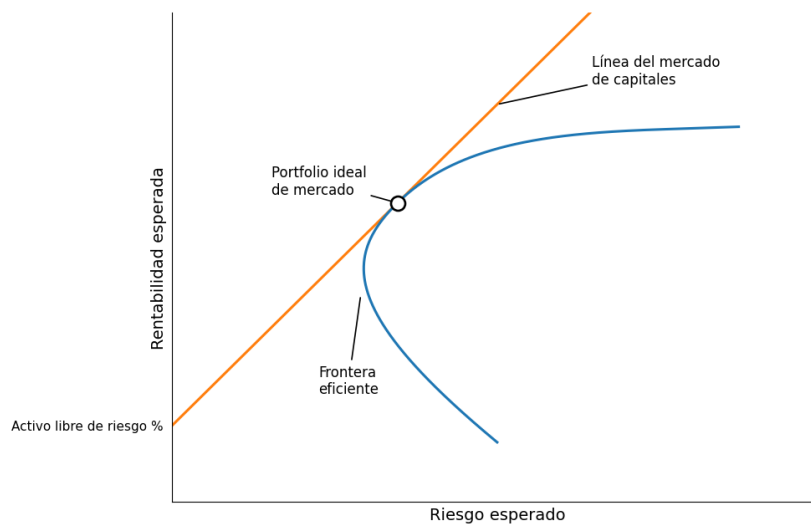
Fuente: Elaboración propia.

2.2.2 Activo libre de riesgo y Línea del Mercado de Capitales

Si asumimos que existe un activo libre de riesgo - aunque este concepto sea ampliamente criticado por la literatura - como, por ejemplo, los bonos soberanos IG, se amplía la lógica del modelo de Markowitz (1952). Si a la hora de construir la cartera el inversor tiene la opción de combinar la cartera con este activo libre de riesgo, ya no es necesario que combine únicamente activos arriesgados, sino que también entre diferentes combinaciones de estabilidad y crecimiento. Esta posibilidad de combinaciones da lugar a la Línea del Mercado de Capitales (Sharpe, 1964), la cual es muy parecida a la frontera eficiente, pero incluyendo este activo libre de riesgo.

En cuanto a la relevancia a este trabajo, no es tan importante su representación gráfica, mostrada en la figura 2, como su utilidad conceptual. Al introducir el activo libre de riesgo se puede ver como el único objetivo de la construcción de carteras no consiste en obtener las rentabilidades más altas, si no también en ajustar la cartera al nivel de riesgo que el inversor está dispuesto a asumir. Esto se conecta directamente con el objetivo y finalidad del trabajo, ya que ayuda a entender como diferentes tipos de activos cumplen roles enfocados a diferentes objetivos dentro de la cartera, algunos estando más orientados al crecimiento mientras que otros se enfocan más en estabilizar la cartera.

Figura 2: Frontera eficiente y Línea del Mercado de Capitales (CML).



Fuente: Elaboración propia.

2.2.3 Capital Asset Pricing Model (CAPM) y riesgo sistemático

Gracias a esta misma lógica Sharpe (1964) desarrolló el modelo de CAPM. Este modelo muestra que la rentabilidad esperada de un activo depende de su grado de exposición al riesgo sistemático, que como se ha explicado previamente, es el riesgo que no se puede eliminar mediante la diversificación. Esto demuestra que no todo el riesgo asumido por el inversor genera una prima ya que el inversor no debería esperar una rentabilidad extra por riesgos que podría haber eliminado fácilmente diversificando.

En este trabajo no se pretende usar el CAPM como una herramienta de valoración, si no para demostrar una idea fundamental latente durante todas sus partes: asumir un riesgo más elevado en la cartera solo tiene sentido si se espera un beneficio en el rendimiento de la cartera. Es por esto por lo que la ecuación del modelo, representada en la ecuación 1, no es tan relevante, el concepto del modelo es más importante ya que ayuda a distinguir entre los riesgos que se puede diversificar y los que condicionan de verdad a la rentabilidad esperada. Esta diferencia es clave ya que sirve como marco para el análisis posterior de las clases de activos y de los diferentes roles que pueden desempeñar dentro de una cartera

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f) \quad (1)$$

Fuente: Adaptado de Sharpe (1964).

Donde:

- $E(R_i)$: rentabilidad esperada del activo i
- R_f : tipo de interés libre de riesgo
- β_i : sensibilidad del activo al mercado (riesgo sistemático)
- $E(R_m)$: rentabilidad esperada del mercado
- $(E(R_m) - R_f)$: prima de riesgo de mercado

2.2.4 Críticas y limitaciones

Aunque la influencia de la Teoría Moderna de Carteras es enorme, sigue teniendo unas limitaciones muy grandes si se quiere llevar a la práctica las cuales son señaladas de forma recurrente en la literatura. La primera limitación es que asume supuestos muy exigentes y prácticamente imposibles de cumplir como mercados plenamente eficientes, cero costes de transacción, posibilidad de prestar y endeudarse al tipo libre de riesgo, etc. (Sharpe, 1964). Asumiendo todas estas condiciones se permite crear un modelo muy claro teóricamente, pero este se aleja considerablemente de lo que pasa en la práctica.

Otra de las limitaciones es que la teoría tiende a resumir el riesgo a través de la media y varianza de los rendimientos. Esto no es del todo preciso en la práctica ya que los mercados financieros no siempre se conforman de esta forma tan “ordenada”. Las rentabilidades pueden ser asimétricas con colas más gruesas de lo que deberían por acontecimientos extremos que no se tienen en cuenta solo con la volatilidad (Mandelbrot, 1963; Taleb, 2007). Esto implica que teóricamente una cartera puede parecer eficiente en condiciones normales, pero, en momentos de tensión, puede no serlo.

Otra de las limitaciones más importantes y que es especialmente relevante para este trabajo es que las correlaciones entre activos no son estáticas. Esto se explicará más detalladamente más adelante, pero es especialmente relevante en el trabajo ya que tradicionalmente, la diversificación se basaba en este concepto. No se tenía en consideración que, en momentos de tensión y cambios macroeconómicos, las relaciones podían verse alteradas reduciendo así los beneficios de la diversificación planeados (Campbell, Pflueger, & Viceira, 2020). En mi opinión, esto es un punto clave ya que ayuda a entender por qué una cartera no ha de asumir estas relaciones históricas vayan a mantenerse siempre.

El año 2022 fue un ejemplo bastante claro de ello. El periodo de tiempo tan largo en el que la renta fija y la renta variable estuvieron negativamente correlacionados hizo que muchas carteras confiaran en esa combinación como base de su diversificación. Sin embargo, esa relación cambió y como resultado, muchas carteras tradicionales se vieron

perjudicadas, ya que uno de sus principales apoyos de diversificación dejó de funcionar (Vanguard, 2026).

Todas estas limitaciones mencionadas no invalidan la teoría, aunque sí que muestran que la teoría no es perfecta y sirve como un punto de partida en cuanto a la descripción de la realidad. Es por esto por lo que en este trabajo es necesario complementar este marco teórico con un análisis más aplicado sobre clases de activos, correlaciones cambiantes y entorno macroeconómico.

3. PRINCIPALES CLASES DE ACTIVOS

La construcción de carteras diversificadas se articula en torno a distintas clases de activos que presentan perfiles diferenciados de rentabilidad esperada, riesgo y comportamiento cíclico. Cada una cumple una función estructural dentro de la asignación estratégica, contribuyendo de manera distinta al equilibrio entre crecimiento, estabilidad y protección frente a escenarios adversos.

3.1 Renta variable

La renta variable constituye históricamente la principal fuente de crecimiento real del patrimonio en horizontes de largo plazo. Su rentabilidad esperada se fundamenta en la participación en los beneficios empresariales y en la capacidad de las compañías para generar crecimiento económico agregado. Desde una perspectiva teórica, la prima de riesgo de la renta variable representa la compensación adicional que exigen los inversores por asumir la incertidumbre asociada a los flujos de caja futuros y a la volatilidad de mercado (Bodie et al., 2014).

Empíricamente, la renta variable ha mostrado una rentabilidad media superior a la renta fija en horizontes prolongados, aunque acompañada de una mayor volatilidad (Bodie et al., 2014). Esta característica la convierte en el componente esencial de las carteras orientadas al crecimiento, especialmente para inversores con horizontes temporales largos y mayor tolerancia al riesgo. En el marco del CAPM, la exposición a renta variable implica asumir riesgo sistemático, lo que justifica su mayor rentabilidad esperada (Sharpe, 1964).

No obstante, la renta variable presenta ciclos marcados, episodios de correcciones profundas y elevada sensibilidad a shocks macroeconómicos y financieros. Durante crisis sistémicas, su volatilidad puede incrementarse sustancialmente, lo que exige una adecuada combinación con otras clases de activos.

En los últimos años, la estructura interna de la renta variable ha experimentado transformaciones significativas. La creciente concentración del mercado en grandes compañías tecnológicas, especialmente en Estados Unidos, ha elevado el peso de un número reducido de empresas en los principales índices bursátiles. Esta concentración introduce riesgos adicionales de dependencia sectorial y cuestiona la efectividad de la diversificación puramente indexada. Asimismo, la globalización financiera y el auge de la inversión pasiva han modificado la dinámica de formación de precios, aumentando la correlación entre activos en determinados periodos.

En consecuencia, la renta variable mantiene su rol estructural como motor de crecimiento, pero exige un análisis cuidadoso de su composición interna y de los riesgos derivados de la concentración y de la interdependencia global.

3.2 Renta fija

La renta fija ha desempeñado tradicionalmente un papel estabilizador dentro de las carteras diversificadas. A diferencia de la renta variable, sus flujos de caja suelen ser contractuales y predecibles, lo que permite generar ingresos periódicos y reducir la volatilidad agregada de la cartera. La sensibilidad de los bonos a los movimientos en los tipos de interés se mide a través de la duración, que cuantifica el impacto de variaciones en los rendimientos sobre el precio del activo (Bodie et al., 2014).

En entornos de tipos descendentes, la renta fija ha ofrecido no solo estabilidad, sino también apreciación de capital. Durante décadas, la correlación históricamente negativa entre renta fija y renta variable permitió que la combinación 60/40 (60% acciones, 40% bonos) ofreciera un equilibrio eficiente entre crecimiento y protección.

Sin embargo, el entorno inflacionario posterior a la pandemia y el fuerte endurecimiento monetario en 2022 pusieron en cuestión esta relación estructural. En dicho año, tanto la renta variable como la renta fija registraron caídas simultáneas, reflejando una correlación positiva inusual entre ambas clases de activos. Este fenómeno ha reavivado el debate sobre el posible “end of the 60/40”, es decir, sobre la viabilidad futura del modelo tradicional de asignación entre acciones y bonos (Vanguard, 2026).

A pesar de ello, la renta fija continúa desempeñando funciones esenciales: generación de renta, diversificación parcial y cobertura frente a escenarios de desaceleración económica. Su rol, no obstante, depende de las condiciones macroeconómicas, del nivel de tipos reales y de la credibilidad de los bancos centrales.

3.3 Liquidez

La liquidez, representada por instrumentos monetarios o activos de muy corto plazo, cumple una función defensiva dentro de la cartera. Aunque su rentabilidad esperada es limitada, especialmente en términos reales, ofrece estabilidad nominal y protección frente a episodios de elevada volatilidad.

Más allá de su papel conservador, la liquidez incorpora un componente estratégico de opcionalidad. Mantener una proporción de activos líquidos permite aprovechar oportunidades de inversión durante caídas de mercado, evitando la necesidad de liquidar posiciones en condiciones desfavorables. En este sentido, la liquidez no solo reduce el riesgo inmediato, sino que proporciona flexibilidad táctica.

No obstante, mantener niveles elevados de liquidez implica un coste de oportunidad significativo en entornos de crecimiento económico, dado que la rentabilidad real puede resultar inferior a la inflación. Por ello, su función debe evaluarse en relación con el horizonte temporal, la tolerancia al riesgo y las necesidades de liquidez del inversor.

3.4 Activos alternativos

Los activos alternativos constituyen una categoría heterogénea que engloba inversiones distintas de la renta variable y la renta fija tradicionales. Su creciente relevancia en las últimas décadas responde tanto a la búsqueda de diversificación adicional como a la necesidad de generar rentabilidades superiores en entornos de tipos de interés reducidos (Ilmanen, 2011). Desde una perspectiva estructural, los alternativos introducen nuevas fuentes de riesgo y primas específicas dentro de la cartera, entre las que destaca la prima de iliquidez.

3.4.1 Inmobiliario

La inversión inmobiliaria ha sido muy utilizada por inversores como parte de carteras diversificadas debido a una serie de razones, por ejemplo, su capacidad para generar flujos de renta relativamente estables, su protección contra la inflación debido a la vinculación de los precios de las rentas a la inflación o por ser un activo tangible. El rendimiento del mercado suele estar ligado al ciclo económico y a las condiciones financieras. Esto es debido a que la demanda del espacio inmobiliario depende mucho de la actividad económica y del acceso al crédito (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014). La crisis financiera del 2008 mostro de forma clara esta relación. Cuando colapso el mercado hipotecario de Estados Unidos y la posterior contracción de crédito provoco una caída muy significativa tanto en los precios de los activos individuales como en los vehículos que cotizaban y estaban ligados al sector. Esto demostró la vulnerabilidad del sector ante crisis financieras sistémicas (Acharya, Richardson, Van Nieuwerburgh, & White, 2011).

Además de esto, más recientemente, la fuerte subida de tipos de interés desde 2022 globalmente ha vuelto a perjudicar al sector. El incremento generalizado de tipos significa tanto un encarecimiento de la financiación como el aumento de las tasas de descuento lo que perjudica gravemente a los activos inmobiliarios y han provocado ajustes en valoraciones en distintos mercados (IMF, 2023). Esto demuestra que el comportamiento del sector inmobiliario depende en gran medida del entorno macroeconómico y de las condiciones del sistema financiero.

Finalmente, otra de las cosas que más ha afectado al sector es su creciente institucionalización, principalmente a través de REITs y fondos inmobiliarios. Esto ha mejorado su accesibilidad, pero por otro lado también ha aumentado su integración con los mercados financieros, reduciendo parcialmente sus beneficios de diversificación en determinados periodos (Case, Goetzmann, & Rouwenhorst, 2000).

3.4.2 Private equity

El *private equity*, como clase de activo, se refiere a la inversión en empresas no cotizadas a través de fondos. Estos fondos intentan generar valor mediante mejoras en la empresa, crecimiento de todo tipo o incluso reestructuración financiera. Debido a que las empresas no son cotizadas las inversiones son muy ilíquidas. Esto se debe a las regulaciones de las transferencias de acciones de este tipo de empresas por lo que el capital se suele quedar comprometido durante varios años hasta que se produce una salida, por ejemplo, mediante una venta estratégica o una salida a bolsa. Esta menor liquidez explica en parte por qué los inversores esperan obtener una prima adicional frente a los mercados públicos (Ilmanen, 2011).

El *private equity* ha experimentado periodos claramente diferenciados en las últimas épocas. Después de la crisis del 2008 experimento un auge considerable durante aproximadamente una década debida, principalmente, a los bajos tipos de interés. Este entorno redujo el coste de la financiación en las operaciones incrementando tanto sus beneficios como el número de operaciones rentables, favoreciendo al crecimiento de los fondos y los activos bajo gestión (Harris, Jenkinson, & Kaplan, 2014).

Sin embargo, la subida de tipos desde el 2022 ha cambiado radicalmente este entorno. Los tipos de interés más altos han supuesto un encarecimiento de las operaciones, o dicho de otra forma, un coste mayor, además de la ralentización de la actividad de M&A, lo cual ha reducido el ritmo de nuevas inversiones y ha dificultado las desinversiones (Bain & Company, 2024).

Desde el punto de vista de cartera, el *private equity* comparte exposición económica con la renta variable, aunque su menor liquidez y sus dinámicas de valoración pueden generar perfiles de riesgo diferentes. Como señalan Kaplan y Schoar (2005), además, existe una elevada heterogeneidad en el rendimiento entre fondos, lo que hace que la selección del gestor sea especialmente relevante.

Desde la perspectiva de la cartera, el *private equity* está expuesto a factores económicos muy similares a los de la renta variable, aunque debido a la menor liquidez y la forma en que se valoran estos activos hacen que su comportamiento y su perfil de riesgo puedan diferir. Además de esto, a diferencia del *public equity*, existe una gran diferencia en el rendimiento entre fondos debido al gestor lo que supone que su selección sea de gran importancia (Kaplan y Schoar, 2005).

3.4.3 Hedge funds

Los hedge funds constituyen vehículos de inversión flexibles que emplean estrategias no tradicionales, incluyendo posiciones cortas, apalancamiento y derivados. Su objetivo suele ser la obtención de rentabilidad absoluta, independientemente de la dirección

general del mercado. Estrategias como long/short equity, arbitraje de fusiones o global macro buscan explotar ineficiencias o divergencias temporales en los precios.

Teóricamente, los hedge funds pueden ofrecer baja correlación con los activos tradicionales y mejorar la eficiencia de la frontera de cartera. Sin embargo, su desempeño depende en gran medida de la habilidad del gestor y de la estructura de incentivos. Además, presentan riesgos asociados al apalancamiento, a la complejidad operativa y a la menor transparencia (Bodie et al., 2014).

3.4.4 Materias primas

Las materias primas proporcionan exposición directa a factores reales de la economía, como energía, metales o productos agrícolas. A diferencia de otros activos financieros, no generan flujos de caja intrínsecos, por lo que su rentabilidad depende fundamentalmente de la evolución de los precios y de la estructura del mercado de futuros.

Desde una perspectiva estratégica, las materias primas pueden actuar como cobertura frente a episodios inflacionarios o shocks de oferta. No obstante, presentan elevada volatilidad y sensibilidad a factores geopolíticos, lo que exige una gestión cuidadosa de su peso dentro de la cartera (Bodie et al., 2014).

3.4.5 Rol estructural en la cartera

En conjunto, los activos alternativos amplían el conjunto de oportunidades de inversión más allá del universo tradicional. Su contribución potencial reside en la incorporación de fuentes de rentabilidad diferenciadas y en la posibilidad de reducir la dependencia exclusiva del ciclo bursátil y de los movimientos de tipos de interés. Sin embargo, su integración debe considerar elementos como la iliquidez, la complejidad jurídica, la menor transparencia y la necesidad de horizontes temporales prolongados. El crecimiento estructural de los alternativos en carteras institucionales refleja precisamente esta búsqueda de diversificación y de primas adicionales en un entorno financiero más complejo (Ilmanen, 2011). No obstante, su eficacia depende de una asignación estratégica coherente y de una evaluación rigurosa de sus riesgos específicos.

4. ROL EN LA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS

Hasta este punto, el trabajo ha analizado por separado los fundamentos de la relación riesgo – rentabilidad y las características principales de las clases de activos. Sin embargo, en la práctica, el inversor nunca elegiría activos de forma aislada basados en su riesgo – rentabilidad, si no combinaciones de estos para alcanzar una cartera lo más robusta y estable posible frente a escenarios adversos teniendo en cuenta el crecimiento de esta. Es por esto, que para entender el valor de una clase de activo es necesario entender que función o rol desempeña en la cartera.

Esta sección supone el núcleo del trabajo, ya que integra el análisis de cada activo hacia su papel dentro de la cartera. Mas detalladamente, se analiza la diversificación como el rol más básico y estructural, mostrando la importancia de la combinación entre activos y como puede modificar el perfil de la cartera. En segundo lugar, se analiza el comportamiento relativo de cada clase de activos en cuatro entornos macroeconómicos distinguidos a partir de la combinación de dos variables: crecimiento e inflación. Los cuatro entornos son: expansión, recesión, shock inflacionario y estanflación. Finalmente, se analiza los diferentes roles que pueden desempeñar los activos en una cartera y que activos desempeñan esos roles, además de cómo puede variar según el entorno macroeconómico.

4.1 La diversificación como rol estructural

Una de las ideas centrales de este trabajo es que una cartera no tiene sentido analizarla por cada activo individual. Lo importante en las carteras no es el riesgo de cada activo individualmente si no también como se comporta en relación con los demás y de ahí nace la diversificación. Markowitz (1952) demostró que el riesgo de la cartera no solo dependía de la volatilidad de cada activo, sino que también dependía de la correlación entre ellos, mostrado con la Ecuación 2. Dicho de otra forma, es irrelevante el número de activos en la cartera, lo que importa es que no reaccionen todos igual frente cambios macroeconómicos.

Esta idea conecta directamente con el objetivo del trabajo. En las secciones anteriores se ha analizado los fundamentos de la relación entre riesgo – rentabilidad y las características principales de cada clase de activo por lo que el siguiente paso se basa en explicar como la combinación de los activos modifica el perfil de la cartera.

La varianza de una cartera según Markowitz (1952) se puede explicar de la siguiente manera

$$\sigma_p^2 = \sum w_i^2 \sigma_i^2 + \sum \sum w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \quad (2)$$

donde ρ_{ij} representa la correlación entre los activos i y j .

Interpretando la fórmula, cuanto menor es la correlación entre dos activos, mayores suelen ser los beneficios de diversificación y por lo tanto menor suele ser la volatilidad agregada de la cartera. Aunque estas correlaciones, como se detallara más adelante, no son estáticas sino dinámicas, por lo que la diversificación no se puede basar únicamente en dos activos que presenten una correlación negativa en un momento determinado.

También es importante mencionar que los beneficios marginales de la diversificación son decrecientes. Esto significa que gran parte del riesgo no sistemático se elimina de las carteras con las primeras incorporaciones (Evans y Archer, 1968), lo que implica que diversificar no consiste únicamente en tener muchos activos si no en combinar fuentes de riesgo distintas. La diversificación juega uno de los papeles más importantes a la hora de construir una cartera robusta

4.1.1 Evidencia empírica: matriz de correlaciones entre clases de activos

Para observar el rendimiento anualizado de las principales clases de activos entre el 1 de enero del 2009 al 31 de diciembre del 2024 la Tabla 1 presenta una matriz de correlaciones. Se han utilizado ETFs cotizados en Estados Unidos como aproximación representativa de cada clase de activo: renta variable global (ACWI), bonos soberanos investment grade (AGG), bonos high yield (HYG), real estate cotizado (VNQ), materias primas (DBC) y oro (GLD).

La elección de estos instrumentos se debe a un criterio práctico y metodológico: todos ellos cuentan con datos públicos ampliamente contrastables y homogéneos. Esto permite calcular correlaciones sobre una base consistente, evitando problemas que pueden surgir en activos menos líquidos. No se han incluido *private equity* ni *hedge funds* en esta matriz por esta misma razón. Desde un punto de vista conceptual tienen mucho sentido y por ello forman parte del marco teórico

Pero su naturaleza ilíquida y la falta de índices o ETFs que reflejen su rendimiento de forma adecuada hacen muy difícil incorporación en el análisis. Por este motivo, se ha optado por centrarse únicamente en activos cotizados con datos directamente observables en mercado.

Tabla 1. Matriz de correlación de clases de activos.

Clase de activo	Ticker	HYG	AGG	ACWI	VNQ	DBC	GLD
Bonos High Yield <i>iShares iBoxx \$ High Yield Corp Bd ETF</i>	HYG	1.00	0.56	0.76	0.61	0.30	0.53
Bonos soberanos IG <i>iShares Core US Aggregate Bond ETF</i>	AGG	0.56	1.00	0.45	0.53	-0.28	0.50
Renta variable global <i>iShares MSCI ACWI ETF</i>	ACWI	0.76	0.45	1.00	0.57	0.25	0.33
Real Estate <i>Vanguard Real Estate ETF</i>	VNQ	0.61	0.53	0.57	1.00	0.27	0.21
Materias primas <i>Invesco DB Commodity Tracking</i>	DBC	0.30	-0.28	0.25	0.27	1.00	0.26
Oro <i>SPDR Gold Shares</i>	GLD	0.53	0.50	0.33	0.21	0.26	1.00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Portfolio Visualizer (2026), rentabilidades anuales 2009–2024.

Las correlaciones muestran, a pesar de ser dinámicas durante el tiempo, una tendencia clara que concuerda con la literatura que hemos analizado sobre asignación estratégica de activos y comportamiento conjunto de mercados financieros (Markowitz, 1952; Campbell y Viceira, 2002; Ilmanen, 2011).

En cuanto a los bonos soberanos IG (AGG) presentan una correlación moderada con la renta variable global (ACWI), aunque esta correlación es moderada es menor a la que podemos observar entre la renta variable global (ACWI) y los bonos high yield (HYG). Esta diferencia se debe a las diferencias conceptuales entre los dos tipos de bonos sobre el riesgo de tipos de interés y riesgo crediticio, ampliamente documentada en la literatura sobre mercados de renta fija (Elton, Gruber, Agrawal y Mann 2001).

El real estate cotizado (VNQ) presenta una correlación razonablemente elevada con la renta variable, esto resulta coherente con la evidencia recolectada en la literatura que muestra que los REITs cotizados están expuestos, en buena medida, a los mismos factores de riesgo que las acciones tradicionales (Case et al., 2000). Esto significa que, su comportamiento tiende a reflejar condiciones financieras y dinámicas del ciclo económico.

Por otro lado, las materias primas (DBC) muestran correlaciones bajas tanto como con la renta variable como con todos los diferentes activos – se podría decir que es el activo menos correlacionado. Si nos enfocamos en la literatura en una gran parte de ella se detalla como su comportamiento puede diferir del de los activos financieros tradicionales, especialmente en entornos de shocks inflacionarios detallado más adelante (Gorton y Rouwenhorst, 2006).

Finalmente, el oro (GLD) dispone de correlaciones razonablemente bajas con el resto de los activos, esto se alinea con el principio del oro como posible activo de cobertura o

refugio en determinados contextos de incertidumbre analizado también más adelante (J.P. Morgan Wealth Management, 2025).

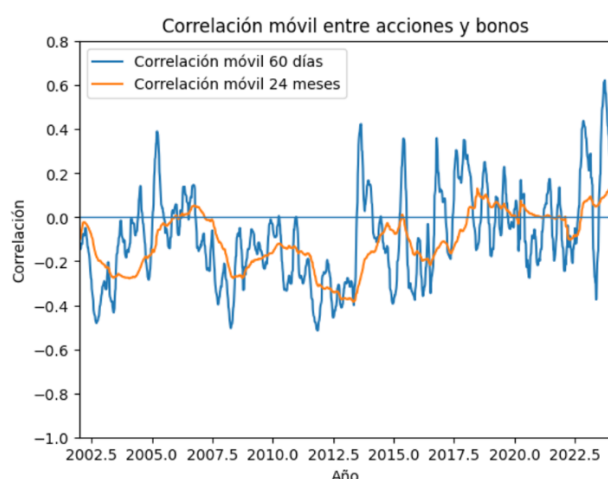
En conjunto, la evidencia del período 2009–2024 refuerza la idea central de la teoría moderna de carteras: la diversificación es efectiva cuando los activos no están perfectamente correlacionados y responden a fuentes de riesgo distintas (Markowitz, 1952; Brinson, Hood y Beebower, 1986).

4.1.2 Dinámica de la diversificación: límites del modelo 60/40

Sin embargo, las correlaciones no son parámetros estructurales constantes, sino magnitudes dinámicas que dependen del régimen macroeconómico, de las condiciones financieras y de la política monetaria. Por ello, el análisis de correlaciones debe incorporar una perspectiva temporal y de régimen, y no limitarse a estimaciones estáticas de largo plazo.

La relación entre renta variable y renta fija constituye el ejemplo más relevante de este carácter dinámico de las correlaciones entre clases de activos. Lejos de ser estable en el tiempo, la correlación equity–bond ha mostrado variaciones significativas en función del entorno macroeconómico. La Figura 3 ilustra esta evolución mediante correlaciones móviles de 60 días y 24 meses desde 2002.

Figura 3: Correlación móvil entre renta variable y renta fija (2002–2024)



Fuente: Fuente: Adaptado de Vanguard (2026), basado en datos de Refinitiv.¹

¹ **Notas:** El gráfico muestra la correlación entre los rendimientos diarios de acciones y bonos calculada sobre ventanas móviles de 60 días hábiles y 504 días hábiles desde el 1 de enero de 2002. Las acciones están representadas por el índice FTSE All-Share Total Return, mientras que los bonos están representados por el Bloomberg Sterling Aggregate Bond Index. Los datos del Bloomberg Sterling Aggregate Bond Index comienzan el 30 de marzo de 2000, razón por la cual la serie correspondiente a la correlación móvil de 24 meses solo se inicia el 6 de marzo de 2002. No

Durante amplios periodos posteriores a la crisis financiera global, la correlación fue predominantemente negativa, lo que permitió que los bonos actuaran como estabilizadores naturales frente a caídas bursátiles. Este comportamiento reforzó la eficacia del modelo 60/40 y consolidó la percepción de que la combinación de ambas clases ofrecía diversificación estructural (Vanguard, 2026).

Sin embargo, en entornos de inflación elevada y endurecimiento monetario, como el observado en 2022, la correlación entre acciones y bonos se tornó positiva. En estos casos los bonos dejan de ofrecer protección frente a caídas bursátiles, ya que el shock inflacionario afecta simultáneamente a ambas clases de activos. Como consecuencia, la correlación *equity–bond* se vuelve positiva, reduciendo la efectividad de la diversificación tradicional. Esta evidencia empírica confirma que la correlación *equity–bond* depende del régimen económico dominante y no debe asumirse como estructuralmente negativa, lo que tiene implicaciones directas para la estabilidad de la frontera eficiente y la asignación estratégica de activos. En este contexto, la búsqueda de fuentes adicionales de diversificación, a través de activos reales, materias primas o estrategias alternativas, adquiere mayor relevancia, especialmente cuando los activos tradicionales responden de manera similar ante shocks macroeconómicos comunes.

La evidencia empírica sugiere que la relación entre renta variable y renta fija no es estable en el tiempo, sino que depende del entorno macroeconómico predominante. En particular, la correlación entre ambas clases de activos ha variado históricamente en función del régimen inflacionario y de la naturaleza de los shocks económicos. En contextos de inflación elevada o de endurecimiento monetario abrupto, pueden producirse episodios en los que la correlación tradicionalmente negativa entre bonos y acciones se debilita o incluso se vuelve positiva, reduciendo los beneficios de diversificación.

La estabilidad del modelo 60/40 no es estructural, sino dependiente del régimen macroeconómico. La asignación estratégica debe considerar escenarios en los que la diversificación tradicional falle.

4.1.3 Síntesis estratégica

La evidencia analizada confirma que la diversificación constituye el eje estructural de la construcción de carteras; sin embargo, su eficacia no depende únicamente del número de activos incorporados, sino de la heterogeneidad real de sus fuentes de riesgo y de la estabilidad de sus correlaciones. La matriz de covarianzas no es un elemento estático, sino sensible al régimen macroeconómico, y la experiencia reciente demuestra que relaciones históricamente estables, como la del modelo 60/40, pueden debilitarse en entornos inflacionarios. En consecuencia, la estabilidad de la frontera eficiente está

es inusual que la correlación entre acciones y bonos se vuelva positiva en el corto plazo; sin embargo, esto no ha alterado la relación negativa observada en el largo plazo.

condicionada por la persistencia de estas relaciones, lo que exige una asignación estratégica flexible y adaptativa entre renta variable, renta fija, activos reales y clases complementarias.

4.2 Regímenes Macroeconómicos

En la sección anterior se ha mostrado como diversificar no consiste solo en combinar activos con correlaciones negativas ya que las correlaciones cambian con el tiempo y el régimen macroeconómico. Por ello, para entender el papel de cada clase de activo en una cartera, no basta con mirar cómo se han movido juntas en el pasado, hay que analizar también como suelen reaccionar a cambios macroeconómicos y todas sus consecuencias monetarias y financieras. Dicho de otra forma, después del análisis más estadístico de la diversificación, tiene sentido dar un paso más y observar la lógica económica que hay detrás del comportamiento de los activos.

Con ese objetivo, en este apartado se distinguen cuatro entornos macroeconómicos distinguidos por dos variables, crecimiento e inflación. Cabe destacar que este análisis pretende únicamente entender de una forma clara por qué una misma clase de activo puede aportar crecimiento, estabilización o protección según el contexto analizando el comportamiento relativo de las principales clases de activos en cada uno de estos escenarios.

4.2.1 Expansión (alto crecimiento y baja inflación)

El entorno de expansión se refiere a cuando a la economía crece y la inflación se mantiene bajo control. Esto está ligado y suele suponer que el empleo suele mejorar, el consumo aguanta y las empresas suelen tener mejores resultados. Por eso, los activos más ligados al ciclo suelen comportarse mejor. Como se explicará más detalladamente en la sección 4.3, en la práctica, la renta variable suele beneficiarse la que más ya que mejora tanto la expectativa de beneficios como la disposición de los inversores a asumir riesgo Fama y French (1989).

Otro de los activos que suele beneficiarse de estos periodos es el crédito corporativo ya que el mercado percibe menos riesgo de impago y los spreads tienden a estrecharse, algo que favorece especialmente a segmentos como el *high yield* (Elton et al., 2001). Por otro lado, los bonos soberanos IG suelen perder importancia en este periodo y caer a un segundo plano ya que su papel defensivo es menos importante mientras que la economía este en expansión.

Aun así, pienso que no se puede simplificar demasiado ya que afirmar que “en expansión gana la renta variable” no es del todo exacto. Hay que destacar que no todas las expansiones son iguales por lo que hay periodos en los que tiran más los sectores cíclicos, y otros en los que, si los tipos siguen bajos y hay mucha liquidez, lo hacen mejor las compañías *growth*. Es por esto por lo que no hay un ganador automático y me parece

mejor decir que en este régimen la renta variable suele asumir el principal rol de crecimiento.

El mercado inmobiliario y el *private equity* también suelen verse favorecidos cuando la economía acompaña, aunque por razones ligeramente diferentes. En el mercado inmobiliario importa la mejora de la actividad, la ocupación y la evolución de las rentas (Case, et al., 2000). En *private equity*, además, es clave que la financiación siga siendo accesible y que exista un mercado razonable para desinvertir más adelante (Kaplan & Strömberg, 2009; Harris et al., 2014). En conjunto, este régimen suele favorecer a carteras con más activos de crecimiento y hace menos rentables, que no necesarios, al menos temporalmente, los activos más defensivos.

4.2.2 Recesión (bajo crecimiento y baja inflación)

Una economía entra en recesión cuando su PIB se contrae durante dos semestres consecutivos y la inflación se mantiene moderada (Torres, s. f.) y la lógica de los activos en comparación a él régimen de expansión se invierte. Cuando el crecimiento se frena, los beneficios empresariales se deterioran y aumenta la incertidumbre por lo que los activos más cíclicos suelen sufrir. La renta variable no solo deja de ser el motor de la cartera y pasa a convertirse en una fuente importante de riesgo. El crédito corporativo también suele verse perjudicado ya que el deterioro económico suele venir acompañado de una ampliación de spreads por el riesgo creciente y un mayor miedo al impago (Fama & French, 1989).

En este régimen los bonos soberanos IG han actuado históricamente muchas veces como principal activo defensivo, aunque esto no es siempre cierto. Esto se debe a que, si el shock dominante es de demanda, lo que significa que la economía se enfría, la inflación suele moderarse y los bancos centrales tienden aflojar o por lo menos no endurecer la política monetaria lo que favorece a los bonos, especialmente, los de mayor duración. Además, como se detallará más adelante en la sección 4.3, en regímenes de miedo muchos inversores buscan seguridad en deuda pública de calidad, más concretamente la estadounidense (Campbell & Viceira, 2002; Baele, Bekaert, Inghelbrecht, & Wei, 2020).

La crisis global del 2008 es un ejemplo muy claro ya que mientras la renta variable cayó con mucha fuerza, los bonos soberanos IG ofrecieron protección en muchos tramos del mercado, beneficiándose tanto de la caída de tipos como del movimiento de flight to safety (Schroders, 2018). No pretendo decir que los bonos soberanos IG siempre vayan a funcionar bien en todas las recesiones, si no que han tendido a hacerlo.

Otros activos muestran un comportamiento menos claro. Históricamente las recesiones suelen significar una crisis de confianza por lo que suele beneficiarse en estas situaciones (J.P. Morgan Wealth Management, 2025). El mercado inmobiliario debido a la menor actividad tiende a resentirse, aunque depende mucho del segmento (Case et al. 2000).

Finalmente, en *private equity* el deterioro económico afecta tanto a la financiación como a las posibilidades de desinversión por lo que también se ve perjudicado, aunque por su naturaleza ilíquida el ajuste no se observe diariamente.

4.2.3 Shock inflacionario (alto crecimiento y alta inflación)

El shock inflacionario es un escenario complicado para las carteras, especialmente para la tradicional 60/40, ya que puede perjudicar tanto a la renta fija como a la renta variable. Si la inflación incrementa drásticamente de forma inesperada, los bancos centrales suelen incrementar los tipos de interés para corregirlo. Esto impacta negativamente a los bonos con mayor duración. También afecta a la renta variable ya que si los tipos son mayores también lo será el tipo de descuento lo que reduce el valor presente de los flujos de caja, afectando más a las compañías *growth* (Campbell et al., 2020). Además, si las empresas no consiguen trasladar todo el aumento de costes a precios para que asuman estos mayores costes los consumidores, los márgenes también se deterioran (Parlapiano, 2024).

En 2022 esto quedó demostrado, muchos inversores se esperaban que la renta fija compensara la caída de la renta variable, pero, sin embargo, los dos activos cayeron a la vez, observando su correlación positiva en la Figura 3. Eso demostró que la correlación entre renta fija y variable no siempre es positiva ni mucho menos estable y depende de las condiciones macroeconómicas.

En este entorno, debido a su exposición más directa a los precios reales las materias primas suelen ganar importancia. Gorton y Rouwenhorst (2006) encuentran que los futuros sobre materias primas han mostrado relación positiva con la inflación inesperada. Aun así, tampoco aquí conviene simplificar. El oro también puede servir como reserva de valor, pero no siempre responde igual. Depende bastante de los tipos reales y de cómo interprete el mercado la actuación de los bancos centrales (O'Connor, Lucey, Batten, & Baur, 2015). En el mercado inmobiliario pasa algo parecido, si es capaz de trasladar la inflación a las rentas ya que muchos contratos ligan el precio a la inflación no verán muy perjudicados, pero si la subida es muy fuerte, las valoraciones se reducirán por el mayor tipo de descuento afectando negativamente al mercado (IMF, 2023). En definitiva, en un shock inflacionario los activos reales suelen ser más relevantes, pero son capaces de proteger perfecta ni automáticamente ante este entorno.

4.2.4 Estancflación (bajo crecimiento y alta inflación)

De todos los regímenes analizados la estancflación puede considerarse el más perjudicial para una cartera. En este entorno, la renta variable suele estar presionada por varias cosas, como, por ejemplo, la desaceleración de beneficios, compresión de márgenes y múltiplos derivada de tipos más altos, etc. (Ilmanen, 2022). La renta fija nominal tampoco es capaz de ofrecer una defensa clara ya que la inflación deteriora su valor real y el mercado puede

seguir exigiendo mayores rentabilidades si la inflación se mantiene elevada o incrementa aún más (Meketa Investment Group, 2025).

La época más relevante que sufrió este régimen fueron la etapa de los años setenta. En este tipo de entorno, los activos que tengan mayor capacidad de trasladar precios y mayor exposición real son los que suelen resistir mejor, dicho esto, no implica rentabilidades absolutas altas si no relativas (Gorton y Rouwenhorst, 2006). Durante los setenta, más específicamente durante la segunda parte de la década, las materias primas y el oro lo demostraron mostrando un comportamiento mejor que acciones y bonos (Gorton & Rouwenhorst, 2006). Como se ha discutido previamente el mercado inmobiliario ofrece protección, pero solo parcial, ya que suele poder beneficiarse de la indexación de rentas, pero sigue estando expuesto al aumento de las tasas de descuento y endurecimiento de las condiciones financieras (IMF, 2023). El *private equity* también suele verse presionado por las mismas razones del shock inflacionario además de por el menor crecimiento operativo de las empresas debido al bajo crecimiento de la economía (Kaplan & Strömberg, 2009). Cabe mencionar que algunas estrategias de *hedge funds* pueden adaptarse mejor, aunque su resultado depende mucho del gestor y de la estrategia concreta (LGT Capital Partners, 2024).

4.2.5 Tabla resumen de comportamiento relativo de las clases de activos

La Tabla 2 muestra de una forma más resumida cómo tienden a comportarse las principales clases de activos en los distintos regímenes macroeconómicos analizados, resume lo que se ha analizado en los puntos 4.2.1 – 4.2.4. No pretende mostrar una regla exacta del comportamiento de cada activo en los diferentes entornos, si no que busca mostrar de manera visual la dirección de comportamiento relativo de cada activo en función del crecimiento y la inflación basado en la literatura

Tabla 2: Comportamiento relativo de las clases de activos según régimen macroeconómico

Clase de activo	Expansión	Recesión	Shock inflacionario	Estancamiento
Renta variable global	↑ Fuerte	↓ Débil	↓ Negativo	↓ Débil
Bonos soberanos (IG)	→ Moderado	↑ Fuerte	↓ Negativo	↓ Negativo
Crédito corporativo	↑ Positivo	↓ Negativo	↓ Negativo	↓ Débil
Materias primas	→ Moderado	↓ Débil	↑ Fuerte	↑ Fuerte
Oro	→ Neutral	↑ Moderado	↑ Positivo	↑ Positivo
Inmobiliario (REITs)	↑ Positivo	↓ Débil	→ Moderado	→ Mixto
Private Equity	↑ Fuerte	↓ Débil	↓ Presionado	↓ Vulnerable
Hedge Funds	→ Variable	→ Resiliente	→ Variable	→ Adaptativo

↑ Comportamiento relativo favorable → Comportamiento intermedio / dependiente de factores específicos
 ↓ Comportamiento relativo desfavorable

Fuente: Elaboración propia a partir de la literatura y fuentes utilizadas en los apartados 4.2.1–4.2.4, especialmente Fama y French (1989), Campbell y Viceira (2002), Elton et al. (2001), Gorton y Rouwenhorst (2006), O’Connor et al. (2015), Schroders (2018), Campbell et al. (2020), Ilmanen (2022), IMF (2023), LGT Capital Partners (2024), J.P. Morgan Wealth Management (2025) y Meketa Investment Group (2025).

Cabe mencionar que no existe un tipo de activo que tenga un comportamiento positivo en todos los escenarios. Por ello, la lógica del *asset allocation* no consiste en buscar un activo “mejor” que los demás, sino en optimizar la cartera para combinar activos que respondan de forma distinta ante diferentes situaciones para conseguir la mayor rentabilidad estando expuestos al menor riesgo posible. En mi opinión, esta es la idea más importante de esta sección y muy relevante en el *asset allocation*, el valor de cada activo no solo debe analizarse por su rentabilidad o riesgo aislado, sino por el papel que puede desempeñar en la cartera cuando se combina con otros. La robustez de la cartera depende de su exposición equilibrada a factores de crecimiento e inflación.

4.3 ¿Qué significa realmente el “rol” de una clase de activo en una cartera?

A lo largo del trabajo se ha analizado cada clase de activo por separado, pero en la práctica ningún activo se mantiene separado de los demás en una cartera ya que el inversor no compra solo renta variable o bonos, si no que construye una combinación para intentar llegar a un objetivo ya que es más efectivo en la gran mayoría de casos como hemos explicado a lo largo del trabajo. Por eso, más que preguntarse qué rentabilidad histórica ha tenido un activo, resulta más útil preguntarse qué función cumple dentro del conjunto. Como señalan Brinson et al. (1986), la asignación estratégica entre clases de activos explica una parte muy relevante de la variabilidad de los resultados de una cartera, lo que implica que entender su papel estructural es fundamental.

4.3.1 Rol de crecimiento

Uno de los roles más comentados en la literatura es el rol de crecimiento desempeñado por activos como la renta variable y el *private equity*. La renta variable suele ocupar el lugar central cuando el objetivo es crecimiento del capital a largo plazo. Esto se debe a que las acciones fundamentalmente representan una participación tanto de los beneficios de la empresa como de sus activos y, por tanto, su rentabilidad está ligada al crecimiento económico y a la capacidad de las compañías para generar valor. Por lo tanto, en plazos prolongados de tiempo, históricamente la renta variable se ha consolidado como la principal fuente de crecimiento del capital en el largo plazo (Dimson, Marsh y Staunton, 2023).

Aunque esto es verdad en el largo plazo no podemos afirmar lo mismo en el corto plazo ya que este rol no es estable. Por ejemplo, en entornos de recesión la caída de beneficios y el aumento de la incertidumbre junto con su naturaleza líquida pueden provocar correcciones significativas. La crisis de 2008 es un ejemplo muy claro de cómo el activo motor de crecimiento puede convertirse temporalmente en el principal foco de riesgo sistémico.

Por su naturaleza el *private equity* comparte la misma lógica que el *public equity*, aunque un poco más exagerada debido al uso tanto de el apalancamiento como su menor liquidez. Kaplan y Strömberg (2009) explican que la actividad y los resultados del sector están muy ligados al ciclo económico y a las condiciones de financiación. Cuando es fácil y tiene un coste bajo conseguir financiación y la economía crece, el volumen de operaciones y las valoraciones tienden a aumentar. Por otro lado, en periodos de restricción financiera, la actividad se reduce de forma clara. Además, el hecho de que las valoraciones no sean diarias puede hacer que la volatilidad aparente sea menor, aunque el riesgo económico sigue estando presente. En comparación con los mercados públicos, Harris et al. (2014) encuentran que los fondos de *buyout* posteriores a 1990 superaron al mercado en torno a un 3% anual comparándolo con PME, lo que significa que hay una prima considerable frente a la renta variable cotizada.

4.3.2 Rol de estabilización

Otro de los roles más importantes en las carteras es el rol de estabilización, este suele ser desempeñado por activos como bonos soberanos IG o la liquidez ya sea *cash* o instrumentos financieros. En el pasado, los bonos soberanos IG han cumplido la función de estabilizador, esta función es especialmente útil y más notable en entornos de desaceleración económica. Cuando la economía desacelera la política monetaria tiende a relajarse, lo que reduce tipos de interés y favorece el precio de los bonos de mayor duración (Ilmanen, 2011). Además, si esta desaceleración es muy pronunciada llegando a convertirse así en recesión los inversores suelen trasladar sus inversiones hacia activos percibidos como más seguros – “flight to safety”. Según Baele et al. (2020), los bonos

IG, especialmente los de Estados Unidos suele beneficiarse los que más contribuyendo a estabilizar la cartera frente a caídas en activos más riesgosos como la renta variable.

Sin embargo, esta relación es dinámica, como se muestra en la figura 3 la correlación equity-bond no siempre ha sido negativa. Esta correlación se volvió positiva más recientemente en 2022 ya que cuando el shock dominante es inflacionario y los bancos centrales endurecen la política monetaria de forma agresiva, tanto renta variable como renta fija pueden registrar pérdidas simultáneas. Campbell et al. (2020) sugieren que la capacidad de los bonos para cubrir riesgo macro depende del tipo de shock predominante (real frente vs inflacionario).

La liquidez, ya sea *cash* o instrumentos monetarios a muy corto plazo, cumple también una función de estabilización dentro de la cartera. Aparte del rol de opcionalidad detallado más adelante uno de sus objetivos principales es mantener estabilidad nominal y ayudar a reducir la volatilidad de la cartera. Aunque tiene una limitación ya que, en entornos de inflación elevada, mantener liquidez durante periodos prolongados puede traducirse en una pérdida de poder adquisitivo, ya que los activos monetarios no suelen protegerse frente al riesgo inflacionario (Bodie et al., 2018).

4.3.3 Rol defensivo

La diferencia es que el rol de estabilización se refiere a los activos que contribuyen más estructuralmente al equilibrio de las carteras, contrarrestando y estabilizándola en entornos negativos prolongados. El rol defensivo, en cambio, es relevante en momentos de tensión extrema cuando la aversión al riesgo es elevada lo que puede causar una caída generalizada en la mayoría de los activos. Por eso, no todo activo estabilizador actúa necesariamente como refugio en una crisis, ni todo activo defensivo ofrece protección constante en fases normales de mercado.

Ahora bien, creo que aquí también conviene evitar simplificaciones. Un *safe haven asset* no es un activo que siempre sube en momentos de tensión. Más bien, es un activo que tiende a comportarse relativamente mejor que otros cuando domina la incertidumbre. Según J.P. Morgan Wealth Management (2025), entre los activos que más habitualmente se consideran refugio se encuentran el oro, la deuda soberana de alta calidad - especialmente la estadounidense - y algunas divisas fuertes. La clave está en que su utilidad depende mucho del tipo de shock que esté afectando al mercado.

Considero que conviene evitar simplificar demasiado ya que los *safe haven asset* ni siempre tiene un rendimiento positivo, aunque sea un momento de tensión. Su rol es comportarse mejor relativamente en los momentos de tensión y aversión al riesgo mencionados previamente. Según J.P. Morgan Wealth Management (2025), los activos que más habitualmente se consideran *safe haven asset* son el oro, la deuda soberana IG - especialmente la estadounidense - y algunas divisas fuertes.

Analizándolos individualmente, en primer lugar, los bonos soberanos IG su capacidad de protección viene debido a dos cosas. Primero, tienden a beneficiarse de la búsqueda de seguridad especialmente los bonos estadounidenses, y segundo, tienden a beneficiarse de la caída de los tipos de interés que suelen acompañar a los momentos de tensión y aversión al riesgo (Campbell & Viceira, 2002; Baele et al., 2020). En segundo lugar, el oro también puede desempeñar este papel y cobra especial relevancia cuando la inflación es elevada o se pierde confianza en los activos financieros tradicionales, aunque su capacidad de protección no es estable, ya que depende de los tipos de interés y el valor del dólar (O'Connor et al., 2015).

Finalmente, las divisas fuertes pueden desempeñar este rol, sobre todo el dólar. El dólar está respaldado por el mercado financiero más sólido del mundo lo que permite grandes movimientos sin problemas de oferta ni demanda. Además, su papel como moneda de reserva internacional hace que su demanda suba en momentos de tensión ya que muchos agentes la necesitan para financiarse, cubrir posiciones, etc.

4.3.4 Rol de protección frente a inflación

Otro de los roles dentro de las carteras es el de la protección frente a la inflación desempeñado por activos como las materias primas y *real assets*. Las materias cobran un papel importante en las carteras sofisticadas en cuanto a su protección inflacionaria, especialmente cuando los shocks provienen del lado de la oferta. En el estudio de Gorton y Rouwenhorst (2006) se muestra que los futuros de materias primas han presentado históricamente una correlación positiva con la inflación inesperada. Esto ayuda a explicar su inclusión en algunas carteras institucionales como herramienta de diversificación macro.

Es importante matizar que su comportamiento y por tanto protección frente a la inflación depende del tipo de inflación. Una inflación derivada de exceso de demanda, como puede ser el perdido de reapertura económica tras el COVID, con crecimiento sólido, puede beneficiar tanto a acciones como a materias primas. En cambio, en un escenario de estanflación los resultados pueden ser mixtos. Algunas materias primas, especialmente las energéticas, pueden subir de precio si el origen de la estanflación se encuentra en shocks de oferta, como ocurrió por ejemplo después de la invasión de Ucrania en 2022 lo que causó que aumentaran los precios del gas y del petróleo. Aunque algunas materias primas se revaloricen, no siempre compensan las pérdidas de los otros activos financieros de la cartera.

Dentro de los *real assets*, el inmobiliario también se ha considerado una cobertura parcial frente a la inflación, ya que normalmente, por contrato, las rentas se ajustan a la inflación. Aunque esto no significa que este mercado no sea sensible a los tipos de interés. En el caso de que la inflación vaya acompañada de subidas rápidas de tipos para controlarla, el aumento del coste de financiación y del tipo de descuento pueden reducir las valoraciones inmobiliarias, generando pérdidas, incluso si las rentas crecen (Case et al., 2000).

4.3.5 Rol de opcionalidad

El último rol principal al que se quiere hacer referencia es el de opcionalidad, ejercido principalmente por la liquidez, que incluye *cash* e instrumentos monetarios. Más allá de su función de estabilización, la liquidez permite actuar en momentos de tensión en los mercados. En estos momentos de tensión se suelen generar oportunidades atractivas ya que los precios pueden caer cuando el pánico lleva a muchos inversores a vender sus posiciones. Esta caída puede amplificarse cuando algunos inversores institucionales, como fondos de pensiones, alcanzan sus límites de riesgo y se ven obligados a vender también sus posiciones, lo que intensifica aún más las caídas del mercado. No obstante, debido a su baja rentabilidad mantener niveles elevados de liquidez también implica un menor retorno, por lo que se genera un coste de oportunidad (Pedersen, 2015).

5. LIMITACIONES DEL TRABAJO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Este trabajo tiene varias limitaciones que es necesario señalar. La más importante es que no incorpora ningún análisis cuantitativo con el que se pueda contrastar, a partir de una muestra y una metodología concreta, alguna de las relaciones discutidas entre diversificación, clase de activo y entorno macroeconómico. A pesar de que existen datos suficientes para haber completado este análisis, la razón principal de su omisión es la decisión de enfoque. El objetivo principal del trabajo ha sido crear un marco de análisis basado en la literatura que permita comprender que rol puede desempeñar cada clase de activo en una cartera y como puede cambiar en función del entorno macroeconómico. Crear este modelo habría enriquecido el trabajo en algunos sentidos, pero también habría reducido el espacio dedicado a la discusión conceptual e interpretativa, que es la parte principal de este trabajo.

Además de esto, otra de las limitaciones es el carácter general del análisis. Cuando se menciona clases de activos y su función dentro de la cartera, estas clases de activos incluye segmentos muy diferentes entre sí. No es lo mismo hablar dentro del real estate de centros comerciales, residencial, etc. de la misma manera que dentro de la renta variable existen diferencias importantes por sector, estilo, geografía o nivel de madurez del mercado. Por esto varias de las conclusiones expuestas han de interpretarse como tendencias amplias, no como afirmaciones válidas para cada subtipo de activo.

Otra de las limitaciones más importantes es que la gran parte del análisis está influida por el contexto histórico reciente. La experiencia de los últimos diez años marcados por el repunte de inflación, las subidas de tipos de interés y el cambio de correlación entre renta fija y variable, ha servido para cuestionar muchas creencias muy expandidas sobre diversificación y construcción de carteras. También es verdad, que un análisis de estos periodos tan cercanos puede dar más peso a dinámicas recientes que quizá no se reproduzcan de la misma forma en otros periodos.

La última limitación que quería mencionar es que el rol atribuido también depende del inversor. Depende del horizonte temporal de el inversor, de sus necesidades de liquidez, de su tolerancia al riesgo y de sus objetivos. En ese sentido, este trabajo propone un marco general de interpretación, pero no una regla cerrada de asignación aplicable a cualquier inversor.

Debido a estas limitaciones, se podría extender el trabajo incorporando un enfoque cuantitativo. Podría estudiarse, por ejemplo, el comportamiento histórico de distintas clases de activos en diferentes regímenes de crecimiento e inflación, o analizarse cómo cambia su aportación a la cartera en términos de rentabilidad, riesgo, correlación y capacidad de protección. Para abordar las demás limitaciones se podría profundizar en subcategorías concretas dentro de cada clase de activo, así como comparar si los roles descritos en este trabajo se mantienen o cambian según el tipo de inversor o el horizonte

temporal considerado. Debido a esto, este trabajo puede considerarse como una base teórica además de conceptual sobre la que se podría construir una investigación más específica.

6. CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo se ha intentado demostrar la idea de que un activo o clase de activos no se debe valorar individualmente, sino que hay que valorarlo dependiendo de la función que puede cumplir dentro de ella y cómo encaja con los objetivos del propietario. Bajo mi punto de vista esta es la conclusión más importante del trabajo: un activo no puede valorarse de forma aislada, si no en relación con los demás activos con los que se combina.

En mi opinión la segunda conclusión más importante es la siguiente: la diversificación sigue siendo la base a la hora de construir carteras, pero hay que entender muy bien que significa esta diversificación y como se puede llevar a cabo. Diversificar no se trata de acumular todos los activos posibles en una cartera, si no de analizar cada activo y combinarlos en base a sus fuentes de riesgo para que estas estén diversificadas. Por ejemplo, una cartera puede tener los ocho tipos de activos mencionados en la Tabla 2 y estar menos diversificada y más expuesta al riesgo que una cartera que combina de forma óptima cuatro de estos activos.

Bajo mi punto de vista la tercera conclusión que podemos extrapolar del trabajo es la siguiente: la función o rol de cada activo no es fija, si no que depende del contexto macroeconómico. Según la literatura, en fases de expansión, la renta variable suele desempeñar mejor el papel de crecimiento. En recesiones, los bonos soberanos IG han tendido a aportar más estabilidad. En cambio, cuando el principal problema es la inflación, activos reales como las materias primas, el oro o el inmobiliario tienden a ganar importancia.

La conclusión después de todo el trabajo que me gustaría mencionar es que la robustez de la cartera, a largo plazo, no depende tanto de acertar el activo con mejor rendimiento, si no de no quedarse demasiado expuesto a cambios macroeconómicos. Durante mis prácticas en el departamento de Asset & Wealth Management de Goldman Sachs, esta era una de las ideas que más se repetía al plantear carteras para clientes, y el desarrollo de este trabajo no ha hecho más que reforzarla. Esto me parece especialmente importante porque ayuda a entender los límites de enfoques demasiado simples o demasiado dependientes de relaciones históricas que pueden cambiar. La experiencia reciente ha mostrado, por ejemplo, que incluso carteras con combinaciones tan consolidadas como la cartera 60/40 pueden perder eficacia cuando cambian las condiciones de inflación, tipos de interés y correlación entre activos.

Para concluir, me gustaría reconocer que la naturaleza de este trabajo es mayoritariamente conceptual e interpretativa, siempre apoyada en la literatura tanto académica como profesional. Su objetivo no es dar una regla cerrada matemática válida para cualquier momento, si no aportar un marco que permita comprender los diferentes roles de las distintas clases de activos y porque cumplen esos roles. En definitiva, más que intentar adivinar que activo será superior a cuál, la clave está en construir carteras capaces de adaptarse cuando el entorno cambia.

DECLARACIÓN SOBRE EL USO DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL

Para la elaboración de este Trabajo de Fin de Grado se han utilizado herramientas de Inteligencia Artificial, sobre todo ChatGPT, como apoyo complementario en distintas fases del proceso. En concreto, su uso se ha centrado en los siguientes aspectos:

- 1. Ideas iniciales y enfoque del trabajo**
Se utilizó como apoyo al inicio del proceso para plantear posibles enfoques, ordenar ideas y proponer temas o líneas de desarrollo relacionadas con el objeto del trabajo.
- 2. Apoyo en la investigación**
Se empleó para sintetizar información de libros, artículos y otros materiales, resumir contenidos y ayudar a identificar qué ideas, apartados o enfoques podían ser más relevantes para el trabajo.
- 3. Organización y estructura**
También se utilizó como ayuda para ordenar secciones, reorganizar apartados y dar una estructura más clara al contenido una vez definido el enfoque del TFG.
- 4. Ayuda en la redacción**
Una vez escrito el contenido, se empleó como apoyo para revisar la redacción, detectar errores gramaticales, mejorar la claridad de algunas frases y reducir repeticiones o expresiones poco naturales.
- 5. Correcciones generales del documento**
Se utilizó además para revisar de forma general algunos apartados ya redactados, con el objetivo de mejorar su presentación, cohesión y claridad expositiva.
- 6. Elaboración de gráficos y elementos visuales**
Se recurrió a estas herramientas como apoyo en la creación o ajuste de algunos gráficos y tablas utilizadas en el trabajo.
- 7. Formato y bibliografía**
Por último, también se utilizaron como apoyo para dar formato a referencias bibliográficas y revisar aspectos formales del documento.

En cualquier caso, el uso de estas herramientas ha sido siempre auxiliar. La selección de fuentes, el análisis, la interpretación, la redacción final del contenido y las conclusiones del trabajo han sido realizados bajo mi responsabilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). *Guaranteed to fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the debacle of mortgage finance*. Princeton University Press.
<https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691150789/guaranteed-to-fail>
- Baele, L., Bekaert, G., Inghelbrecht, K., & Wei, M. (2020). Flights to safety. *Review of Financial Studies*, 33(2), 689–746. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz055>
- Bain & Company. (2024). *Global private equity report 2024*.
<https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39–44.
<https://www.jstor.org/stable/4479818>
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1995). Determinants of portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 133–138.
- Campbell, J. Y., Pflueger, C. E., & Viceira, L. M. (2020). Macroeconomic drivers of bond and equity risks. *Journal of Political Economy*, 128(8), 3148–3185.
https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/CampbellPfluegerViceira_JPE2020_c649d0cf-589b-4493-b695-c51d2ac45d48.pdf
- Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2002). *Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors*. Oxford University Press.
- Case, B., Goetzmann, W. N., & Rouwenhorst, K. G. (2000). *Global real estate markets: Cycles and fundamentals* (NBER Working Paper No. 7566). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w7566>
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2023). *Credit Suisse global investment returns yearbook 2023*. Credit Suisse Research Institute. https://ub-sachdokpdf.ub.unibas.ch/9963586200105504/9963586200105504_D2023_Yearbook%202023.pdf
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Agrawal, D., & Mann, C. (2001). Explaining the rate spread on corporate bonds. *The Journal of Finance*, 56(1), 247–277.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00324>

Evans, J. L., & Archer, S. H. (1968). Diversification and the reduction of dispersion: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 23(5), 761–767.

<https://www.jstor.org/stable/2325905>

Fama, E. F., & French, K. R. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 23–49.

Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial real estate analysis and investments* (3rd ed.). Cengage Learning.

<https://es.scribd.com/document/994448086/Commercial-Real-Estate-Analysis-Investment-3rd-Ed-2014>

Global Market Insights. (n.d.). *Asset management market size, share & growth analysis*.

<https://www.gminsights.com/industry-analysis/asset-management-market>

Gorton, G., & Rouwenhorst, K. G. (2006). Facts and fantasies about commodity futures. *Financial Analysts Journal*, 62(2), 47–68. <https://www.jstor.org/stable/4480744>

Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851–1882.

<https://doi.org/10.1111/jofi.12154>

Ibbotson, R. G., & Kaplan, P. D. (2000). Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance? *Financial Analysts Journal*, 56(1), 26–33.

<https://doi.org/10.2469/faj.v56.n1.2327>

Ilmanen, A. (2011). *Expected returns: An investor's guide to harvesting market rewards*. John Wiley & Sons.

Ilmanen, A. (2022). *Investing amid low expected returns: Making the most when markets offer the least*. Wiley.

Institute of Asset Management. (n.d.). *What is asset management?*

<https://theiam.org/what-is-asset-management>

International Monetary Fund. (2023). *Global financial stability report: Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks*. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2023/april/english/text.pdf>

J.P. Morgan Wealth Management. (2025). *What are safe haven assets?*

<https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/what-are-safe-haven-assets>

- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791–1823.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- LGT Capital Partners. (2024). *Hedge fund strategies – An introduction*.
https://www.lgtcp.com/files/2024-04/lgt_capital_partners_-_hedge_fund_strategies_introduction_-_2024_en.pdf
- Mandelbrot, B. (1963). *The variation of certain speculative prices*. *The Journal of Business*, 36(4), 394–419.
https://web.williams.edu/Mathematics/sjmiller/public_html/341Fa09/econ/Mandelbroit_VariationCertainSpeculativePrices.pdf
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Meketa Investment Group. (2025, May). *A stagflation primer*. https://meketa.com/wp-content/uploads/2025/05/MEKETA_Stagflation.pdf
- Morgan Stanley Investment Management. (n.d.). *Alpha in fixed income*.
<https://www.morganstanley.com/im/es-es/intermediary-investor/insights/articles/alpha-in-fixed-income-es.html>
- O’Connor, F. A., Lucey, B. M., Batten, J. A., & Baur, D. G. (2015). The financial economics of gold—A survey. *International Review of Financial Analysis*, 41, 186–205.
https://www.researchgate.net/publication/315337009_The_Financial_Economics_of_Gold_A_Survey/link/58d3a85992851c319e588048/download?tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIn19
- Parlapiano, F. (2024). *The pass-through of cost shocks to firms’ prices and the impact on value added* [Working paper]. European Central Bank.
https://www.ecb.europa.eu/pub/research-networks/shared/pdf/champ/20250131-Parlapiano_paper.pdf
- Pedersen, L. H. (2015). *Efficiently inefficient: How smart money invests and market prices are determined*. Princeton University Press.
- Portfolio Visualizer. (2025). *Asset correlations tool*.
<https://www.portfoliovisualizer.com/asset-correlations>

Schroders. (2018). *La crisis financiera mundial, 10 años después*.
<https://www.schroders.com/es-es/es/inversores-particulares/vision-de-mercado/la-crisis-financiera-mundial-10-anos-despues/>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Taleb, N. N. (2007). *The black swan: The impact of the highly improbable*. Random House. https://www.stat.berkeley.edu/~aldous/157/Books/Black_Swan-sub.pdf

Torres, S. (n.d.). *Qué significa entrar en recesión: Guía completa para entender sus causas, síntomas e impactos*. Aprende Economía. <https://aprendeconomia.info/que-significa-entrar-en-recesion-guia-completa-para-entender-sus-causas-sintomas-e-impactos/>

Vanguard. (2026). *Understanding stock-bond correlations*.
<https://www.vanguard.co.uk/professional/vanguard-365/investment-knowledge/portfolio-construction/understanding-stock-bond-correlations>