

Cambios en la intensidad del capital y el caso a favor de la renta variable no estadounidense

Autor



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

En resumen

- La creciente intensidad de capital en los mercados desarrollados supone un giro estructural.
- Esta situación podría cerrar la brecha en términos de intensidad de capital entre los mercados emergentes y los mercados desarrollados.
- Con el potencial de que las rentabilidades agregadas se reduzcan y la dispersión se amplíe, en nuestra opinión, las empresas eficientes en el uso del capital —y la gestión activa— deberían cobrar más importancia.

Los mercados de renta variable tienen la costumbre de confundir resultados y causas. Cuando las acciones muestran un buen comportamiento, los inversores buscan explicaciones como el crecimiento económico o unas políticas favorables. Ahora bien, a lo largo del tiempo, las rentabilidades en la renta variable han guardado relación con el rendimiento de capital de las empresas y no con el PIB.

Durante las últimas décadas, la renta variable de los mercados desarrollados —en particular en Estados Unidos— superó a la de los mercados emergentes, no porque sus economías crecieran más rápido, sino porque sus empresas aprendieron a crecer utilizando menos capital, a medida que los balances menguaban en relación con las cuentas de resultados. El software sustituyó al hardware, la propiedad intelectual reemplazó a las fábricas, y las cadenas mundiales de suministro externalizaron las necesidades de activos.

Las compañías estadounidenses lideraron el pelotón en estos aspectos, lo que desembocó en un potente y sostenido repunte de las rentabilidades sobre el capital invertido. Las valoraciones siguieron la estela.

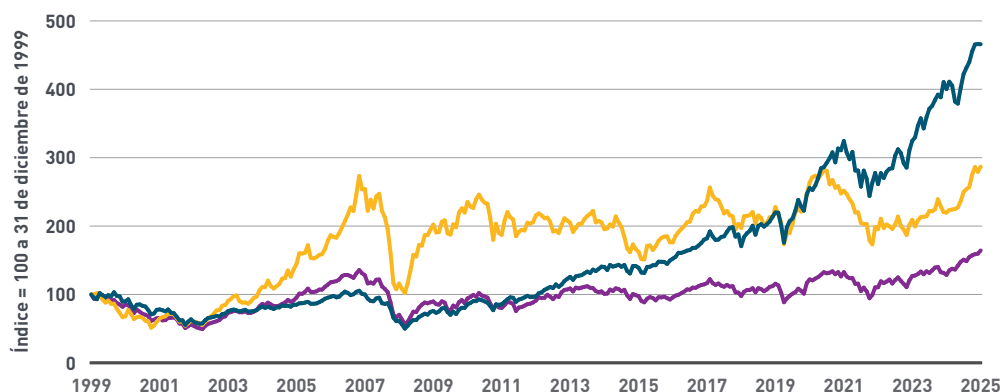
Los mercados emergentes han revelado una trayectoria diametralmente opuesta. El crecimiento resultó real y, a menudo, se reveló espectacular, si bien muchas empresas de estos mercados requerían mucho capital. La infraestructura, la vivienda, la capacidad manufacturera, entre otras cosas, exigen ingentes inversiones iniciales y precisan de largos periodos para recuperar esa inversión. Aunque esto contribuyó al crecimiento económico, las rentabilidades sobre el capital siguieron siendo modestas en comparación con las de las empresas de los mercados desarrollados. Los inversores que privilegiaron la renta variable de los mercados emergentes frente a la de los mercados desarrollados aprendieron la lección de que el crecimiento económico, por sí solo, no es lo que propicia que la riqueza se multiplique.



Esta distinción reviste cierta pertinencia, puesto que las cotizaciones no responden al crecimiento de forma aislada. Tal y como pone de relieve el gráfico 1, las cotizaciones reaccionan ante la eficiencia con la que se despliega el capital.

Gráfico 1: Los mercados más eficientes en el uso del capital han liderado el pelotón

■ S&P 500 ■ MSCI EM ■ MSCI EAFE



Fuente: FactSet. Datos mensuales del 31 de diciembre de 1999 al 31 de diciembre de 2025. Las rentabilidades corresponden a los precios y se expresan en USD. No se puede invertir directamente en un índice. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

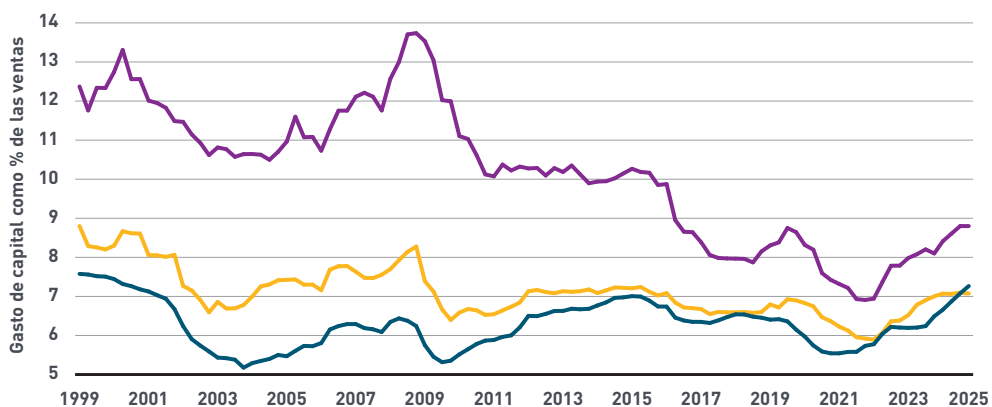
A lo largo de gran parte de los últimos 30 años, los mercados desarrollados han disfrutado de una ventaja estructural en este sentido. No obstante, algo podría haber cambiado.

Giro en la intensidad de capital

En los últimos años, la intensidad de capital en Estados Unidos ha empezado a aumentar. Tras décadas volviéndose menos intensivas en capital, las empresas estadounidenses están volviendo a destinar grandes sumas a apuntalar el crecimiento. La infraestructura de la inteligencia artificial —centros de datos, fabricación de semiconductores, generación de energía y redundancia en la cadena de suministro— requiere tanto una sustancial inversión inicial como una reinversión continua.

Gráfico 2: El gasto de capital de los mercados desarrollados empieza a incrementarse

■ EE. UU. ■ Mercados Desarrollados (salvo EE. UU.) ■ Mercados Emergentes



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos trimestrales del 31 de diciembre de 1999 al 30 de septiembre de 2025 (últimos datos disponibles). EE. UU. = mercado total de Estados Unidos; MD (salvo EE. UU.) = mercados desarrollados totales (salvo EE. UU.), ME = mercados emergentes totales. «Capex» = gastos de capital.



Estas inversiones podrían resultar necesarias bajo un prisma estratégico y valiosas económicamente. No obstante, desde una perspectiva de ciclo del capital, la creciente intensidad de capital ha supuesto casi siempre una contracción de las rentabilidades incrementales. A medida que el capital se vuelca en oportunidades atractivas, aumenta la competencia, crece la depreciación y disminuye la rentabilidad del siguiente dólar invertido, aunque durante un tiempo las rentabilidades de los activos existentes puedan seguir siendo elevadas.

Cabe reseñar que este giro se está dando desde un punto de partida en el que se observan tanto rentabilidades como valoraciones elevadas en términos históricos. Las altas rentabilidades y la abundancia de capital son precisamente las condiciones que incentivan el exceso de inversión, cuyas consecuencias suelen emerger de manera paulatina y luego aparecer de golpe.

Esta situación nos suena de algo

A finales de la década de los noventa y a principios de los 2000, las telecomunicaciones se consideraban una tecnología revolucionaria. Las redes de fibra prometían un crecimiento exponencial en el uso de los datos y modelos de negocios rompedores. En gran medida, esta tesis estaba en lo correcto, pero lo que se reveló desastroso para los inversores no fue la tecnología en sí, sino más bien el hecho de que el volumen de capital —y la oferta que trajo consigo— fue más de lo que la sociedad podía asumir. La lección que se extrajo fue que el ciclo de capital puede provocar un exceso de oferta y diluir las rentabilidades.

El ciclo actual de inversión impulsado por la IA es diferente en sus detalles, aunque familiar en su estructura. Cuando una temática resulta lo suficientemente interesante para atraer vastos volúmenes de capital, la historia sugiere que las rentabilidades futuras tienen visos de suponer una decepción más que una sorpresa.

Las firmas de mercados emergentes se están adentrando en esta fase desde un punto de partida muy diferente

Como hemos visto antes, la intensidad de capital en los mercados emergentes lleva siendo mucho tiempo mayor que la de los mercados desarrollados. Muchas empresas de los mercados emergentes ya operan en entornos donde el capital es escaso, los costes de financiación son altos y la eficiencia es insuficiente. Aunque la intensidad de capital se ha incrementado en cierta medida en los mercados desarrollados, lo que importa es que la brecha —que viene reduciéndose de forma secular— entre mercados emergentes y desarrollados se está estrechando.

Esto cobra cierta importancia, porque el retorno de capital se determina por la rentabilidad de la inversión adicional. Puesto que las empresas de los mercados desarrollados están pasando de un modelo de crecimiento poco intensivo en capital a otro más intensivo en capital —mientras que las empresas de los mercados emergentes ya no se están volviendo progresivamente más «intensivas» en capital—, la brecha en el retorno de capital podría estrecharse por el lado de los mercados desarrollados.

También reviste cierta relevancia lo que han descontado los inversores. La brecha de valoración existente entre la renta variable de Estados Unidos y la del resto del mundo implica, en nuestra opinión, que los inversores no están teniendo en cuenta el impacto de la creciente intensidad de capital en el gigante norteamericano.

Esto no es un llamamiento a abandonar las acciones estadounidenses, así como tampoco supone la afirmación de que los mercados emergentes pasarán de repente a necesitar menos capital. El argumento radica en que el desplazamiento incremental en la intensidad de capital determina la dirección del cambio y, por lo tanto, influye en las distintas primas de riesgo que los inversores están dispuestos a pagar.



Consideramos que esta es la razón por la que la renta variable no estadounidense batió a la estadounidense en 2025, una tendencia que podría persistir, dado que podría haberse empezado a descontar esta situación.

Lo que nos lleva al papel de la gestión activa

Los periodos en que se ha observado una creciente intensidad de capital se han traducido, por lo general, en una merma de las rentabilidades agregadas y un aumento de la dispersión. Cuando el capital es barato y los modelos de negocio son poco intensivos en activos, muchas empresas pueden parecer buenas a la vez. Cuando el capital se encarece y crecer requiere inversiones de mayor magnitud, la diferencia entre las empresas que asignan bien el capital y las que no se vuelve crítica.

Los índices de referencia no distinguen entre un uso eficiente y uno ineficiente del capital. Premian el tamaño y no la disciplina. En cambio, los inversores activos pueden evaluar en dónde se está invirtiendo el capital, cuál es la rentabilidad prevista y en qué coyuntura competitiva.

A nuestro parecer, en un mundo en el que las rentabilidades sobre el capital ya no crecen de forma uniforme, el entendimiento de la asignación del capital se torna más importante, no menos. Resulta poco probable que la próxima fase de las rentabilidades en la renta variable venga determinada por una expansión generalizada de los múltiplos. Será la capacidad de selección la que la impulse.

Conclusión

Se está incrementando la intensidad de capital. Las rentabilidades del capital experimentarán ajustes. Y los mercados acabarán reflejando esa realidad. Las oportunidades para aquellos que estén dispuestos a ir más allá de las tesis y del foco en la mecánica de la creación de valor reposan en la identificación de aquellos que se adaptan a la coyuntura y aquellos que no. En este entorno, pensamos que las firmas no estadounidenses, en particular aquellas de los mercados emergentes, irán un paso por delante. ▲

«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.

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.

Debe tener en cuenta que todas las inversiones conllevan un cierto nivel de riesgo, incluida la posible pérdida del importe principal invertido.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Estas opiniones se presentan exclusivamente a título informativo y no deben considerarse como una recomendación para comprar cualquier valor o como una solicitud o consejo de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

INFORMACIÓN LEGAL INTERNACIONAL

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 registrada 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 autorizan 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 distribuirse al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede incluir 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 y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica.