

A medida que cambia el paradigma, la liquidez llega aquí para quedarse

Autor



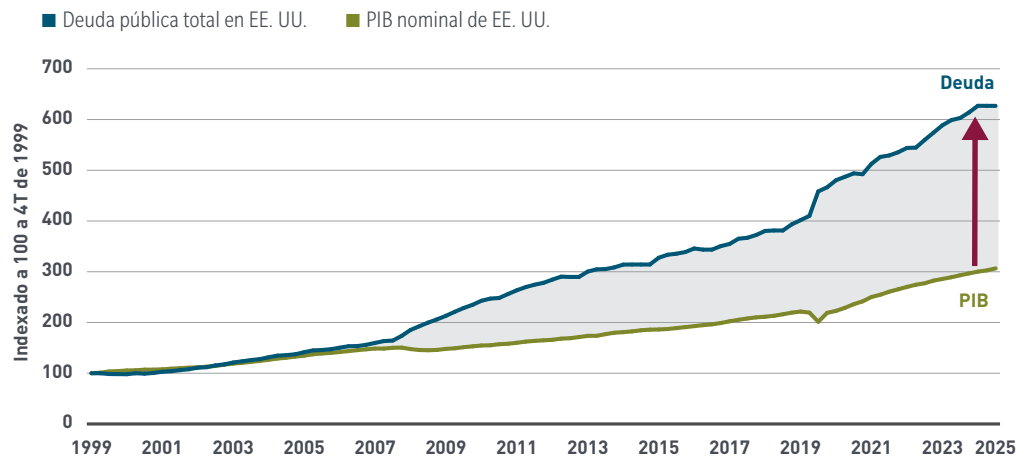
Robert M. Almeida
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

En resumen

- La historia nos enseña que los Gobiernos experimentan dificultades a la hora de contener la liquidez una vez que se ha abierto el grifo.
- Nos estamos adentrando en un nuevo paradigma en el que la inversión en activo fijo material está reemplazando la ingeniería financiera.
- En este nuevo entorno, las perturbaciones que experimentan las fuentes de beneficios podría suponer una ventaja para los gestores activos.

Aunque el endeudamiento del Gobierno de EE. UU. no es un secreto, los inversores podrían subestimar el posible lastre que constituiría para la economía de cara al futuro. El siguiente gráfico muestra el crecimiento de la deuda pública total de EE. UU. en comparación con el tamaño de la economía estadounidense en las últimas décadas. Como era de esperar, las líneas empiezan a divergir tras la crisis financiera mundial de 2008.

Gráfico 1: El ratio deuda/PIB se ha disparado desde la crisis financiera global



Fuente: Bloomberg. Datos trimestrales del 31 de diciembre de 1999 al 30 de junio de 2025 (últimos datos disponibles). Los datos están normalizados a partir del 31 de diciembre de 1999.

Lo que está ocurriendo en Estados Unidos no es nada nuevo, y aunque la historia nos puede ayudar a reflexionar sobre sus posibles consecuencias, creo que los inversores que esperan una retirada de liquidez para abordar este desequilibrio podrían verse decepcionados. Yo ofrezco otro desenlace que conllevaría costes y que podría alterar la tendencia reciente y creciente sobre cómo los inversores conciben el valor del asesoramiento de carteras.



Los Gobiernos a menudo han devaluado la oferta monetaria

Los Gobiernos llevan ya siglos incrementando la oferta monetaria para financiar diversas iniciativas. Esto se puede lograr mediante diferentes métodos que suelen acabar afectando a la economía en general y a los mercados financieros. Dos ejemplos, entre los cientos que existen, son la Roma antigua y la Inglaterra del siglo XVI.

Desde alrededor del 200 a.C. hasta el 265 d.C., para financiar guerras, el contenido de plata del denario romano se redujo del 100% al 1%, lo que provocó hiperinflación y contribuyó al eventual declive del Imperio romano.

Siglos después, en la Inglaterra del siglo XVI, el rey Enrique VIII ordenó reducir el contenido de metales preciosos en las monedas de oro y plata, también para financiar guerras costosas. A partir de la década de 1540, la llamada «Gran Devaluación» sustituyó los metales preciosos por cobre más barato. Esto provocó una inflación significativa, dañó la reputación comercial internacional de Inglaterra y generó una sacudida económica que duró muchos años.

Desde 2008, el Gobierno de EE. UU. ha creado dinero de una manera distinta: mediante la expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés). Como bajar los tipos de interés a mínimos de 5.000 años no fue suficiente para estimular el crecimiento económico, la Reserva Federal de EE. UU. compró grandes cantidades de bonos del Tesoro y bonos de titulización hipotecaria en el mercado abierto. Para pagar estos activos, creó reservas, lo que incrementó la oferta monetaria.

Sin embargo, como pone de relieve la línea del PIB en el gráfico anterior, la QE no siempre se traduce en crecimiento económico o inflación. Cuando el dinero se devalúa —ya sea diluyendo el porcentaje de plata o creando reservas bancarias que no se destinan a fines económicamente productivos— se generan desajustes en materia de deuda.

Esto es importante porque, para sostener este desajuste, la Fed no puede retirar liquidez de manera significativa. La oferta monetaria debe ser amplia en relación con la carga de deuda, y no en relación con el PIB, como se cree por lo común. Hasta que la economía crezca lo suficiente como para poder servir esta deuda, puede que el exceso de liquidez se mantenga para evitar una crisis de deuda.

El rumbo más probable y los cambios que puede deparar

No solos los césares, los reyes o los bancos centrales crean dinero. El sistema de reserva fraccionaria permite también a los bancos comerciales crear dinero. En tiempos modernos, hasta la crisis financiera, así es como se creó la mayor parte del dinero. Aquí mostramos un recordatorio de cómo funciona:

Cuando los bancos prestan una parte de sus depósitos, se firma un contrato de préstamo y se crea un pagaré. Esa obligación de pago se liquida con posterioridad, lo que crea dinero.

Por ejemplo, cuando un cliente obtiene un préstamo de 100 dólares, firma un contrato de préstamo y un pagaré, que representan una promesa de reembolso. Los activos del banco aumentan en 100 dólares en forma del pagaré, y también lo hacen sus pasivos, a través de obligaciones de pago. El banco cumple su compromiso abonando en la cuenta del prestatario el importe del préstamo, lo que en la práctica crea un nuevo depósito. El pagaré permanece como un activo del banco, mientras que el pasivo se reemplaza por un depósito de 100 dólares. Ese depósito representa dinero nuevo en la economía que antes no existía.

Este sistema ha sido vital para las economías modernas, al permitir a los bancos generar rentabilidades y estimular el crecimiento económico. No cabe duda de que este sistema quedó paralizado tras la crisis financiera de 2008, momento en que más se necesitaba. Los programas de QE del Gobierno de EE. UU. fueron diseñados para «cebar la bomba económica», aunque, sin lugar a dudas, no produjeron el resultado previsto, ya que la liquidez se destinó en su lugar a los precios de los activos financieros a través de recompras de acciones, mayores dividendos y fusiones y adquisiciones.



Desde 2022, sin embargo, parte del nuevo dinero ha provenido de este mecanismo del sector privado, lo que ha financiado inversiones en ajustes de las cadenas de suministro, la economía digital y, más en concreto, la infraestructura para la inteligencia artificial. Se trata de proyectos con una posible utilidad económica, algo que contrasta con lo que, en retrospectiva, se puede considerar como una transferencia de riqueza de los ahorradores a los prestatarios en el periodo de 2009 a 2021 que, en la mayor parte de los casos, enriqueció a los propietarios de activos financieros.

Aunque las circunstancias podrían cambiar, de cara al futuro esperamos que el crecimiento económico sea superior al de la década de estancamiento de los años 2010. Ahora bien, eso podría mantener la inflación y los costes de endeudamiento a largo plazo en los niveles actuales o cerca de ellos.

Según la tasa de crecimiento real, podría darse que los niveles excesivos de deuda del Gobierno estadounidense persistan, lo que dificultará en gran medida que las autoridades políticas relajen las condiciones financieras en futuros periodos de tensión económica o de mercado.

Conclusión

La liquidez generada por los gobiernos es una característica persistente de las economías, tanto en el pasado como en el presente. La historia sugiere que, una vez que se incrementa, la liquidez es difícil de retirar, porque a los dirigentes no les gusta decepcionar a sus ciudadanos con recortes de gasto. A falta de austeridad, hay que mantener los ingentes balances de los bancos centrales para sostener cargas excesivas de deuda.

Aunque la liquidez probablemente haya llegado para quedarse, ha surgido un nuevo ciclo de capital. La inversión en activo fijo material está repuntando. Aunque podría interrumpirse de forma prematura y/o no bastar para rebajar la carga de deuda, creo que hay tres cambios importantes a los que se enfrentarán empresarios e inversores que diferirán bastante de los de la década de 2010.

1. Aunque la Fed podría recortar los tipos de interés a corto plazo, los costes de endeudamiento a largo plazo probablemente se mantendrán anclados en los niveles actuales debido a la nueva actividad económica. En concreto, no creo que queda esperar que los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años se desplomen, si es que llegan a hacerlo. Podrían aumentar incluso.
2. El coste operativo de un negocio son, y seguirán siendo, muchos más altos. No hablamos solo del capital, ya que también los bienes son más caros que en la década de 2010 por los cambios políticos y la actividad económica. Al mismo tiempo, la tecnología ha generado una explosión competitiva, lo que ha puesto contra las cuerdas a empresas consolidadas en múltiples sectores, además de obligarlas a gastar más en innovación de productos y en brindar un mejor compromiso a los clientes.
3. Creemos que la combinación de los puntos uno y dos implica que la generación de beneficios probablemente será más complicada, lo que generará una mayor dispersión de beneficios entre sectores e industrias. Las empresas con bienes o servicios que los clientes necesiten —y que puedan subir precios frente al aumento en los costes de los insumos— prosperarán. No obstante, aquellas que no cuenten con ellos defraudarán las elevadas expectativas de beneficios actuales, especialmente sin la red de seguridad económica que ofrecían los tipos de interés artificialmente bajos y la mano de obra barata.

En conjunto, creo que estos factores impulsarán un nuevo paradigma en el que la selección de valores volverá a ser importante. ▲

Índice MSCI EAFE (Europa, Australasia y Extremo Oriente) (dividendos netos reinvertidos): un índice ponderado por capitalización de mercado que está diseñado para medir la rentabilidad del mercado de renta variable en los mercados desarrollados, con la excepción de Estados Unidos y Canadá.

Índice Standard & Poor's 500: un índice ponderado por capitalización de mercado de 500 acciones ampliamente negociadas, cuyo fin es medir la rentabilidad general del mercado de renta variable estadounidense.

Fuente de los datos de índices: MSCI. MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe.

«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. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

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. En Catar, este documento se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con un elevado patrimonio.

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.

Para los lectores de Arabia Saudí, Kuwait, Omán y EAU (con la excepción del Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) y el Centro Financiero Internacional de Abu Dabi (ADGM)). En Catar, esta información se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con elevados patrimonios. En Baréin, dicha información se dirige en exclusiva a instituciones sofisticadas: La información contenida en este documento se dirige estrictamente a inversores profesionales. La información contenida en el presente documento no constituye una oferta, invitación o propuesta de oferta, recomendación de solicitud u opinión u orientación sobre un producto, servicio y/o estrategia financiera, y debe interpretarse como tales. Aunque se ha puesto el máximo esmero a la hora de garantizar la exactitud de la información contenida en el presente documento, no se asume responsabilidad alguna por los errores, las equivocaciones o las omisiones que pudiera contener, ni por las medidas que se adopten sobre la base de dicha información. Solo podrá reproducir, difundir y utilizar este documento (o cualquier parte de él) con el consentimiento de MFS International U.K. Ltd (en adelante «MIL UK»). La información incluida en el presente documento se ofrece exclusivamente con fines informativos. No está destinada al público en general, y no debe ser distribuirse al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede contener afirmaciones que no revisten un carácter puramente histórico, sino que son «afirmaciones con vistas a futuro». Se trata, entre otras cosas, de proyecciones, previsiones o estimaciones de ingresos. Estas declaraciones prospectivas se fundamentan en determinados supuestos, algunos de los cuales se describen en otros documentos o materiales pertinentes. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. Tenga en cuenta que cualquier material enviado por el distribuidor (MIL UK) ha sido enviado electrónicamente desde el extranjero. **Sudáfrica** – el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica.