

# EXPECTED RETURNS

2021  
2025

**BRAVE  
REAL  
WORLD**

Con los expertos en inversión sostenible  
**ROBECOSAM**

Resumen ejecutivo

# Resumen ejecutivo

## Brave real world

Es como si nada hubiera pasado. En el momento de redactar este informe, el índice MSCI AC World en EUR se situaba un 8% por encima de su nivel de hace un año, muy cerca de nuestra estimación a largo plazo para la renta variable, del 7%. Sin embargo, cuando la economía mundial se vio por primera vez ante el Covid-19, experimentamos la contracción más significativa del PIB estadounidense desde el tercer trimestre de 1932, y la recesión mundial más profunda desde la década de 1930. Para superar la crisis, consideramos que los inversores deben entender, ahora más que nunca, que los tipos de interés ultrabajos constituyen un elemento clave del entorno de inversión actual. Cabe esperar que los tipos de interés reales se mantengan en negativo durante un periodo muy prolongado, lo que significa que sus efectos sobre la relación entre los fundamentales económicos y la evolución de los precios de los activos, así como sus implicaciones para las asignaciones multiactivos, serán decisivos. Vivimos una época de transición radical, y la volatilidad de los mercados seguirá siendo elevada.

**PUBLICACIÓN DES TINADA  
EXCLUSIVAMENTE A  
INVERSORES PROFESIONALE**

No obstante, es posible identificar ciertas señales en medio del estatismo. Los mercados financieros se han enfrentado antes a pandemias y a periodos prolongados de tipos de interés reales negativos. En nuestra opinión, asumir riesgos tendrá su recompensa de cara a los próximos cinco años, sobretodo porque ciertos refugios seguros tradicionales también terminarán por considerarse arriesgados.

Durante la Gran depresión, Aldous Huxley publicó su famosa novela de 1932 *Brave New World*. Alabar la clarividencia de Huxley por entender que describía un mundo ciertamente similar al de hoy en día es algo casi pasado de moda.<sup>1</sup> Sin embargo, la visión de Huxley tiene cierta relevancia, ya que retrataba una sociedad desigual, consumista y tecnológicamente avanzada en la que los gobiernos interferían en el sector privado, llegando incluso a vulnerar las libertades individuales. Por ejemplo, ¿quién hubiera podido concebir hace un año que se le obligara a “confinarse” o “ponerse en cuarentena”? ¿Y, consiguientemente, consumir más medios digitales que nunca?

1. Pensamiento que se refleja, por ejemplo, en una crítica de la adaptación televisiva de la novela, publicada en el New York Times en julio de 2020: “Brave New World arrives in the future it predicted” (Un mundo feliz llega en el futuro que predecía), <https://www.nytimes.com/2020/07/13/arts/television/brave-new-world-peacock.html>.

Y, sin embargo, no es un mundo nuevo y valiente, ya que es poco probable que la era post-Covid-19 marque el inicio de un mundo completamente nuevo. Se habla mucho de la “nueva normalidad”. No es de extrañar, teniendo en cuenta la gran brecha que está apareciendo en la economía mundial, evidenciada claramente en la disparidad de resultados entre el sector tecnológico y el resto de sectores desde que el mercado tocara fondo el 23 de marzo. Esto viene a sugerir que la repentina paralización de la economía global en 2020 ha generado una ruptura estructural. Pero en realidad se trata de la intensificación de un corrimiento tectónico que ya se encontraba en marcha. No es una nueva normalidad, sino una amplificación de la antigua. Lo que estaba bullendo bajo la superficie en la antigua normalidad se ha ido haciendo progresivamente más real y más urgente. Las tendencias de mayor calado continúan presentes: elevado apalancamiento no financiero de las empresas, tendencia de crecimiento decreciente, brechas de riqueza y desigualdad cada vez mayores y reducción del margen de maniobra en política monetaria y presupuestaria; temas, todos ellos, analizados con detalle en ediciones anteriores de *Expected Returns*.

Así pues, no creemos que el trasfondo oscuro y profundamente irónico de “*Un mundo nuevo y valiente*” reflejen realmente nuestro futuro. Sin recurrir a la ironía, no es un mundo *nuevo* y valiente el que va a dibujarse en los próximos cinco años; es un mundo *real* y valiente.

Se trata de un mundo real y valiente porque el personal médico y los investigadores se encuentran inmersos en una frenética carrera por resolver la mayor crisis sanitaria mundial de las últimas décadas. El acrónimo escogido para dar nombre al paquete de medidas fiscales propuesto por el Partido Demócrata estadounidense este verano, la ley HEROES, refleja este sentimiento. En ausencia de una solución para la crisis sanitaria, es difícil concebir una recuperación económica sostenida.

El mundo que se está gestando es real y valiente, porque la recuperación post-Covid-19 seguirá siendo incompleta y asimétrica si se ve sostenida únicamente por el entorno virtual. El Covid-19 ha puesto de manifiesto el hecho de que no se estaba aprovechando todo el potencial de la digitalización en muchos sectores antes de que comenzara la pandemia. Debido al virus, las ventajas en términos de productividad que presentan el teletrabajo, la enseñanza a través de Internet y la telemedicina se han hecho mucho más evidentes para todos. Sin embargo, consideramos que se alcanzará un punto de saturación que nos obligará a pasar de la esfera virtual a la real. El crecimiento necesita confianza, y la confianza necesita proximidad e interacción en la vida real. Volver a la normalidad implica asegurar que las condiciones sean lo suficientemente seguras como para que los colectivos más vulnerables puedan visitar centros comerciales o utilizar servicios no digitales.

El nuestro es un mundo real y valiente que busca superar los desafíos para lograr un futuro sostenible y más respetuoso con el medio ambiente. Los periodos de confinamiento nos han hecho tomar conciencia del verdadero impacto que nuestras estructuras económicas actuales tienen sobre el cambio climático. Ahora estamos, potencialmente, en situación de registrar el mayor descenso de las emisiones de gases de efecto invernadero desde la Segunda Guerra Mundial.<sup>2</sup> Esto pone de relieve tanto la importancia como las dificultades de cumplir los objetivos del Acuerdo de París, que pretenden limitar el aumento de la temperatura global a menos de 1,5-2 grados centígrados por encima de los niveles preindustriales. Con este fin, los líderes de la UE han puesto en marcha el Nuevo Pacto Verde Europeo, que fomentará e inspirará un mayor compromiso en la esfera ASG.

2. <https://www.nature.com/articles/d41586-020-01497-0>

El nuestro es un mundo real y valiente en el que los responsables políticos, al verse ante la recesión más profunda desde la Gran Depresión, han hecho uso de todos los recursos posibles para evitar que los efectos de la crisis sobre la economía mundial fueran aún peores de los que se están produciendo. La envergadura de las medidas de estímulo monetario y presupuestario que se han adoptado supera, por mucho, a la reacción ante la crisis financiera global de hace más de una década. De hecho, en Estados Unidos no existen precedentes. Una cuestión clave que es preciso considerar a la hora de plantear distintos escenarios es si los responsables políticos lograrán reducir los tipos reales lo suficiente, y durante un período de tiempo sustancial, para facilitar una recuperación económica autosostenible. Por nuestra parte, creemos que sí. Pero su éxito dependerá, más que nunca en la historia desde las guerras mundiales, de que la colaboración entre las autoridades monetarias y presupuestarias sea muy estrecha.

### Ampliación del marco macroeconómico

En nuestro anterior informe de perspectivas a cinco años, apuntábamos que: “La esfera de la política monetaria —y, cada vez más, la de la política presupuestaria también— proporciona los elementos necesarios para que los estados del mundo sigan el rumbo que consideramos probable, y la interacción entre estas dos herramientas políticas conforma el hilo conductor de todo el planteamiento de nuestros supuestos.” En nuestros supuestos actuales, tenemos cuatro elementos básicos: resolver la crisis sanitaria, aliviar la crisis general, gestionar la demanda agregada y solventar los fallos de las políticas a lo largo del proceso. La coordinación entre las políticas presupuestaria y monetaria seguirá determinando en gran medida el éxito en la gestión de la demanda agregada, que por otra parte depende de la resolución de la crisis sanitaria global y de la mitigación eficaz de la crisis general, en primera instancia. La efectividad con que se aborden estos cuatro elementos básicos en las políticas reales también determinará en términos generales la trayectoria de recuperación económica de los distintos países y regiones, así como el comportamiento de los mercados de activos.

En nuestro supuesto principal, “Financiadores fiscales fiables”, la recuperación tras la pandemia se inicia de forma asimétrica, ya que se abre aún más la brecha existente entre los sectores con mayor carga tecnológica y reducido nivel de servicios presenciales y aquellos que no se benefician del impulso de la digitalización. Las pequeñas empresas, especialmente las del sector de hostelería y ocio, se recuperan solo de forma parcial, atravesando un largo proceso de reestructuraciones y suspensiones de pagos. Sin embargo, los sectores de servicios presenciales se recuperan significativamente a partir de 2022, cuando las vacunas contra el Covid-19 proporcionan inmunidad de rebaño y la recuperación se torna menos fragmentada y asíncrona. El crecimiento recupera el nivel de su tendencia hacia el final del periodo de nuestra previsión, y la inflación en los mercados desarrollados aumenta hasta llegar al 3% en EE.UU. en 2025.

A diferencia del supuesto principal del año pasado, observamos aquí un mayor grado de coordinación entre los responsables de la formulación de las políticas. Los bancos centrales efectivamente se adaptan a su nuevo papel y retardan la erosión de la sostenibilidad de la deuda soberana. Tras agotar las herramientas monetarias convencionales (tipos de interés cero) y, posteriormente, obtener resultados cada vez menos significativos con las no convencionales (estimular la demanda agregada a través de la expansión de los balances de los bancos centrales), se inicia una fase en la que los gobiernos asumen el protagonismo en la gestión de la demanda agregada.

Los bancos centrales, ahora en un segundo plano, se centran en su nuevo papel de facilitadores del experimento fiscal: mantener los tipos nominales cerca del límite inferior efectivo y monetizar los déficits presupuestarios para asegurar que los costes del servicio de la deuda pública sean lo suficientemente bajos como para que los gobiernos puedan hacer frente a los pagos y estimular la demanda agregada. Ya se han producido antes este tipo de situaciones. Por ejemplo, después de la Segunda Guerra Mundial, la Fed adquirió el compromiso tácito con el Tesoro estadounidense de estabilizar el coste de financiar la deuda de guerra por parte de este último hasta 1951, cuando la Fed estableció su independencia del Tesoro. Hacia el final de nuestra horquilla de previsión, los bancos centrales reorientan su estrategia, ya que finalmente se alcanzan niveles de inflación satisfactorios y persistentes, posiblemente por encima del rango objetivo incluso.

En nuestro supuesto optimista, “Reactivación del crecimiento con reminiscencias de los años 70”, el crecimiento económico conserva su impulso tras un repunte inicial en 2021. La primera fase, la resolución de la crisis sanitaria, se supera con más éxito. Se pone en circulación en 2021 un mayor número de vacunas eficaces contra el Covid-19 y el virus no muta sus proteínas espículas, lo que hace que esas vacunas sean eficaces durante más tiempo. En lo referente a la mitigación de la crisis general, se elude el abismo fiscal sin un decalaje significativo entre la expiración de las dotaciones de liquidez de los gobiernos y la consolidación de una recuperación autosostenida que genera flujos de efectivo. Esta fase se gestiona mejor que en nuestro supuesto principal, ya que se toman como modelo las medidas preventivas específicas adoptadas en Europa para mantener el empleo durante más tiempo.

Al contrario que en el supuesto principal, la paradoja de la austeridad (es decir, el ahorro excesivo inhibe la recuperación de la demanda agregada) se atenúa en gran medida. La recuperación del mercado laboral es sólida y los tipos reales ultrabajos fomentan el desahorro de los hogares y las empresas a medida que la economía se consolida. El estímulo presupuestario resulta muy eficaz, ya que genera mayores efectos multiplicadores gracias a la transmisión tecnológica hacia sectores en los que la digitalización no había sabido desarrollar anteriormente todo su potencial. La demanda agregada sube por encima de su tendencia,

a medida que va perfilándose una oleada de liberación del gasto contenido: la lentitud de respuesta en el lado de la oferta de los mercados de trabajo y materias primas ante las mejoras en el lado de la demanda provoca que la inflación en los mercados desarrollados supere el objetivo del 2% en 2022, y se intensifica hasta alcanzar el 3% debido al frenético nivel de gasto en recuperación.

Los bancos centrales empiezan a plantearse subir los tipos antes que en nuestro supuesto principal, y la Fed inicia un ciclo de endurecimiento monetario en 2023, mientras el IPC subyacente se aproxima al 3,5% en EE.UU. En este supuesto optimista, surge una paradoja: la coordinación de las políticas ha funcionado tan bien para reactivar la economía que los bancos centrales ven motivos para distanciarse de su papel de financiadores fiscales, queriendo señalar su independencia.

En nuestro supuesto pesimista, “El gran estancamiento por el Covid-19”, se ahondan las grietas de la economía global. La pandemia apenas puede ser controlada, y las mutaciones imprevistas del virus complican la investigación de las vacunas. No es posible distribuir una vacuna eficaz hasta 2022. Los actores económicos permanecen en “modo crisis”, ya que los vaivenes entre confinamientos y reaperturas cada vez se inclinan más hacia los primeros. Se agotan las herramientas para mitigar la crisis y llegamos a un abismo fiscal antes de que se pueda iniciar una recuperación autosostenible.

Al no existir ya margen de maniobra en las esferas de la política presupuestaria y monetaria en determinadas áreas de la economía global, se produce una nueva recesión. Esta trayectoria en forma de W termina por generar un estancamiento. Los temas que hemos venido tratando en esta publicación en los últimos años adquieren protagonismo: el exceso de apalancamiento de las empresas, la creciente desigualdad de las rentas y la erosión de la confianza en las instituciones y la geopolítica. Todos estos factores de riesgo, que en condiciones normales habrían dado lugar a una recesión al uso, incluso si no se hubiera producido la crisis del Covid-19, siguen estando muy presentes, y la pandemia no hace sino agravarlos. El papel de los bancos centrales como financiadores fiscales falla, ante el clima reinante de disminución del consumo causado por las intensas fuerzas desinflationarias, el desapalancamiento forzoso y la reducción del efecto de riqueza. A continuación se inicia un episodio prolongado de desinflación y crecimiento real muy bajo.

### ¿Qué supone este análisis de posibilidades para los inversores de cara a los próximos cinco años?

Los inversores se están adentrando en un mundo real y valiente. El rasgo definitorio de este entorno de inversión son los tipos de interés nominales ultrabajos y la continuidad en el tiempo de los tipos de interés reales significativamente negativos, ya que la inflación, tanto en nuestro supuesto principal como en el optimista, aumenta. Se asemeja a la situación vivida en el periodo 1971-1977 cuando, en los países desarrollados, los activos líquidos registraban una rentabilidad real negativa que promediaba el -2,4%.<sup>3</sup> Pero esta reminiscencia no será muy intensa: cabe destacar que no hemos contemplado un escenario de estanflación.

Ante un clima como este, los inversores deben reorientarse con audacia, teniendo en cuenta las reservas de riqueza y las capacidades de cobertura de los activos tradicionalmente considerados refugio seguro. El moderado aumento de la inflación originado por los responsables políticos en nuestro supuesto principal va transformando progresivamente la *rentabilidad exenta de riesgo* del efectivo y la renta fija en riesgo exento de *rentabilidad*. Prevemos que la rentabilidad de los activos líquidos para los inversores de la zona euro sea negativa, y al igual que la de la deuda soberana de mercados desarrollados.

3. Otra situación análoga sería la vivida entre 1946 y 1952, cuando los tipos reales se mantuvieron en negativo en los mercados desarrollados.

Así pues, este mundo real y valiente es paradójico: habrá refugios seguros arriesgados. Nuestra previsión es que el riesgo tendrá recompensa en los próximos cinco años, aunque los niveles de volatilidad se mantengan elevados. El foco de atención para los mercados financieros pasará de los bancos centrales a los gobiernos, con mayores niveles de volatilidad de los activos y las divisas, ya que los políticos irán dando a conocer sus planes y aplicando sus políticas de manera menos pautada que sus homólogos de los bancos centrales.

Para la mayoría de las clases de activos de riesgo, la previsible contraprestación por el riesgo de volatilidad es sustancial, lo que da lugar a ratios de Sharpe atractivo. Aunque las primas de riesgo serán elevadas, la rentabilidad absoluta de los activos permanecerá por debajo de sus niveles de equilibrio.

#### Expected returns 2021-2025

	Rentabilidad anualizada a 5 años	
	EUR	USD
<b>Bonos</b>		
Deuda pública nacional AAA	-1,75%	-0,25%
Deuda pública global de países desarrollados (con cobertura)	-0,75%	0,00%
Crédito global investment grade (con cobertura)	0,25%	1,00%
Deuda corporativa global high yield (con cobertura)	2,25%	3,00%
Deuda pública de países emergentes (en moneda local)	2,00%	3,50%
<b>Activos monetarios</b>	-0,50%	0,25%
<b>Renta variable</b>		
Renta variable de mercados desarrollados	4,75%	6,25%
Renta variable de mercados emergentes	6,75%	8,25%
Inmobiliarias cotizadas	3,00%	4,50%
Materias primas	5,00%	6,50%
<b>Precios al consumo</b>		
Inflación	1,75%	2,00%

Fuente: Robeco. Septiembre 2020. 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](http://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 91 702 0705  
**I** [www.robeco.es](http://www.robeco.es)