

El Renacimiento de la gestión activa

Autor



Michael W. Roberge
Presidente y consejero delegado

El año 2022 estuvo marcado por la inflación. La mayoría de los bancos centrales se encontraban rezagados en el plano del endurecimiento de la política monetaria y tuvieron que endurecerla drásticamente para recuperar el terreno perdido. En mi opinión, en 2023 el foco de atención se ha centrado más en el ciclo económico. La inflación se está desacelerando poco a poco. La pregunta que cabe plantearse ahora es si tendremos una recesión y si la economía protagonizará un aterrizaje suave o uno duro. En un año, el discurso girará en torno a la magnitud de la ralentización del crecimiento económico y a lo que podría depararnos el siguiente ciclo económico.

Lo que la curva de tipos podría estar indicando

Los fondos federales se encuentran en estos instantes en una horquilla de entre un 5,0% y un 5,25%, y el mercado descuenta que el tipo terminal podría subir otro 0,25%.¹ La Reserva Federal estadounidense (Fed) controla el tramo corto de la curva. Si bien los tipos de las letras del Tesoro a tres meses se hallan en cotas ligeramente más elevadas, el mercado controla los tipos de los bonos del Tesoro a diez años, que se encuentran alrededor del 3,7%.¹ Por tanto, la curva presenta una inversión considerable. En términos históricos, cuando se produce una inversión de la curva de tipos como esta, la economía experimenta una ralentización considerable o se adentra en terreno recesivo. No obstante, los mercados anticipan que la Fed relajará su política monetaria en el segundo semestre del año. Si bien las previsiones apuntan a que la inflación disminuirá en 2023, considero que, durante la primera mitad del año, la tasa de inflación probablemente seguirá estando por encima de lo que los bancos centrales consideran aceptable y, en consecuencia, los tipos oficiales seguramente permanecerán en cotas más elevadas durante más tiempo.

El argumento a favor de la gestión activa

Aunque observamos numerosos indicios que apuntan a una recesión, los activos de riesgo no parecen darse por aludidos. Si analizamos las previsiones de consenso de Wall Street sobre los beneficios, observamos que, pese a mostrar una caída de entre el 2% y el 5%, no se sitúan en consonancia con lo que cabría esperar en una recesión tradicional, donde la caída sería de entre un 10% y un 30% o más.² En un ciclo tradicional, los mercados de renta variable no suelen alcanzar mínimos hasta que los beneficios tocan fondo. Las empresas están dando a entender que pueden proteger sus márgenes pese a que la economía seguramente vaya a protagonizar una ralentización.

Con todo, no creo que las compañías sepan cómo pintará el crecimiento y, echando la vista al frente, no considero que los beneficios hayan tocado fondo. Este ciclo diferirá del anterior y dará lugar a una coyuntura donde la gestión activa revestirá importancia. Un periodo de varias décadas marcado por el descenso de los tipos de interés ha supuesto un obstáculo para las ganancias y los beneficios. La proporción del producto interior bruto (PIB) generada por el trabajo disminuyó y los gastos de capital cayeron de manera significativa. Estos factores contribuyeron al aumento de los márgenes, que todavía rondan máximos históricos.

Observamos una reversión de la coyuntura de los últimos 10 a 12 años. Como he mencionado anteriormente, la inflación aumentará y los bancos centrales no podrán bajar los tipos como se esperaba. En respuesta a las lecciones aprendidas durante la pandemia de COVID-19, las empresas están relocalizando sus cadenas de suministro, lo que generará costes adicionales. Después de la crisis financiera mundial, los gastos de capital (capex) se destinaron a los dividendos, las recompras de acciones y los activos inmateriales.³ En la actualidad, la intensidad



de capital de numerosas empresas ya ha aumentado como consecuencia de sus inversiones en instalaciones y equipos. La reducción de la intensidad de carbono también implica poner más capital a trabajar. (Un aspecto especialmente positivo de los gastos de capital radica en que albergan el potencial de generar crecimiento a lo largo del tiempo, y es posible obtener una rentabilidad de ello). Los costes laborales se orientan al alza ante la retención y contratación de empleados por parte de las empresas. Las inversiones en diversidad e igualdad en la esfera laboral deberían dar lugar a un mayor crecimiento y hacer del mundo un lugar mejor. Sin embargo, ello podría producirse a expensas de los márgenes. Debido a estos motivos, considero que el coste ambiental para las empresas será muy distinto, a lo que se suma el hecho de que el punto álgido de los múltiplos y de los márgenes no está por venir, sino que ya ha quedado atrás. Una vez más, cabe resaltar que estamos ante una coyuntura donde la gestión activa reviste importancia. Esta tiene por objeto identificar empresas con sólidas posiciones competitivas, poder de fijación de precios y flujos de caja que puedan brindar una cierta protección desde el punto de vista de los beneficios.

Volatilidad y dispersión: una oportunidad para los gestores activos

Venimos de un entorno en el que los bancos centrales situaron los tipos a cero y eliminaron la volatilidad. Cada vez que se materializaba un acontecimiento desfavorable, la Fed tomaba cartas en el asunto e inyectaba liquidez. Ya no estamos en ese entorno, sino que nos hallamos en uno donde la volatilidad será mayor, lo que genera ingentes oportunidades para los gestores activos y en materia de dispersión. La era de la beta barata en la gestión pasiva ha quedado atrás en mi opinión⁴. La diferenciación resulta importante, y contar con una ventaja desde el prisma del horizonte temporal marca la diferencia. En la actualidad, estamos saturados de información, pero desprovistos de conocimiento. La capacidad para hacer caso omiso del ruido a corto plazo e identificar los catalizadores del valor a largo plazo constituye una ventaja en el mercado hoy en día.

Este último está volviendo a inclinarse por valorar a una empresa sobre la base de sus flujos de caja. Si echamos la vista atrás, veremos que un número considerable de empresas de pequeña capitalización —compañías «zombis»— no generaron flujos de caja operativos suficientes para saldar sus deudas. Esa facultad debería haber quedado eliminada del sistema de cara a permitir a empresas más saneadas disponer de poder de fijación de precios: esas son las empresas que deberían perfilarse como ganadoras. Los gestores activos pueden tratar de identificar este tipo de compañías e invertir en ellas de cara a intentar obtener unas rentabilidades ajustadas al riesgo para sus clientes.

Asignación de activos: el regreso de la cartera 60/40

Durante los últimos años, las personas se han preguntado si la cartera compuesta por un 60% de acciones y un 40% de bonos había pasado a mejor vida. Al mirar hacia el futuro, considero que el modelo de asignación 60/40 está de vuelta. Desde el prisma de la inversión, este entorno resulta mucho más favorable que el de la pasada década. El efectivo ofrece rentabilidad y los mercados de renta fija brindan una rentabilidad atractiva, incluso después de ajustarla para tener en cuenta la inflación. Los inversores pueden evaluar las primas de riesgo asociadas a esas tasas ahora y, con el tiempo, estructurar una asignación de activos que resulte lógica. Esta situación no se daba cuando los tipos se encontraban en niveles cercanos a cero y la volatilidad se situaba en cotas reducidas. En el entorno actual, opino que la inversión en deuda corporativa con calificación investment grade cobra sentido. Esta clase de activos ofrece un rendimiento atractivo con un diferencial razonable para el riesgo de crédito que presenta, y posiblemente proporcione una rentabilidad aceptable a lo largo del ciclo. Si bien la renta variable y algunos de los mercados de renta fija de mayor riesgo podrían presentar algunos retos, una tasa libre de riesgo de gran solidez (derivada del bono del Tesoro en cuestión) sumada a una prima de riesgo de entre el 3% y el 4% para la renta variable representa una rentabilidad satisfactoria para el ciclo completo. No somos lo suficientemente inteligentes como para determinar cuándo ha tocado fondo el mercado. Si la renta variable registra una rentabilidad inferior durante parte de este año en un contexto de caída de los beneficios, considero que efectuar un reajuste para volver a contar con una asignación de tipo 60/40 (o con otro tipo de asignación adecuada) constituye una opción sensata para los inversores. A diferencia de lo que sucedía hace un par de años, la coyuntura actual brinda oportunidades para los inversores. ▲



Notas:

- ¹ Bloomberg y Reserva Federal estadounidense (Fed), 2 de junio de 2023.
- ² FactSet Research, con base en los componentes del índice S&P 500.
- ³ Los gastos de capital o capex hacen referencia al dinero que una organización o entidad corporativa gasta en la compra, mantenimiento o mejora de sus activos fijos, como edificios, equipos o terrenos.
- ⁴ La beta es un dato que mide la volatilidad de una cartera en relación con el mercado en general. Una beta inferior a 1,0 indica que el riesgo es inferior al del mercado; una beta superior al 1,0 denota un riesgo superior al del mercado. Se trata de un parámetro del riesgo que cobra la mayor fiabilidad cuando las fluctuaciones sobre la rentabilidad de la cartera presentan una correlación alta con las variaciones de la rentabilidad del índice seleccionado como representativo del mercado.

«Standard & Poor's®» y S&P «S&P®» son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»); S&P Dow Jones Indices LLC cuenta con la debida licencia para la utilización de estas marcas registradas, y MFS dispone de la adecuada sublicencia para determinados fines. El índice S&P 500® es un producto de S&P Dow Jones Indices LLC, y MFS cuenta con la debida licencia para su utilización. Ni S&P Dow Jones Indices LLC, ni Dow Jones, ni S&P ni sus respectivas entidades afiliadas patrocinan, avalan, venden o promocionan los productos de MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P y sus respectivas entidades afiliadas tampoco ofrecen garantía alguna respecto de la conveniencia de invertir en tales productos.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** - MFS Investment Management; **América Latina** - MFS International Ltd.; **Canadá** - MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado.

Se ruega tener en cuenta que en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y clientes institucionales.

Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza: Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l.

(MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local.

Singapur - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** - MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.