

EXPECTED RETURNS

2022
2026

**LOS TÓRRIDOS
AÑOS VEINTE:
SUBE LA
TEMPERATURA**

Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

ROBECO
The Investment Engineers

Resumen ejecutivo

Los Tórridos Años Veinte: sube la temperatura

Es fácil comprender la fascinación de Elon Musk por Nikola Tesla, el inventor de la tecnología de la corriente alterna (CA) que sirve de base para los vehículos eléctricos de su empresa. En declaraciones realizadas a la revista *Collier* en 1926, en medio de lo que se llamaron los “felices años veinte”, Tesla predijo básicamente la era inalámbrica, al afirmar: “Cuando la tecnología inalámbrica se aplique perfectamente, toda la Tierra se convertirá en un enorme cerebro, como de hecho es, y todas las cosas formarán parte de un todo rítmico y real. Podremos comunicarnos unos con otros instantáneamente, con independencia de la distancia.”

Gracias a tecnologías como Zoom ya estamos claramente en la era que Tesla imaginó, en la que efectivamente “nos vemos y oímos unos a otros perfectamente como si estuviéramos cara a cara, aunque haya de por medio una distancia de miles de millas”. Como muchos de sus colegas en los felices años veinte, Tesla fue un entusiasta de la tecnología, inspirando por el ritmo vertiginoso de los avances tecnológicos de principios del siglo XX.

De aquí a 2026, al final de los cinco años que abarca esta publicación, no es difícil vislumbrar parecidos entre los felices años veinte y lo que nosotros consideramos que la década de 2020 puede deparar. Al igual que en los años veinte del siglo pasado, acabamos de salir de una importante crisis mundial en medio de (y gracias a) un período de rápido cambio tecnológico. El crecimiento medio de la productividad laboral fue del 2,4% entre 1919 y 1929, 60 pb más que durante la guerra y que en la segunda década del siglo XX, azotada por otra pandemia. Creemos que otra vez puede producirse una mejora similar, y somos más optimistas que el año pasado sobre el impulso que la economía mundial puede recibir por el lado de la oferta. Prevemos que, propulsado por la inversión, el crecimiento de la productividad supere al apagado crecimiento del PIB per cápita de la Gran Expansión de 2009-2019, emulando el salto que se registró en los felices años veinte.

A nosotros también nos apasiona la perspectiva de grandes avances tecnológicos. Si Elon Musk es entrevistado en 2026 por Forbes o una revista similar, es probable que tenga incluso más motivos para estar rebosante de optimismo que su fuente de inspiración hará exactamente un siglo.

Presentamos los Tórridos Años Veinte

Sin embargo, apreciamos algunas diferencias cruciales entre lo que ahora llamamos los felices años veinte y el mundo en que vivimos actualmente. En nuestra opinión, más que la de los felices años veinte del siglo XXI, la actual década es la de los tórridos años veinte.

En primer lugar, los motivos para el optimismo vinculados al crecimiento económico y tecnológico en la próxima década (así como en los próximos cinco años cubiertos por nuestras perspectivas) descansan en una paradoja: el optimismo está entrelazado con la preocupación por la catástrofe climática que se avecina. En la década de 1920, la gente podía objetar a los coches baratos y fiables fabricados por Henry Ford preguntándose qué tenían de malo los caballos. Hoy en día está claro cuál es problema de los coches que funcionan con combustibles fósiles y por qué es necesario sustituirlos. Por tanto, el incremento de productividad que esperamos será el resultado de la necesidad imperiosa de ampliar la frontera tecnológica existente para que nos ayude a enfrentarnos a las cada vez más complejas exigencias de una sociedad que envejece, los riesgos climáticos y sanitarios y la polarización económica.

El mundo registra síntomas de calentamiento: un reciente informe del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático señala que, por término medio, la temperatura mundial aumentará en la próxima década hasta 1,5°C por encima de los niveles preindustriales, incluso en el escenario de reducción de emisiones más optimista. Este aumento de la temperatura vendrá acompañado de eventos climatológicos más extremos, como inundaciones, olas de calor y huracanes, mientras que se prevé que el nivel del mar aumente hasta 50 cm en 2100. Las economías desarrolladas se enfrentan ahora a mayores riesgos físicos por el clima, como hemos visto recientemente con los incendios forestales de California, Grecia e Italia, o las inundaciones de Alemania y Bélgica. Los científicos ya no albergan duda alguna sobre si el cambio climático ha sido causado por la actividad humana: los cambios de las últimas décadas no tienen precedentes en los últimos 2000 años.¹ Aunque el precio de los futuros del carbono se ha disparado recientemente y el 86% de los inversores considera que el riesgo climático será un tema clave en sus carteras en 2023,² las valoraciones regionales de la renta variable todavía no reflejan los distintos riesgos climáticos a los que está expuesta cada región.

1. Por ejemplo, entre 1800-2006 el nivel del mar aumentó en alrededor de 1,7 mm al año. Desde 2006, el nivel del mar ha aumentado en alrededor de 3,7 mm al año.

2. Fuente: 2021 Robeco Global Climate Survey.

Prevedemos que en los próximos cinco años los inversores tendrán cada vez más en cuenta las consideraciones sobre riesgo climático en sus decisiones de asignación de activos. Para ayudarles al respecto, este año hemos enriquecido nuestro marco Expected Returns existente con la introducción de un análisis sobre cómo los factores climáticos pueden afectar a las valoraciones de las clases de activos, que se suman a los factores macroeconómicos y de valoración. También analizamos los posibles riesgos y oportunidades relativos al clima de las distintas clases de activos, en un nuevo capítulo titulado "Clima".

En segundo lugar, en la década de 2020 prevemos un gran calentamiento literal de orden metalúrgico: cumplir con los objetivos de París exige una aceleración de la transición a la energía verde, lo que a su vez entraña la fundición de grandes cantidades de mineral. Eso es así porque, según la Agencia Internacional de la Energía, una planta eólica marina exige nueve veces más recursos de mineral (en peso) que una planta de gas, mientras que en el coche eléctrico medio los insumos de mineral son seis veces superiores a un vehículo convencional. En concreto, la electrificación del transporte necesitará enormes cantidades de cobre y aluminio.

En tercer lugar, prevemos que el panorama corporativo post-Covid también sea algo más sofocante, debido a la destrucción creativa y las cicatrices económicas. Las nuevas formas de trabajo híbrido y la innovación tecnológica que ahorran costes laborales, que emergieron con fuerza durante la pandemia, podrían servir como catalizador poderoso para aumentar la productividad, mientras que la presión de la nueva competencia (después del Covid ha habido un notable aumento del número de start-up) acabarán por eliminar a los peores. Probablemente algunos sectores experimentarán una caída estructural de la demanda durante la expansión posterior al Covid, mientras que las empresas zombie empezarán a sentir la presión del cambio económico estructural.

Esto nos lleva a nuestras proyecciones macroeconómicas. En el período 2020-2021, la economía mundial ha experimentado una dinámica stop/reinicio atípica. El resultado ha sido que la incertidumbre macroeconómica haya alcanzado su nivel más alto de la historia reciente, superando los niveles registrados durante el período de desinflación Volcker de comienzos de los años 80 y a la crisis financiera global de 2008. Eso significa que los inversores deben ser flexibles a la hora de vislumbrar cómo se desarrollará el panorama económico en los próximos cinco años.

En la actualidad, la narrativa del mercado está dominada por la cuestión de si la inflación será transitoria o tendrá un carácter duradero. Ahora mismo es demasiado pronto para

saberlo. Sin embargo, consideramos que cuatro factores clave desempeñarán un papel importante en la configuración del panorama macroeconómico a medio plazo, y que también deberían arrojar cierta luz sobre el tema de la inflación.

El primero es la deuda heredada del shock Covid, ya que no se ha producido el saneamiento de balances corporativos que normalmente ocurre en una recesión. El segundo es la evolución del trilema político planteado entre acabar con la pandemia, mantener la economía funcionando y preservar las libertades personales. En tercer lugar está la interacción entre gobiernos y bancos centrales. Por último, la geopolítica también será importante debido al aumento de la tensión entre los superpoderes mundiales.

Analícemos ahora nuestros tres escenarios principales

En nuestro escenario base, los **Tórridos Años Veinte**, el mundo entra en la expansión económica más duradera después de que el crecimiento hiciera máximos en 2021 muy a principios de ciclo. Aunque la salida de la pandemia del Covid-19 todavía es incierta, gobiernos, consumidores y productores han encontrado una forma eficaz de lidiar con lo que se ha convertido en su enemigo común.

Los tipos de interés negativos impulsan un crecimiento del consumo y la inversión superior al de la tendencia, mientras que permanece intacta la vinculación entre capex público y corporativo y crecimiento de la productividad, con retornos positivos sobre el capex que benefician a los salarios reales y al crecimiento del consumo. Tras la pandemia, el poder de negociación de los trabajadores aumenta debido a las jubilaciones anticipadas de la generación del baby boom, y no solo en las economías desarrolladas, sino también en China. Los bancos centrales quieren que sus economías crezcan, pero no demasiado, y en el escenario descrito la suerte les acompaña.

En cuanto al debate sobre si la inflación es transitoria o una tendencia alcista secular, y permanece como una cuestión en buena medida sin resolver, reflejo del estancamiento existente entre las fuerzas cíclicas al alza y las fuerzas no cíclicas a la baja. Ello deja margen para que la Fed y otros bancos centrales de mercados desarrollados endurezcan gradualmente las condiciones monetarias, con una primera subida de tipos por parte de la Fed de 25 pb en 2023, seguida de otros 175 pb de endurecimiento en los tres próximos años.

A nuestro escenario optimista lo llamamos los **Plateados Años Veinte**, ya que creemos que hay motivos de esperanza en la economía mundial que surge tras la pandemia. Shocks como una pandemia tienen la capacidad de transformar a mejor el tejido social. En este escenario optimista, la efectividad de las vacunas propicia la inmunidad de grupo en todo el mundo y el Covid-19 desaparece paulatinamente sin necesidad de un enfoque activo para combatirlo. Se produce un enorme alivio que hace surgir el 'espíritu animal': "un resorte espontáneo que impulsa a la acción, en lugar de a la quietud", como en 1936 describiera Keynes ese estado emocional. Los 2,5 billones de dólares de ahorro familiar excedentario que se han acumulado durante la pandemia fluyen a la economía real, mientras que, en el resto de la economía, unas tasas de ahorro ajustadas se reducen por debajo de los promedios históricos.

La economía mundial puede mantener un crecimiento de la productividad superior al de tendencia durante más tiempo, ya que las perturbaciones de los mercados de bienes/servicios y el mercado laboral se han resuelto más rápido que nuestro escenario base, obligando a las empresas a adaptarse. Eso significa que las presiones inflacionistas no cíclicas se reducen en 2022, mientras que la inflación cíclica se mantiene bajo control debido a las considerables ganancias de productividad derivadas de la mayor dispersión tecnológica en todos los sectores. Además, la finalización de la pandemia propicia un diálogo más constructivo entre EE.UU. y China en una amplia variedad de asuntos.

Pero no todo son buenas noticias, por lo que tampoco nos podemos referir a este escenario como los Dorados Años Veinte: la políticas de los bancos centrales les llevan a empezar endurecer sus políticas antes que en nuestro escenario base, al avanzarse más rápido de lo previsto hacia los objetivos de pleno empleo e inflación.

Por último tenemos nuestro escenario pesimista: los **Estanflacionarios Años Veinte**. En el mismo, una ralentización del crecimiento económico en 2022 se complica con un coste de los insumos persistentemente elevado derivado de las contumaces perturbaciones registradas en el mercado laboral y de capital. El trilema político no se resuelve, al quedar la pandemia fuera de control por la pérdida de la efectividad de las vacunas frente a las mutaciones. En consecuencia, se renuevan los estrictos confinamientos en todo el mundo, a los que sucede un nuevo shock de oferta como el que el mundo experimentó en 2020. Las consiguientes pérdidas de producción se traducen en un menor crecimiento de la renta. Con una inflación en las economías desarrolladas situada en torno al 3%-4% en 2023, las opciones de política fiscales y monetaria son limitadas, y aparece el fantasma de la estanflación.

Y ahora salen a relucir los problemas en los que en los últimos años se ha centrado nuestra publicación *Expected Returns*: apalancamiento corporativo excesivo, elevada desigualdad de rentas, sostenibilidad del experimento del euro y zombificación. Sobreviene una nueva recesión más prolongada pero menos intensa que la primera contracción por el Covid-19. Después de desactivarse la estanflación, aparece la desinflación debido al menor crecimiento del consumo, los impuestos más altos, el desapalancamiento forzado, el aumento de los impagos familiares y empresariales, y un efecto de empobrecimiento provocado por el grave golpe sufrido por los mercados financieros en el episodio de estanflación precedente.

Mercados de bonos fríos y mercados de renta variable tórridos

¿Qué significa todo lo anterior para los inversores que quieren poner su dinero a trabajar en unos mercados que ya han recuperado sus niveles previos a la pandemia, y en algunos casos los han superado?

Las actuales valoraciones, sobre todo la de los activos de riesgo, parecen no guardar relación con el ciclo económico, y están más próximas a donde deberían estar a finales de ciclo. El papel preponderante que los bancos centrales han adoptado en los mercados de renta fija ha llevado a las rentabilidades muy por debajo de donde las perspectivas macroeconómicas y la inflación justifican. Las excesivas valoraciones apuntan a unos rendimientos por debajo de la media en todas las clases de activos a medio plazo, sobre todo en la renta variable estadounidense. Eso constituye motivo suficiente para mantenerse alerta sobre el riesgo bajista, en un momento en que muchos inversores temen perderse las oportunidades y quieren comprar en los recortes.

Históricamente, las valoraciones previas solo han explicado alrededor del 25% de la posterior variación de los rendimientos. El 75% restante ha obedecido a otros factores, principalmente de orden macroeconómico. Desde el punto de vista macroeconómico, la falta de sincronización entre el ciclo económico y las valoraciones no debería suponer un problema, teniendo en cuenta nuestras previsiones de un crecimiento superior al de tendencia a medio plazo, lo que constituye un buen presagio para el crecimiento de los márgenes y de los ingresos. En nuestro escenario base, prevemos un crecimiento del beneficio por acción no muy superior al 10% en los mercados mundiales de renta variable, que compensará la considerable compresión de los múltiplos. Tradicionalmente, en los períodos en los que la inflación ha superado ligeramente su objetivo, algo distinto a lo esperado en nuestro escenario base, las acciones han superado a los bonos en 4,4 puntos porcentuales al año. Un mundo en que la inflación es inferior al 3% también debería registrar una correlación negativa entre los bonos y la renta variable.

Aunque los tipos de interés reales negativos no van a desaparecer, prevemos que sean menos negativos para 2026. Eso significa que algunos segmentos del universo multiactivos podrían recalentarse aún más. El 24% de la deuda mundial genera una rentabilidad negativa en términos nominales, por lo que la inversión en los mercados de bonos no es una perspectiva muy alentadora desde la perspectiva del rendimiento, dadas las dificultades de generar rendimientos positivos. En la renta fija, las fuentes de carry son cada vez más escasas, y solo se encuentran en los segmentos de mayor riesgo del mercado, como el crédito high yield y la deuda de mercados emergentes.

Dado el exceso de liquidez existente y con una prima de riesgo implícita de la renta variable que se mantiene atractiva, el fenómeno TINA (There is no alternative; no hay alternativa) persiste ante la dificultad de encontrar alternativas a las acciones. En conjunto, prevemos que la asunción de riesgo sea recompensada en los próximos cinco años, pero consideramos que la distribución riesgo/rendimiento tiene un menor sesgo alcista. Sigue existiendo la posibilidad de obtener grandes ganancias en los mercados de renta variable, pero las oportunidades van a menos.

Nikola Tesla predijo que las zonas templadas del mundo se convertirían en “frías o tórridas”. Ahora sabemos que los dos extremos coexisten.³ Del mismo modo, los responsables de la asignación de activos deben sopesar cómo puede su cartera capear al mismo tiempo un mercado de bonos frígido y un mercado de renta variable tórrido durante los próximos cinco años.

3. Solo en Grecia, las temperaturas han oscilado entre -19°C y +48°C en 2021.

Resumen ejecutivo 2022-2026

	Rendimiento previsto a cinco años anualizado	
	EUR	USD
Bonos		
Renta variable	-1,50%	1,00%
Renta variable de mercados desarrollados	-0,50%	0,75%
Renta variable de mercados emergentes	0,25%	1,50%
Inmobiliarias cotizadas	1,50%	2,75%
Materias primas	2,75%	3,75%
Activos monetarios	-0,25%	1,00%
Renta variable		
Renta variable de mercados desarrollados	4,25%	5,25%
Renta variable de mercados emergentes	4,00%	5,00%
Inmobiliarias cotizadas	3,75%	4,75%
Materias primas	5,00%	6,00%
Precios al consumo		
Inflación	2,00%	2,25%

Fuente: Robeco. Septiembre de 2021. El valor de sus inversiones puede fluctuar y los resultados obtenidos en el pasado no garantizan el rendimiento futuro..

Información importante

El objetivo del presente documento es proporcionar a los clientes o potenciales clientes profesionales de Robeco Institutional Asset Management BV ("Robeco") información sobre las posibilidades específicas ofrecidas por los fondos de inversión de Robeco, sin que, en ningún caso, deba considerarse una invitación a comprar o vender título o producto de inversión alguno. Las decisiones de inversión deben basarse en el folleto correspondiente, que puede encontrarse en www.robeco.es. El valor de su inversión puede fluctuar, no pudiendo considerarse los comportamientos pasados como indicativos de futuros resultados.

Cualquier información contenida en el presente documento que no sea información facilitada directamente por Robeco está expresamente identificada como tal y, aunque proviene de fuentes de información consideradas fiables, no se ofrece garantía, implícita o explícita, en cuanto a su certeza. Todos los derechos relativos a la información que figura en esta publicación son y seguirán siendo en todo momento propiedad de Robeco. No podrá reproducirse, guardarse en archivos de datos automatizados ni publicarse ninguna parte de esta presentación, de ninguna forma ni por ningún medio, ya sea electrónico, mecánico, reprográfico, de grabación o de otro tipo, sin el consentimiento previo por escrito de Robeco.

La información contenida en esta publicación no está dirigida a inversores residentes o ciudadanos de países (tales como EE.UU) que no permiten la oferta de servicios financieros extranjeros o en los que Robeco no ofrece sus servicios.

Robeco es titular de una licencia de gestión de OICVM y FIA, concedida por la entidad reguladora de los mercados financieros (AFM) de Ámsterdam. La sucursal de Robeco en España está registrada en el Registro Mercantil de Madrid, en el tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M-351927 y en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de sucursales de empresas de servicios de inversión del Espacio Económico Europeo, con el número 24. Tiene domicilio en Madrid en la Calle Serrano 47 y CIF W0032687F.

Contacto

Robeco en España
Edificio Torre Serrano
Calle de Serrano 47, planta 14
28001, Madrid
España

T +34 91 835 3000
I www.robeco.es

