

## Un paradigma diferente

### Autor



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

### En resumen

- La rentabilidad del capital impulsa la valoración de la renta variable.
- Los dos factores que antes favorecían la rentabilidad del capital se han convertido en obstáculos.
- Se recomienda actuar con discreción.

### Lo que importa es la rentabilidad (del capital)

El valor de mercado de la renta variable, tanto pública como privada, representa una serie de supuestos sobre la rentabilidad del capital en el futuro. Cuando cambian las previsiones sobre los beneficios, los valores de mercado se corrigen en consecuencia. Esa corrección puede revelarse rápida en los mercados públicos o lenta en los privados, y resulta inevitable.

Si analizamos el llamativo periodo de acumulación de patrimonio del que disfrutaron los inversores desde el final de la crisis financiera mundial, el catalizador fue el importante crecimiento neto de los ingresos obtenido por las empresas, con independencia de la región geográfica o el estilo. Si bien algunas de ellas generaron muchos más ingresos que otras, como las empresas estadounidenses de crecimiento de gran capitalización, la rentabilidad del capital y las cotizaciones de los valores fueron relativamente elevadas y su avance apenas se vio interrumpido.

Dejando a un lado los trimestres posteriores al confinamiento por la pandemia en los que se aplicaron medidas de estímulo, el exceso de ahorro mundial y la caída de las inversiones en activo fijo contribuyeron a años de estancamiento económico que lastraron los ingresos corporativos. Sin embargo, sigue habiendo muchas empresas en todo el mundo capaces de generar unas tasas de rentabilidad nada desdeñables, gracias, en parte, a la reducción de los costes de capital y de explotación.

Así es como hemos llegado a la situación actual, pero lo que importa es hacia dónde nos dirigimos. Desde 2022, los costes de capital y de explotación han aumentado. A continuación explicamos por qué no esperamos que regresen a sus bajos niveles anteriores y qué puede conllevar esto para los activos de riesgo.

### Dos factores importantes (e interconectados)

En una hazaña notable, el Banco de Inglaterra ha recopilado 5.000 años de historia de tipos de interés. Según esos datos, en el año 2021 los tipos de interés registraron su cota mínima de todos los tiempos. Para ponerlo en perspectiva para todas aquellas personas que, como yo, nacieron a principios de la década de 1980, a lo largo de nuestra vida se han alcanzado tanto la cota máxima como la mínima de los tipos de interés en 5.000 años.



Tres años después y, a pesar de un mercado laboral tensionado y una creación mensual de 250.000 nuevos puestos de trabajo, los participantes del mercado siguen anticipando una relajación de la política monetaria mundial. Si bien esto puede revelarse acertado, y no estoy diciendo lo contrario, el aspecto al que debemos prestar más atención es lo que sucederá en las curvas de rendimientos y en los tipos a largo plazo en el futuro.

Aunque los tipos a un día y a corto plazo probablemente bajarán antes que los tipos a largo plazo, son demasiados los inversores que parecen contar con un desplome de los tipos a largo plazo y un nuevo abaratamiento de los costes de capital. En mi opinión, cualquier reducción de los tipos a corto plazo tiene más posibilidades de traducirse en unas curvas de rendimientos con pendiente positiva que de provocar un desplome repentino de los costes del endeudamiento a largo plazo. Y lo que es más importante, en mi opinión, es la escasa probabilidad de que los costes del endeudamiento, ya sea para los consumidores, las empresas o los organismos gubernamentales, regresen a sus cotas mínimas históricas, puesto que la demanda agregada es demasiado elevada, la mano de obra demasiado escasa y la necesidad de inversión de capital demasiado acuciante.

Algo que suelen preguntarme cuando comparto esta opinión es: «En caso de tensión en los mercados, ¿no pretenderán las autoridades políticas manipular las curvas de rendimientos?». Por supuesto. No obstante, pretender hacer algo y tener la capacidad para conseguirlo son dos cosas muy distintas. Además, era mucho más sencillo manipular las curvas de rendimientos cuando el nivel de ahorro era elevado, el gasto era reducido, la mano de obra abundaba (por tanto, poseía poco poder de negociación), y el crecimiento y la inflación acusaban debilidad.

### ¿Qué ha cambiado?

En nuestros días, lo que ha cambiado es que los ahorros de las familias se gastan en alimentación, vivienda y energía, y las empresas destinan el gasto a acortar las cadenas de suministro (lo explicaré con más detalle más adelante) en una época en la que la mano de obra es cara y escasa. Todo este gasto impulsa el crecimiento y la inflación. Asimismo, la inflación actual no solo es más elevada sino también más volátil que en el paradigma de lento crecimiento y baja inflación, pese a que los déficits presupuestarios son mucho más abultados que en el pasado reciente. Esto ha dado lugar a limitaciones políticas dictadas por el mercado de renta fija, tal como observamos en el Reino Unido durante la crisis provocada por las LDI hace 18 meses. Esto es relevante para los activos de riesgo porque la tasa mínima de rentabilidad para generar ingresos netos positivos es ahora mucho más elevada.

Otro factor que influye es la globalización. Esta y los sistemas de existencias «justo a tiempo» fueron unos catalizadores espectaculares del crecimiento de los beneficios, ya que almacenar bienes es costoso. Disponer de un inventario más reducido conlleva más capital circulante y una mayor eficiencia tanto operativa como de beneficios. La fabricación a bajo coste, especialmente en Asia, permitió a numerosos conglomerados occidentales rebajar sus gastos en personal. Con la subcontratación de la fabricación, las multinacionales pudieron reducir la inversión en activo fijo material. En igualdad de condiciones, cuando la intensidad de capital desciende, los beneficios aumentan. Sin embargo, cuando la globalización permitió a las empresas de los mercados desarrollados convertirse en negocios con poco activo, también desencadenó diez años de estancamiento económico en la década de 2010. Por consiguiente, la globalización no está exenta de riesgos, y muchos de esos riesgos quedaron al descubierto durante la pandemia y, actualmente, la guerra entre Rusia y Ucrania y el conflicto de Oriente Próximo.



## Cambio de cara de la globalización

Un requisito previo para que los sistemas de existencias «justo a tiempo» y la globalización funcionaran era la paz mundial. Se aumentó el tamaño de los buques y estos podían transportar más contenedores gracias a que las alianzas surgidas después de la Segunda Guerra Mundial garantizaban la seguridad en los océanos. Las empresas necesitaban estar seguras de que los bienes llegarían justo a tiempo, y lo estaban. A medida que esa confianza crecía y las ventajas de las economías de escala se acumulaban, el porcentaje de los bienes comerciados en todo el mundo transportados por vía marítima se duplicó con creces. Al mismo tiempo, los costes del transporte disminuyeron y los beneficios se dispararon al alza.

El transporte continúa siendo barato, pero está encareciéndose. Lo que resulta más preocupante es que una pandemia mundial, dos guerras en curso y una guerra fría han reducido la certeza de que un componente crítico llegará a tiempo a su destino. Entretanto, el arbitraje laboral con Asia ha finalizado porque fabricar en Asia ya no es barato y contratar personal es complicado prácticamente en todas partes.

La globalización no ha terminado, ni tampoco los sistemas de existencias «justo a tiempo». No obstante, creo que las cadenas de suministro pasarán a estar menos tensionadas, tendrán unos costes mayores o presentarán una combinación de ambas cosas.

## Ha llegado el momento de ser selectivos

Las sociedades, al igual que las economías y los mercados financieros, son cíclicas. A lo largo de la historia, de las épocas difíciles han surgido personas fuertes. Esas personas fuertes, por las adversidades a las que se han enfrentado, han creado épocas de bonanza. Y de esa bonanza salen personas blandas. Y esas personas blandas acaban generando épocas difíciles, lo que cierra el círculo.

En mi opinión, la respuesta política a la crisis financiera mundial y a la pandemia creó intencionadamente un entorno operativo favorable para los negocios en el que se generaron altas rentabilidades para los propietarios del capital. La vida, los negocios y la inversión no son fáciles. No obstante, en los últimos tiempos la abrumadora respuesta política ha facilitado la inversión.

## Conclusión

- Creemos que el principal catalizador de la rentabilidad del capital en los últimos años ha sido el descenso de los costes, no el crecimiento.
- Los costes ya no se reducen. De hecho, están virando al alza, y el crecimiento no logra mantener el ritmo.
- Las primas de riesgo de las acciones y la deuda corporativa son relativamente bajas y dejan poco margen para el error.

Los resultados de las carteras probablemente dependerán más de los fundamentales de las empresas a medida que se despliegue la dinámica que hemos descrito anteriormente. Creemos que los valores de las empresas posicionadas para afrontar con éxito el nuevo paradigma de costes más elevados deberían obtener unos resultados muy superiores a los de aquellos que no están preparados.

A medida que el ciclo de la sociedad, la economía y el mercado avanza hacia su fin, el actual entorno operativo favorable para las empresas cambiará. Aumentarán las adversidades, pero no es probable que el nuevo paradigma permita a las autoridades políticas suavizar el golpe esta vez. Y por eso creo que es recomendable actuar con discreción en las carteras que uno posee. ▲



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.

**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 el uso por parte de clientes institucionales. En Canadá, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a clientes institucionales.**

**Nota a los lectores de Canadá:** Publicado en Canadá por MFS Investment Management Canada Limited. **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.

**Baréin** - El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información.

**Kuwait** - El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentivación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** - Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión.

**Sudáfrica** - El presente documento no ha recibido la aprobación del Consejo de Servicios Financieros, y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** - El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** - El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** - El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.