

EXPECTED RETURNS A 5 AÑOS – RESUMEN EJECUTIVO

Triple juego de poder

2024
—
2028

LA EXPERIENCIA
DE LA REALIDAD
AUMENTADA



Consulte lo más destacado
de nuestros Expected Returns
en este vídeo de realidad
aumentada.



Resumen ejecutivo

Triple juego de poder

Material de marketing dirigido exclusivamente a inversores profesionales. Prohibida la distribución a clientes particulares.

A menudo, el progreso precede al conflicto. Por ejemplo, en el nacimiento de la ciencia durante el Siglo de las Luces. Una de las mayores controversias del siglo XVII surgió cuando Leibniz y Newton se enzarzaron sobre quién inventó primero el cálculo. Sin duda, los dos sabían que tenían algo entre manos y su legado intelectual lo ha demostrado, ya que ha perdurado durante siglos. En la actualidad, el cálculo se utiliza en informática, ingeniería, telecomunicaciones y la exploración espacial, por nombrar algunos ámbitos. Aunque en un principio la Real Sociedad de Londres para el Avance de la Ciencia Natural (Royal Society) declaró vencedor a Newton, la pugna terminó *de facto* en un empate póstumo cuando en la década de 1820 incluso los matemáticos británicos adoptaron la notación de Leibniz en lugar de la notación de Newton, que era menos eficaz. Actualmente, la opinión generalizada es que ambos genios inventaron el cálculo de forma independiente.

RESUMEN EJECUTIVO

Vivimos en un mundo de enormes progresos, pero también de grandes convulsiones. Hemos dado importantes saltos en la asistencia sanitaria, como se pudo comprobar en mayo de 2023, cuando la Organización Mundial de la Salud declaró el fin de la COVID-19 como emergencia sanitaria mundial. El informe del IPCC sobre el cambio climático de marzo de 2023 señalaba que todavía es posible que el calentamiento global se sitúe por debajo de 1,5 grados centígrados. Los recientes avances en modelos de lenguaje de gran tamaño como ChatGPT auguran un futuro crecimiento de la productividad y han disparado los principales valores tecnológicos en lo que va de año. La inflación en las economías del G7 ha llegado a su máximo. Hasta ahora, los bancos centrales han conseguido reducir la inflación sin incrementar el desempleo.

Ricitos de Oro resplandece, pero se avecinan turbulencias. A los bancos centrales les será difícil reducir la inflación (subyacente) sin provocar un aumento del desempleo que permita enfriar un sector de servicios sobreacalentado. La guerra encarnizada en las fronteras de Europa no cesa, en parte apoyada por las últimas tecnologías. El enfrentamiento previsto entre Musk y Zuckerberg, líderes empresariales del sector tecnológico, después de que este último lanzara un medio social alternativo a X (antiguo Twitter), está cargado de simbolismo y recuerda la infame disputa de prioridades entre Newton y Leibniz en el inicio de una nueva era. El auge de las capacidades tecnológicas en la economía actual ha puesto más en juego los intereses y ha aumentado las posibilidades de disputa. A nuestro juicio, estamos entrando en una economía de juegos de poder. En concreto, prevemos un triple juego de poder.

El auge de la mano de obra (capital vs. mano de obra)

El primer juego de poder que podemos ver es el enfrentamiento entre el capital y la mano de obra. En lo que respecta a la obtención de beneficios, en las últimas décadas las cosas han ocurrido sin sobresaltos para los accionistas. Las empresas han conseguido hacerse con una porción cada vez mayor del pastel económico, a juzgar por la participación de los beneficios empresariales en el total de la economía. De hecho, a finales de 2022, los beneficios empresariales alcanzaron máximos históricos tanto en Estados Unidos como en la zona euro. La otra cara de la moneda ha sido la continua disminución de la participación de la mano de obra en la economía. Prevemos desafíos para la rentabilidad empresarial tanto de origen secular (relocalización, cambio climático y fiscalidad) como de origen más cíclico.

En primer lugar, si el auge de la multipolaridad impulsa la relocalización, probablemente aumentará de nuevo el poder de negociación de la mano de obra nacional, siempre que la relocalización se fundamente en la sustitución de importaciones intensivas de mano de obra. Existe una relación estrecha e inversa entre la cuota de mano de obra nacional y la intensidad del comercio mundial. En segundo lugar, el empeño decidido en maximizar la rentabilidad se ve cada vez más cuestionado por las partes interesadas, que apuntan a las consecuencias. El aumento de la internalización de las repercusiones socioecológicas de las empresas mediante, pongamos por caso, la subida de los impuestos sobre el carbono y el gasto en costosas innovaciones ecológicas para evitar o capturar las emisiones de carbono también harán mella en la rentabilidad. Las empresas que se priven de adoptar los Objetivos de Desarrollo Sostenible tendrán que hacer frente a un coste de capital más elevado. En tercer lugar, el acuerdo histórico de 2021 supuso la imposición de un impuesto de sociedades mínimo a nivel mundial del 15%, con lo que se puso fin a una carrera a la baja que duraba décadas. El énfasis en aumentar los ingresos derivados del impuesto de sociedades también sugiere que la tendencia puede estar inclinándose de nuevo a favor de la mano de obra. Desde un punto de vista cíclico, lo más probable es que en los próximos cinco años el resultado de la pugna entre el capital y la mano de obra lo determine la dinámica salarial en un entorno de inflación rígida.

RESUMEN EJECUTIVO

Cuando se redactó este informe, la tasa de desempleo mundial de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos se situaba en el 4,8%, un mínimo histórico. La curva de Phillips, que representa la relación entre desempleo y salarios, suele ser más pronunciada cuando aumenta la inflación tendencial (véase, por ejemplo, Hajdini 2023).¹ La curva de Phillips no solo se ha acentuado en Estados Unidos desde la pandemia, sino también en el Reino Unido y la zona euro. Ari et al. (2023) observan que la curva de Phillips también tiende a ser más pronunciada cuando la intensidad del comercio es menor y la digitalización es mayor. Los bancos centrales han tomado nota. Andrew Bailey, gobernador del Banco de Inglaterra, pidió a los trabajadores que «piensen y reflexionen» antes de solicitar un aumento salarial. Sin embargo, hasta ahora hemos presenciado más una espiral de precios y salarios que una espiral de salarios y precios, ya que los salarios han ido claramente a la zaga de las subidas generales de precios desde la pandemia.

El fin de la clemencia monetaria (fiscal vs. monetario)

El segundo juego de poder que aparece en nuestro radar es el desafío de las autoridades fiscales a sus bancos centrales. Durante la pandemia, la opinión de que los gobiernos deberían aplicar una fuerte política anticíclica, donde los bancos centrales actuasen como financiadores fiscales (con una política monetaria no convencional, como el programa de compras de emergencia para la pandemia, que evitaba el límite inferior de cero vinculante), se convirtió rápidamente en la política dominante. Sin embargo, como muestran las consecuencias inflacionistas del estímulo de la pandemia, el exceso de una combinación de buenas políticas puede resultar perjudicial. El Banco de Pagos Internacionales (BIS) (2022) demuestra que la pandemia ha supuesto un cambio de un régimen monetario a otro fiscal. La posibilidad de que este giro a favor de gobiernos más derrochadores provoque un aumento estructural de la inflación depende de la combinación de políticas fiscales y monetarias. El BIS concluye que la combinación de un gobierno despilfarrador y un banco central débil con independencia limitada es lo que genera un mayor impulso inflacionista. En cambio, un banco central fuerte e independiente puede actuar de contrapeso incluso ante una autoridad fiscal despilfarradora, por lo que la presión al alza sobre los precios debería ser marginal.²

De este modo, el juego de poder entre las autoridades fiscales y monetarias en un entorno de inflación superior al objetivo resulta importante para que los asignadores de activos lo tengan en cuenta. Si un gobierno priorizara la seguridad y el cambio climático sobre una rentabilidad a la prudencia fiscal, estaría indicando a los consumidores que la equivalencia ricardiana (los consumidores posponen el gasto ahora en previsión de subidas de impuestos en el futuro) no se cumple, y la consecuencia natural sería la inflación rígida. Un gobierno que mantenga un déficit durante un período prolongado no podrá evitar la inflación y se encontrará en el punto de mira de los bancos centrales, que tienen el mandato de fijar un objetivo de inflación del 2%. Mientras la inflación esté muy por encima del objetivo, es poco probable que un banco central independiente facilite el despilfarro soberano mediante la adopción de una política monetaria expansiva. La posibilidad de que los bancos centrales y las autoridades fiscales se enfrenten es aún mayor en un régimen de endurecimiento cuantitativo. Así ocurre, en particular, cuando las pérdidas ocasionadas por la venta de las reservas de deuda pública del banco central reducen los ingresos del Tesoro y, a su vez, aumentan los costes de financiación del Estado.

El auge de la multipolaridad (EE.UU. y China)

El tercer juego de poder es de carácter geopolítico. En junio de 2023, durante una entrevista con motivo de su reciente centenario, el antiguo diplomático estadounidense Henry Kissinger instó a Estados Unidos y China a dar un paso atrás desde «la cima de un precipicio». El auge de la multipolaridad es real. Tanto China como Estados Unidos están ampliando la gama de posibilidades tecnológicas en su competición estratégica por la

1. Inflación tendencial e implicaciones para la curva de Phillips (clevelandfed.org)

2. «Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary policy regime» (bis.org)

RESUMEN EJECUTIVO

hegemonía. La promesa de la inteligencia artificial (IA) generativa no ha hecho más que incrementar las apuestas. Según el Centre for New American Security³, en 2022 EE.UU. añadió 519 organizaciones a su lista de entidades, prohibiéndoles recibir tecnología de origen estadounidense. Si la confianza entre las principales economías sigue deteriorándose, se frenarán las repercusiones tecnológicas y disminuirá la tendencia de crecimiento del PIB per cápita mundial. Un estudio del Banco Central Europeo (2023) concluye que, si la intensidad del comercio cayera a su nivel de mediados de la década de 1990, el impacto inicial para la economía global ascendería a alrededor del 5% del PIB mundial. Con independencia de la opinión personal sobre el futuro equilibrio de poder, el dividendo de la paz parece haber desaparecido. La preocupación primordial de los gobiernos occidentales por mantener el *status quo* podría tener profundas consecuencias en cuanto a una mayor regulación, un aumento del gasto militar y una reducción del *laissez-faire* económico.

3. <https://www.cnas.org/>

Nuestros escenarios

¿Cómo influye el triple juego de poder en nuestros planteamientos de escenarios? Nuestras perspectivas anteriores, tituladas «La Era de la Confusión», introducían un triple enfoque para evaluar el panorama macroeconómico, al explicar que los inversores debían sopesar la gran variedad de perturbaciones macroeconómicas, su persistencia y su tendencia a autorreforzarse. Este año enriquecemos este marco introduciendo tres grandes «juegos de poder» que creemos que desempeñarán un papel importante en la economía mundial y que, por tanto, pueden resultar útiles para desarrollar diversos escenarios de asignación estratégica de múltiples activos. La dinámica de estos juegos de poder está sujeta a los elementos ya mencionados de multiplicidad, persistencia y reflexividad.

Estancamiento (supuesto inicial)

La política monetaria funciona con decalajes largos, pero variables. En definitiva, es poco probable que la señal de recesión que la profunda inversión de la curva de rentabilidad estadounidense lleva emitiendo desde la primavera de 2022 resulte falsa. Tras una leve recesión en 2024, donde la inflación general se situará por debajo del 2%, prevemos que las economías desarrolladas volverán a registrar un crecimiento tendencial y una inflación por encima del objetivo, con una inflación de los precios al consumo que se mantendrá por término medio en torno al 2,5% hacia 2029. En EE.UU., esperamos un crecimiento medio del PIB real del 2,3%, 20 pb por debajo de lo que supone la valoración actual del mercado bursátil S&P 500. Aunque las perspectivas de crecimiento son más bien benignas, es poco probable que sea un camino de rosas, ya que la volatilidad macroeconómica se mantiene muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia, al no haberse resuelto aún del todo las desviaciones de los mercados laborales derivadas de la pandemia. Un estudio de Bernanke y Blanchard (2023) muestra que, incluso si la relación de «ofertas de empleo por desempleado» vuelve a su tasa de equilibrio de 1,2, la inflación estadounidense convergerá probablemente hacia el 2,5% en 2027, por encima del objetivo de inflación de la Fed. Un enfriamiento de la tasa de vacantes por desempleado hacia su tasa natural del 1,2 en los próximos años, probablemente seguiría implicando un crecimiento anual de los salarios del 3,0-4,5% para los trabajadores estadounidenses. La mayor demanda de mano de obra de la fabricación nacional debido a la relocalización subvencionada, la rigidez de los salarios nominales y un nuevo descenso del desempleo no cíclico se traducen en un aumento de la proporción de mano de obra en el PIB de las economías desarrolladas a costa de la rentabilidad corporativa.

Los banqueros centrales, conscientes del repunte de la inflación tras la pandemia, se muestran reacios a actuar de nuevo como financiadores fiscales. Sin embargo, los gobiernos siguen registrando déficits y necesitan tipos oficiales bajos. El tira y afloja entre las autoridades fiscales y monetarias significa que no hay un endurecimiento suficiente de la política monetaria para eliminar la inflación inducida por la demanda.

RESUMEN EJECUTIVO

La economía china logra escapar a una deflación rotunda y prolongada porque su evolución hacia un modelo de crecimiento más autosuficiente se traduce en una costosa sustitución de importaciones, que hace subir los costes de los insumos. Es más, en última instancia, las empresas chinas no pasan del objetivo de maximizar los beneficios al de minimizar la deuda, que caracteriza una recesión de balance. Sin embargo, los elementos fundamentales de la japonización –bajo crecimiento, baja inflación y bajos tipos de interés– afloran a raíz del desapalancamiento parcialmente forzado, la caída del crecimiento tendencial y el envejecimiento de la población.

La IA adquiere alas (supuesto alcista)

¿Y si la actual expectación por la inteligencia artificial no resulta equivocada? En nuestro supuesto alcista, vemos un crecimiento por encima de la tendencia y una inflación dentro del objetivo gracias a la adopción temprana de la IA y a su rápida difusión en sectores e industrias. Es probable que el aumento de la productividad impulsado por la IA únicamente aparezca en las estadísticas oficiales a partir de 2024 debido a la falta de datos y a problemas de medición. En este escenario, las tecnologías de IA se abaratán ante el aumento de la competencia y de la accesibilidad gracias a la regulación gubernamental y a iniciativas específicas de educación tecnológica. Por ello, las pequeñas y medianas empresas también las adoptan. Ante la amenaza existencial de la IA, los trabajadores con altos ingresos rebajan sus exigencias salariales a cambio de seguridad en el empleo y compensaciones no salariales, como la educación tecnológica. Las empresas, sobre todo aquellas que se encuentran en la frontera tecnológica, disfrutan de un aumento de la rentabilidad, ya que el crecimiento de los unitarios de mano de obra se mantiene bajo control. En este escenario, el juego de poder entre el capital y la mano de obra lo gana contundentemente el capital.

El resultado es un escenario parecido al de Ricitos de Oro, donde, como en el cuento, la «sopa» económica no esté ni demasiado fría ni demasiado caliente. La volatilidad del consumo desciende y vuelve a su nivel prepandémico del 1%. Los bancos centrales pueden tomarse un respiro en su política de restricciones a medida que surja una desinflación benigna en torno a 2025 debido al impulso de la oferta que provoca la rápida difusión de la tecnología. De este modo, se equilibra la creciente inflación inducida por la demanda, derivada de la buena salud de los consumidores gracias a un efecto riqueza positivo (por la subida de los precios de las acciones y de la vivienda), el aumento de la renta disponible y el sólido crecimiento de los salarios reales. En este escenario, el juego de poder entre las autoridades fiscales y monetarias es menos intenso. En el ámbito geopolítico, prevemos un resurgimiento de la confianza mutua, que conducirá a una reducción de los controles a la exportación, lo cual generará efectos tecnológicos positivos para las economías emergentes.

Reducción del riesgo (supuesto bajista)

Nuestro supuesto bajista contempla un despliegue vigoroso del triple juego de poder (Estados Unidos y China, capital vs. mano de obra, fiscal vs. monetario). Los gobiernos están en la mira de sus bancos centrales, ya que alimentan la inflación de bienes con un gasto militar masivo. La confianza mutua entre las superpotencias alcanza niveles mínimos, lo cual acelera el «friendshoring» (cerrar filas entre países afines) y la relocalización, impulsando así la demanda de mano de obra nacional. La costosa sustitución de importaciones de insumos que antes se externalizaban y las amenazas de ciberguerra vinculadas a la IA obligan a las empresas a aumentar sus inversiones, lo cual merma su rentabilidad. Los trabajadores ganan poder de negociación en el sector de bienes, pero pierden terreno en el de servicios. En última instancia, un entorno turbulento se traduce en un crecimiento de apenas el 0,5% anual para las economías desarrolladas, mientras que la inflación se mantiene persistentemente alta, en un 3,5% de media. Surge

RESUMEN EJECUTIVO

un entorno de estanflación que intensifica el dilema político de los banqueros centrales.

Colas más gruesas y mayor diversificación

¿Cómo debería navegar un inversor en multiactivos por el triple juego de poder? La reducción de la brecha entre los principales contendientes en el juego de grandes potencias de las economías mundiales suele crear colas gruesas en una distribución de rentabilidad. Los resultados extremos son más frecuentes si se comparan con un mundo en situación estacionaria, especialmente a medida que dejamos atrás una era de tipos de interés ultrabajos. Por lo tanto, la compensación de la exposición a los factores de riesgo sistémico que persigue una cartera estratégica variará notablemente en función del escenario que se materialice. En el supuesto bajista, la renta variable desarrollada únicamente obtendrá una rentabilidad geométrica anualizada del 2,5% en euros, mientras que el supuesto alcista apunta a una rentabilidad del 11%. Para los inversores cuya moneda sea el dólar estadounidense, las oscilaciones son aún más pronunciadas. La buena noticia es que, salvo en nuestro supuesto bajista, esperamos una inflación media inferior al 3% en Estados Unidos, lo que históricamente ha coincidido con un régimen de correlación negativa entre renta fija y renta variable. Por ello, sobre todo para los inversores establecidos en EE.UU., las oportunidades de diversificación de la cartera en los próximos cinco años podrían aumentar después de un duro período para una cartera tradicional de 60/40 durante el apogeo del repunte de la inflación tras la pandemia.

Previsión de rentabilidad 2024-2028

	Rentabilidad anualizada a 5 años	
	EUR	USD
Bonos		
Efectivo	2,50%	3,25%
Bonos gubernamentales domésticos	2,50%	5,25%
Bonos gubernamentales de países desarrollados (hedge)	3,50%	4,25%
Deuda gobiernos emergentes (local)	4,75%	5,75%
Bonos corporativos Grado de Inversión (hedge)	4,50%	5,25%
Bonos corporativos High Yield (hedge)	5,50%	6,25%
Renta variable		
Renta variable de mercados desarrollados	5,75%	6,75%
Renta variable de mercados emergentes	7,25%	8,25%
Inmobiliarias cotizadas	5,50%	6,50%
Materias primas	4,75%	5,75%
Precios al consumo		
Inflación	2,50%	2,75%

Fuente: Robeco. Septiembre de 2023. El valor de sus inversiones puede fluctuar y los resultados estimados no garantizan el rendimiento futuro.

Navegando por el panorama cambiante de rentabilidades y riesgos

Aunque hemos revisado al alza la mayoría de las clases de activos en comparación con las estimaciones del año pasado, prevemos que la rentabilidad de los activos en euros se mantenga por debajo de sus medias históricas a largo plazo durante los próximos cinco años, salvo en el caso de las materias primas. Poco a poco estamos abandonando un mundo de activos sin riesgo con tipos bajos y activos de riesgo con primas elevadas, para pasar a un mundo de altos tipos en activos libres de riesgo y primas más bajas. No obstante, a pesar del reciente aumento de más de 400 pb de los tipos sin riesgo en las economías del G7, nuestra rentabilidad media histórica a largo plazo es principalmente el

RESUMEN EJECUTIVO

resultado de unos tipos sin riesgo por debajo del nivel estacionario y, en cierta medida, de unas primas de riesgo moderadas. Creemos que asumir riesgos en el mercado de renta variable se ve algo menos recompensado en comparación con los riesgos de renta fija en esta fase del ciclo.

Una vez materializado el máximo de los tipos oficiales, el rendimiento de la renta variable frente a la renta fija de mayor riesgo es notablemente inferior. El fin de la expansión cuantitativa indefinida, el aumento de la incertidumbre política, la reducción de los márgenes y una prima de riesgo de la renta variable ex ante relativamente moderada en los mercados de renta variable desarrollados plantean nuevos factores adversos. Para los inversores con una cartera internacional cuya moneda sea el dólar estadounidense, las perspectivas son más optimistas, ya que seguimos esperando que otras divisas se aprecien frente al dólar, aunque los factores adversos para el dólar han disminuido en comparación con las expectativas del año pasado.

Por último, los inversores no deberían descartar a los considerados desaventajados de cada juego de poder. Gottfried Leibniz, que inicialmente pareció perder la disputa sobre la prioridad del cálculo, no fue menos brillante que Newton. En 1679 predijo que su invención de la codificación binaria allanaría el camino a la era de la computación digital: «La especie humana dispondrá de un nuevo tipo de instrumento que aumentará el poder de la mente mucho más de lo que las lentes ópticas fortalecen los ojos». En los albores de la IA generativa, unos 344 años después, no podemos sino apreciar la genial previsión que supuso vaticinar con exactitud el futuro en lugar de limitarse a intentar minimizar las sorpresas. ●

Información importante

Esta información se refiere exclusivamente a datos generales sobre Robeco Holding B.V. y/o sus sociedades vinculadas, asociadas y filiales ("Robeco"), el criterio, las estrategias y las capacidades de Robeco. El presente documento está dirigido únicamente a inversores profesionales, definidos como inversores que están clasificados como clientes profesionales, que han solicitado que se les trate como clientes profesionales o que están autorizados a recibir dicha información de conformidad con la legislación aplicable. Salvo que se indique otra cosa, los datos y la información facilitados proceden de Robeco, son, según el leal saber y entender de Robeco, exactos en el momento de su publicación y se ofrecen sin garantías de ningún tipo. Cualquier opinión expresada es únicamente la opinión de Robeco, no es una declaración de hechos, está sujeta a cambios y no constituye en modo alguno asesoramiento de inversión. Este documento se ha redactado con el único propósito de ofrecer una visión general de los criterios y las estrategias de Robeco. No sustituye a un folleto ni a ningún otro documento legal relativo a un instrumento financiero específico. Los datos, la información y las opiniones contenidos aquí no constituyen una oferta o una invitación o una recomendación para realizar inversiones o desinversiones, ni una solicitud para comprar, vender o suscribir instrumentos financieros, y, bajo ninguna circunstancia, se pueden interpretar como tales ni como asesoramiento financiero, legal, fiscal o de investigación de inversiones, ni como una invitación, ni para hacer cualquier otro uso de ello. Todos los derechos relativos a la información que figura en este documento son y seguirán siendo en todo momento propiedad de Robeco. La presente información no podrá copiarse o ser empleada públicamente. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida o publicada bajo ninguna forma ni por ningún medio sin el consentimiento previo por escrito de Robeco.

© T1/2023 Robeco

Si desea más información,
visite la web de Robeco