BANQUE HERITAGE

27.10.2026



Por Jean-Christophe Rochat

Banque Heritage Suiza

Asignación de activos: el fin de las certezas.

La deuda estadounidense, una Reserva Federal con una postura más restrictiva y la volatilidad de los bonos del Tesoro: este nuevo escenario exige replantear la asignación de activos de las carteras de inversión.

El cambio de paradigma que se ha venido gestando desde la pandemia obliga a reevaluar la asignación de activos y, en un sentido más amplio, a revisar las premisas sobre correlaciones, liquidez y primas de riesgo que habían prevalecido desde la crisis financiera de 2008.

Un cambio de paradigma cada vez más evidente

Tras 2008, los bancos centrales sostuvieron, en la práctica, las economías y los mercados financieros mediante tipos de interés cercanos a cero, compras masivas de activos y la compresión de los rendimientos reales. Esta forma de «represión financiera» redujo el coste de la deuda pública e impulsó a los inversores hacia activos de mayor riesgo.

Desde la pandemia, la política fiscal ha cobrado un mayor protagonismo. Para amortiguar la paralización repentina de la actividad económica, los gobiernos ampliaron las medidas de apoyo directo, los avales y el gasto financiado mediante déficit. Por su parte, los bancos centrales han perdido parte del papel predominante que desempeñaban como principales motores de los

mercados: ya no están expandiendo sus balances en la misma escala que antes, aunque siguen salvaguardando activamente la liquidez del mercado.

Al mismo tiempo, los tipos de interés —primero los nominales, luego los reales— han subido hacia niveles más normales. La política monetaria sigue siendo legalmente independiente; sin embargo, en la práctica, su margen de maniobra se ha reducido.

El segundo mandato de Trump: un punto de inflexión

En noviembre de 2024, Scott Bessent planteó una promesa directa: un crecimiento económico del 3 %, un déficit reducido al 3 % del PIB y una producción adicional de tres millones de barriles de petróleo al día. Los mercados dieron crédito a esta visión. Poco más de veinte meses después, el panorama es muy distinto: el crecimiento se sitúa en el 2,3 %, la inflación en el 3,6 %, el déficit supera el 6 % del PIB y se prevé que la deuda pública alcance el 142 % del PIB para 2031. El plan «3-3-3», concebido para restaurar la confianza en la economía estadounidense, pone de relieve, por el contrario, las contradicciones inherentes al programa: la expansión fiscal favorece la actividad económica, pero también alimenta las presiones inflacionistas.

Entonces aparece Warsh, un aliado de Trump. Contra todo pronóstico, la Reserva Federal cambia de tono y cubre, de forma temporal, el vacío de credibilidad dejado por Bessent. La flexibilización cuantitativa (QE) deja de ser una respuesta automática, al igual que la orientación a futuro (“forward guidance”), que había convertido cada comunicado del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) en algo cercano a un compromiso vinculante.

Cinco grupos de trabajo revisan las áreas clave de la política del Banco Central: el balance, la comunicación, los datos, el empleo y la productividad, y la inflación. El mensaje es claro: menos promesas, mayor disciplina. El dólar se beneficia, al igual que las expectativas de los inversores. Por ahora.

Estos acontecimientos tienen un denominador común: van acompañados de una mayor volatilidad macroeconómica, mientras que el alza de los tipos de interés presiona a los Estados más endeudados.

Los mercados financieros han tomado nota

En Estados Unidos, la «dominancia fiscal» ha dejado de ser un mero concepto teórico; se refleja cada vez más en los precios de mercado. Con un déficit que supera el 6 % del PIB y una deuda pública que podría alcanzar el 142 % del PIB para 2031, Washington se ve obligado a emitir volúmenes crecientes de deuda pública (bonos del Tesoro), mientras que la demanda se vuelve menos estable, especialmente por parte de los inversores extranjeros.

Los fondos de cobertura ("hedge funds"), por su propia naturaleza más volátil, representan ahora una proporción cada vez mayor de los compradores. El índice MOVE, que mide la volatilidad implícita en el mercado de deuda pública estadounidense, pasó de 68 este verano a 114 a principios de octubre, para luego retroceder hasta situarse en torno a 100. Por tanto, una rentabilidad del 5,2 % en los bonos del Tesoro a 10 años refleja algo más que las expectativas sobre la inflación y la política monetaria: incorpora también una prima adicional vinculada al riesgo fiscal de Estados Unidos.

Una mayor volatilidad reduce, además, el valor de los bonos del Tesoro como garantía colateral en muchas carteras de gran tamaño. Si esta tendencia persiste, se confirmará el cambio de régimen iniciado a principios de 2025. La capacidad de apalancamiento de los inversores disminuirá de forma mecánica, al igual que su apetito por el riesgo.

Con tipos de interés reales en Estados Unidos superiores al 2,5 % y una rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años por encima del 5 %, el entorno se vuelve más complejo para los activos de riesgo. No obstante, históricamente, el índice S&P 500 ha registrado una rentabilidad media a 12 meses del 8 % en condiciones similares, si bien en el 36% de los periodos observados los resultados fueron negativos.

¿Un nuevo entorno, una nueva asignación de activos?

Un número creciente de grandes inversores institucionales está reevaluando sus asignaciones de activos tradicionales, especialmente en Estados Unidos.

La cartera 60/40, compuesta por acciones estadounidenses y bonos con grado de inversión, ha mostrado sus limitaciones desde principios de 2025. Su ratio de Sharpe —a pesar de haberse beneficiado de un sólido desempeño de la renta variable y una baja volatilidad— ha sido superado de manera significativa por el de una asignación alternativa 60/20/20. Esta última combina acciones internacionales, bonos con grado de inversión y un tercer componente, más diversificado, que incluye efectivo, préstamos apalancados, oro, bitcoin e inversiones alternativas.

El debate trasciende a los inversores institucionales. También afecta a la gestión de patrimonios privados, un ámbito que, por lo general, ofrece una mayor flexibilidad a la hora de configurar una cartera.

En este nuevo entorno, el papel y la composición de los activos no correlacionados merecen ser reevaluados. El desafío ya no consiste simplemente en diversificar de forma más amplia, sino en identificar activos capaces de aportar estabilidad en un contexto en el que los propios bonos soberanos se vuelven más volátiles.

Este espacio de columnas consiste en una serie de columnas de índole informativo/periodístico cuyo contenido es de autoría y responsabilidad exclusiva de cada columnista invitado. Las opiniones y afirmaciones contenidas en cada columna no reflejan ningún tipo de perspectiva acordada de antemano entre el columnista y Banque Heritage Uruguay S.A., ni deberán considerarse una opinión o afirmación de Banque Heritage Uruguay S.A. Asimismo, el contenido de las columnas no podrá ser considerado como una oferta, asesoramiento o recomendación para venta, compra o realización de cualquier transacción con valores por parte de Banque Heritage Uruguay S.A. La información contenida en este email no debe ser utilizada, copiada ni reproducida de cualquier forma sin autorización expresa y por escrito de Banque Heritage Uruguay S.A.