

El pasado lejano es el prólogo

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

En resumen

- La anomalía era la correlación negativa entre la renta variable y la fija desde 1998 hasta 2019, no la relación positiva que empezó en 2022.
- En los próximos años, prevemos que la diversificación provenga cada vez más de la selección de valores y de gestores.

¿Un pez sabe que está nadando en el agua? Seguramente no hasta que deja de estar sumergido. Esto, espero, ilustra que puede ser difícil saber, por no decir entender, el paradigma en el que vivimos hasta que se produce un cambio brusco.

Las aguas en las que solíamos nadar

Los tipos de interés remuneraban a los ahorradores por renunciar a la posibilidad de consumir en el presente. Puesto que toda la actividad económica y financiera se desarrolla a lo largo del tiempo, tiene que haber unos tipos positivos. Sin unos tipos de interés positivos, las señales del mercado en la economía y los mercados financieros se distorsionan. Todos los proyectos se financian, los valores de los activos se inflan y el capital se asigna de forma ineficaz.

En la década de 2010, las aguas de los mercados económicos y financieros incluían unos tipos de interés muy bajos que, en algunos momentos, llegaron a ser de cero e incluso negativos. Los mercados financieros nadaban en unas aguas con unas rentabilidades extraordinarias, una volatilidad inferior a lo normal y una correlación más baja que la media y, por ende, unos ratios Sharpe favorables en términos históricos.

Hasta 2022, en que las aguas (o el paradigma) cambiaron.

Tres décadas frente a tres siglos

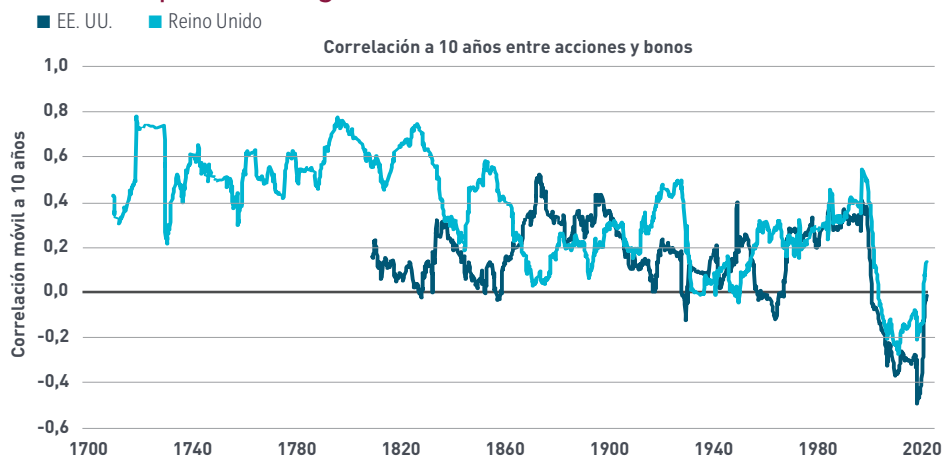
Los inversores, todavía afectados por la conmoción de los tipos de interés de 2022, se han visto obligados a enfrentarse a lo que parece una anomalía: la correlación positiva entre acciones y bonos.

No obstante, la dura realidad estriba en que 2022 no fue un año tan anómalo desde una perspectiva a largo plazo. Fue un ejemplo del peligro de dejar que el pasado reciente nos haga ignorar los patrones históricos prolongados. El agua, o el paradigma, está simplemente volviendo a su estado natural a medida que la tasa mínima de rentabilidad de todas las inversiones, el tipo de interés, ha empezado su proceso de normalización.

En un artículo de noviembre de 2021 titulado *Respetar tres siglos de correlación*, señalamos la correlación positiva a largo plazo entre las rentabilidades nominales de las acciones y los bonos y advertimos que las décadas recientes de correlación negativa no resultaban sostenibles. Debajo se muestra la correlación histórica, que abarca tres siglos en el Reino Unido y dos en Estados Unidos.



Gráfico 1: hasta hace poco, las rentabilidades de las acciones y los bonos presentaban generalmente una correlación.



Fuente: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research. Datos mensuales de 1711 a septiembre de 2023.

Por qué una correlación positiva a largo plazo

Como el pez del ejemplo, esto podría sorprender a muchos en la actualidad, porque no es lo que su experiencia les ha enseñado. Y tampoco es lo que se enseña en las facultades de Empresariales (aunque debería hacerse).

Tomando un poco de retrospectiva: los inversores clasifican las distintas inversiones con etiquetas como acciones y bonos, deuda pública y privada, acciones de crecimiento y de valor, etc. Si bien estas distinciones son importantes, materiales y valen la pena, lo que a menudo se pierde de vista es que, al fin y al cabo, todas se basan en la esperanza o promesa de unos flujos de caja.

Todas las inversiones exigen un compromiso de capital de un ahorrador a cambio de unas rentabilidades futuras que compensen no solo por el compromiso del tiempo, sino también por el riesgo de que el proyecto no salga bien. Si consideramos las subclases de activos de este modo, hay una única clase de activos: los flujos de caja. Cuanto más previsibles o estables los flujos de caja futuros, más baja debería ser la volatilidad del activo con respecto a otros que exigen comprometerse más tiempo o cuyos flujos de caja son más arriesgados. De ahí provienen, por lo general, las ventajas de la diversificación: una cartera cuyas fuentes de rentabilidad (es decir, sus flujos de caja futuros) están diversificadas entre distintos horizontes temporales y niveles de riesgo.

Si bien existen, y seguirán existiendo, unas ventajas de diversificar entre renta variable y renta fija, esas ventajas se han sobrestimado en las últimas décadas debido a la baja inflación y unos tipos de interés artificialmente reducidos. Los inversores que asignaban su cartera entre acciones y bonos no solamente han disfrutado de unos rendimientos desproporcionados con una volatilidad inusualmente baja, sino también de unas rentabilidades ajustadas al riesgo excepcionalmente altas, en parte debido a esta covarianza negativa, aunque insostenible.

¿Por qué esto es importante?

Las perturbaciones de la inflación y los tipos de interés de 2022 han cambiado el panorama.

Si bien no podemos predecir el valor terminal de los tipos de interés reales, nos encontramos sin duda más cerca de un entorno de tipos más normal que antes, lo que implicaría una normalización de la relación a largo plazo entre las acciones y los bonos. Los inversores que se han fijado un objetivo futuro de ratios Sharpe o de información basado en el pasado reciente podrían estar abocados a obtener una rentabilidad inferior.



¿Qué podemos hacer?

A medida que pase el tiempo, quedarán en evidencia aquellos ámbitos en que el capital se asignó de forma ineficaz. Por ejemplo, los proyectos y flujos de caja basados en el apalancamiento financiero se derrumbarán bajo el peso de la elevada carga de deuda y los malos proyectos tendrán que recapitalizarse.

A medida que las correlaciones de las clases de activos como las acciones y los bonos se normalizan, la importancia de la selección de valores y la asignación de gestores cobrará vital relevancia, ya que pasarán a ser no solo motores de rentabilidad, sino también motores más amplios de la covarianza y la diversidad de la cartera.

Conclusión

Como afirmó una vez un famoso inversor, el precio es lo que pagas, pero el valor es lo que obtienes.

En nuestra opinión, aunque los precios son elevados, el valor de algunos activos financieros es demasiado bajo. El paradigma del reducido coste del capital y los bajos costes laborales ha cambiado. Habrá peces que, en el mejor de los casos, caerán hacia abajo en la cadena alimentaria y otros que, en el peor caso, serán devorados. En cambio, los peces con la capacidad de generar unos flujos de caja para los inversores que no dependan tanto del entorno anterior podrían convertirse en activos escasos, y el motivo por el que creemos que el tipo de pez que se debe mantener en una cartera será lo importante en este nuevo, pero viejo, paradigma. ▲

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 Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc.; **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. **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») (ABN 68 607 579 537) 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.