

PERSPECTIVAS 2024

Goldilocks: Fue bonito mientras duró

Contenido

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN	3
1. Introducción	4
2. Tres escenarios	5
3. Cuatro factores	7
4. Perspectivas de los mercados financieros	13
5. Resumen	19
PERSPECTIVAS EN INVERSIÓN SOSTENIBLE	20
1. Introducción	21
2. Las 5 regulaciones con más impacto en inversión sostenible	23
3. Predicción del crecimiento del mercado de bonos ASG el próximo año	26
4. Accionistas: ¿qué podemos esperar de las juntas generales en 2024?	28
5. Conclusión	30

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

Noviembre de 2023

Perspectivas de inversión

La narrativa del soft landing se ha aceptado como consenso generalizado. De acuerdo con esta narrativa, Powell y Lagarde tienen la extraordinaria oportunidad de derrotar a la inflación sin hundir la economía en términos de aumento del desempleo. Pensamos que se trata nada más y nada menos que de un desenlace digno de un cuento de hadas.

1. Introducción: Embaucados por desfases variables

La comunidad de economistas está profundamente convencida de que la realidad económica es determinista, y sin embargo, el analista de riesgo Nassim Taleb apunta que la aleatoriedad podría acabar engañándonos a todos.

Ya en 2022, la mayoría de los economistas (nosotros entre ellos) pronosticaban una recesión en la zona euro y en Estados Unidos en los siguientes 12 meses. La probabilidad incondicional de una recesión en EE.UU. parecía muy alta. No solo existían indicadores fiables de recesión —una curva de tipos estadounidense invertida—, sino que además un oportuno estudio de abril de 2022 nos recordaba que, históricamente, en el 100% de los casos se produce una recesión estadounidense al cabo de un año siempre que la inflación se sitúe por encima del 5% y el desempleo por debajo del 5% trimestral.

La historia también ha puesto de manifiesto que un perfil agresivo de la política monetaria, como el que adoptó la Fed a principios de 2022, con frecuencia se traduce en una fuerte disyuntiva entre una menor inflación, por un lado, y un aumento del desempleo, por otro. Un aterrizaje brusco de la economía estadounidense era prácticamente inevitable.

Sin embargo, en contra de la lógica económica, la economía estadounidense ha demostrado una sorprendente resiliencia en 2023, mostrando una combinación extraña, de mínimos históricos en el desempleo estadounidense sosteniéndose en un contexto de desinflación con el ciclo de endurecimiento de la política monetaria más acentuado de las últimas cuatro décadas. La denominada «desinflación inmaculada» a la que se refieren Bernanke y Blanchard no se ha limitado a Estados Unidos.¹ La zona euro también experimenta una desinflación impecable, ya que la tasa de desempleo alcanzó un mínimo histórico del 6,4% en el conjunto de la moneda común. El derroche de los consumidores demostró ser mucho más resiliente de lo esperado.

La narrativa del soft landing se ha aceptado como consenso generalizado. De acuerdo con esta narrativa, Powell y Lagarde tienen la extraordinaria oportunidad de derrotar a la inflación sin hundir la economía en términos de aumento del desempleo. Las proyecciones de la propia Fed indican un desempleo medio del 4,1% para 2024 y una inflación subyacente de los gastos de consumo personal del 2,6%. Pensamos que se trata nada más y nada menos que de un desenlace digno de un cuento de hadas.

¹ Blanchard, O. y Bernanke, B., What Caused the Us Pandemic-Era Inflation? (Junio 2023). Documento de trabajo NBER n.º w31417, Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4497998>

2. Tres escenarios

Escenario principal

Creemos que 2024 será el último baile de la desinflación immaculada. El año que viene probablemente asistiremos a un estancamiento de las economías del G7 a medida que los elevados tipos reales empiecen a mermar la actividad real, agotando el poder adquisitivo de los consumidores y desplazando la actividad inversora de las empresas. No obstante, la ausencia de debilidad en los balances de las empresas y los hogares impedirá que se produzca una recesión clásica. China se enfrenta a un régimen macroeconómico totalmente diferente para eludir la japonización mientras mantiene su estrategia de estímulo económico gradual. China consigue evitar una profunda deflación, pero la persistente tendencia a la baja de las ventas y los precios de la vivienda inhibe un repunte sostenible del consumo doméstico.

Aunque el crecimiento de la actividad real en las economías avanzadas impulsará inicialmente una mayor desinflación general, la inflación subyacente no conseguirá situarse sistemáticamente por debajo del 3%. La pronunciada curva de Phillips que ha sido el motor clave de la idílica narrativa de la desinflación en 2023 se aplanará de nuevo ahora que la inflación se encuentra en niveles más bajos; reducir la inflación del 3% al 2% tendrá, por lo tanto, mayores costes de desempleo y resultará mucho más difícil. Además, los precios de producción, que redujeron la inflación general en 2023, regresarán en 2024 como consecuencia de una modesta recuperación del ciclo manufacturero mundial, del aumento de la demanda exterior de China y de la subida de los precios de la energía. A parte, los efectos de décadas de desinflación derivados de la globalización se están convirtiendo en efectos inflacionistas para los productores a medida que se desacelera la intensidad del comercio mundial. Las mayores exigencias de las empresas para internalizar su huella de carbono también frenan la desinflación.

Los banqueros centrales de las pequeñas economías abiertas que lideran el ciclo mundial, como Klaas Knot, de los Países Bajos, han celebrado la transición desde una desinflación immaculada a una inusual «estanflación coincidente con el pleno empleo» y que ha ido tomando forma a medida que los Países Bajos entraban en recesión formal en el segundo trimestre de 2023. Es posible que se trate de un precedente para el resto de Europa a principios de 2024. Aunque la desinflación immaculada podría verse seguida inicialmente por un tipo de estanflación benigno en las economías del G7, probablemente se trate de un equilibrio macroeconómico muy inestable. En última instancia, el efecto de unos tipos reales elevados mucho tiempo desencadenará una transición más tenebrosa hacia 2025, a medida que las grietas iniciales en el mercado laboral se propaguen hasta una fractura total, con un incremento del desempleo del 1-2% en vez del 0,3% previsto tanto por la Fed como por el BCE para 2024.

“ Creemos que 2024 será el último baile de la desinflación immaculada

Escenarios alternativos

En nuestro escenario alcista prevemos un soft landing con empleo abundante para las economías del G7. La desinflación immaculada continúa y sigue cada vez más impulsada por la evidencia de que los costes laborales unitarios se mantienen controlados gracias al aumento de la productividad a medida que se ha extendido la adopción de la inteligencia artificial. La inflación subyacente se sitúa entre el 2 y el 2,5%, lo cual permite a los bancos centrales recortar los tipos. Las intensas gestiones diplomáticas de Biden con China allanan el camino al apaciguamiento. Los beneficios se recuperarán a partir del primer trimestre de 2024 conforme repunte el crecimiento de las ventas y retorne la capacidad de fijación de precios. Los spreads y los múltiplos de la renta variable se comprimen y la correlación entre bonos y acciones vuelve a ser negativa.

En nuestro escenario bajista, la estanflación golpea, el mundo se enfrenta a otro golpe a la oferta derivado de las turbulencias geopolíticas, muy probablemente por una escalada del conflicto entre Israel y Palestina. Aunque el repunte de los precios del petróleo sea efímero, sumiría la economía mundial en una auténtica recesión, con una inflación que se mantiene muy por encima de los objetivos de los bancos centrales. Todo esto limitaría a los bancos centrales a recortar los tipos en los 400 pb habituales durante una recesión. Los beneficios descienden un 20%, los diferenciales high yield se disparan y los mercados de renta variable entran en un nuevo mercado bajista.

3. Cuatro factores a tener en cuenta

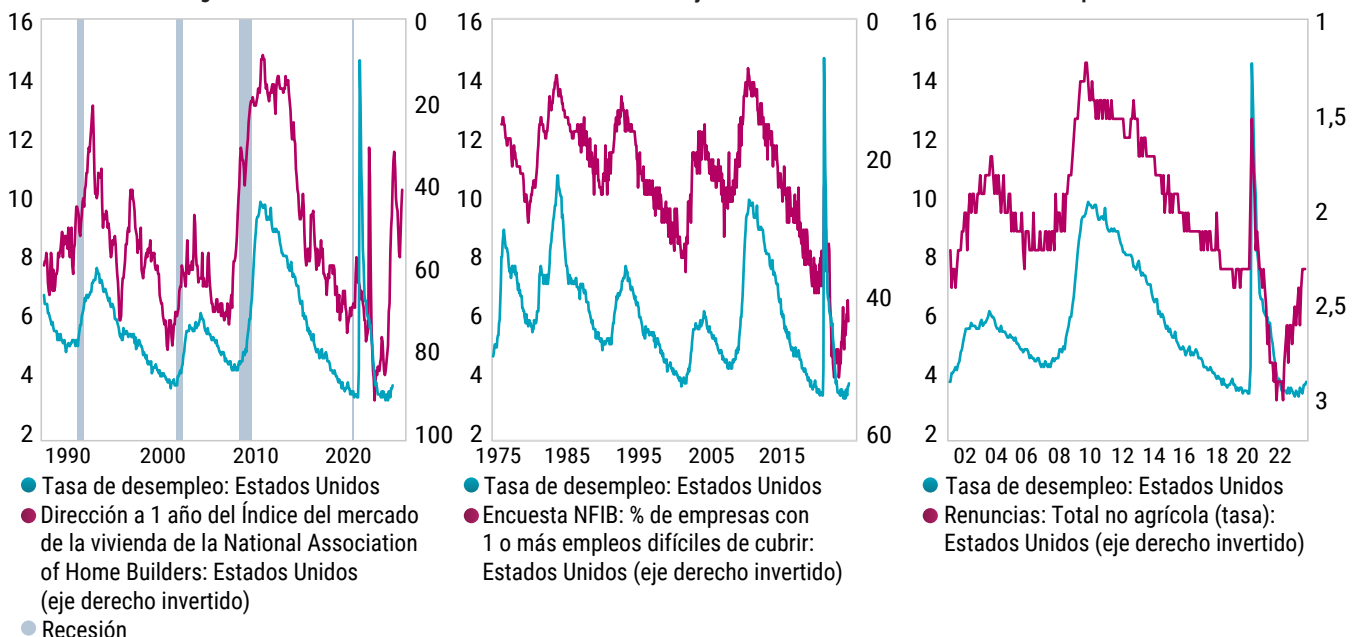
Si profundizamos en nuestro escenario principal, consideramos que el discurso generalizado sobre el soft landing se pondrá en juicio, ya que cuatro factores que han contribuido a una sorprendente resiliencia de la economía mundial en 2023 se desvanecerán en los próximos 6 a 12 meses.

1. Una mayor desinflación coincide con una mayor pérdida de empleo

Los bancos centrales se han encargado hasta ahora de la parte fácil del proceso de desinflación, ahora les toca la parte difícil. Cuando la inflación inicial es elevada, como ha ocurrido en el último año, el coste de la desinflación en términos de pérdida de empleo es bastante bajo, dado que la curva de Phillips es muy pronunciada en entornos de inflación elevada. Los tipos de interés más elevados eliminan el exceso de vacantes presentes en una economía sobrecalentada sin reducir directamente los empleos reales. Además, la literatura reciente muestra que la desglobalización y la digitalización también conllevan curvas de Phillips más pronunciadas. No obstante, cuando la inflación desciende a niveles más bajos, la curva de Phillips se aplana, lo cual supone que la desinflación empieza a desencadenar proporcionalmente más destrucción de empleo que el episodio de inflación elevada.

En el caso de Estados Unidos, según nuestros cálculos, para reducir la inflación en 25 pb se requiere normalmente un aumento del desempleo del 1% anual, mientras que en los últimos 12 meses, para reducir la inflación en 25 pb solo se ha requerido un aumento del desempleo inferior al 0,1%, dado que la curva de Phillips era muy pronunciada. Por lo tanto, la última etapa para los bancos centrales de los mercados desarrollados (MD), que consiste en reducir la inflación del 4% actual al 2%, probablemente se caracterizará por un aumento de la destrucción de empleo a medida que se normalice la curva de Phillips. En la zona euro, ya se observan caídas acusadas en el número de puestos vacantes en

Figura 1: Tres indicadores adelantados con el mismo mensaje: el mercado laboral estadounidense está a punto de enfriarse

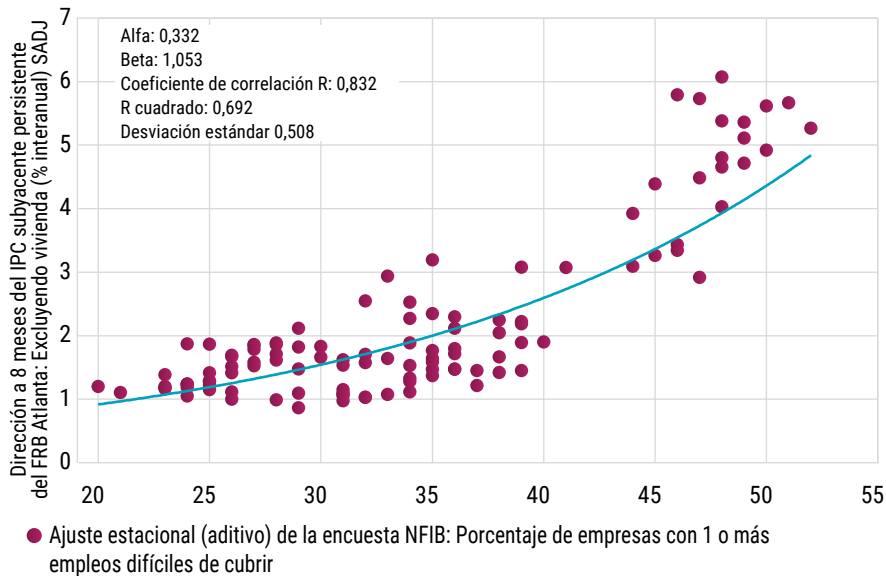


Fuente: LSEG Datastream, Robeco

Alemania y España, mientras que tres de los principales indicadores del mercado laboral estadounidense sugieren que el desempleo en Estados Unidos perfectamente podría situarse entre el 5% y el 6% en 2024, según nuestro escenario principal. El descenso de las renunciaciones en el mercado laboral, la menor confianza en el mercado de la vivienda y el menor interés de las empresas por cubrir las plazas vacantes indican que el mercado laboral estadounidense está a punto de cambiar de tendencia.

¿El mercado laboral se enfriará lo suficiente? Los bancos centrales podrían mostrarse reticentes a recortar en un contexto de inflación subyacente persistente. Por lo tanto, preveemos un estancamiento de las economías de los MD en 2024, a medida que vaya perdiendo fuerza el impulso de un mercado laboral en auge. Sin embargo, aunque el desempleo aumentara en consonancia con lo que sugieren los indicadores adelantados en esta coyuntura, la inflación subyacente seguiría estancada alrededor del 3% en 2024. Este giro de estanflación mantendrá a la Fed insatisfecha y reacia a recortar. Por ejemplo, el indicador adelantado NFIB «1 o más puestos de trabajo difíciles de cubrir» requiere una caída adicional por debajo del nivel del 40% para que la inflación subyacente excluyendo la vivienda descienda hacia el 2%.

Figura 2: Se necesita mucha holgura en el mercado laboral para que la inflación subyacente de Estados Unidos (excluyendo la vivienda) vuelva al 2%



Fuente: LSEG Datastream, Robeco

2. La tasa de inmunización se desvanece

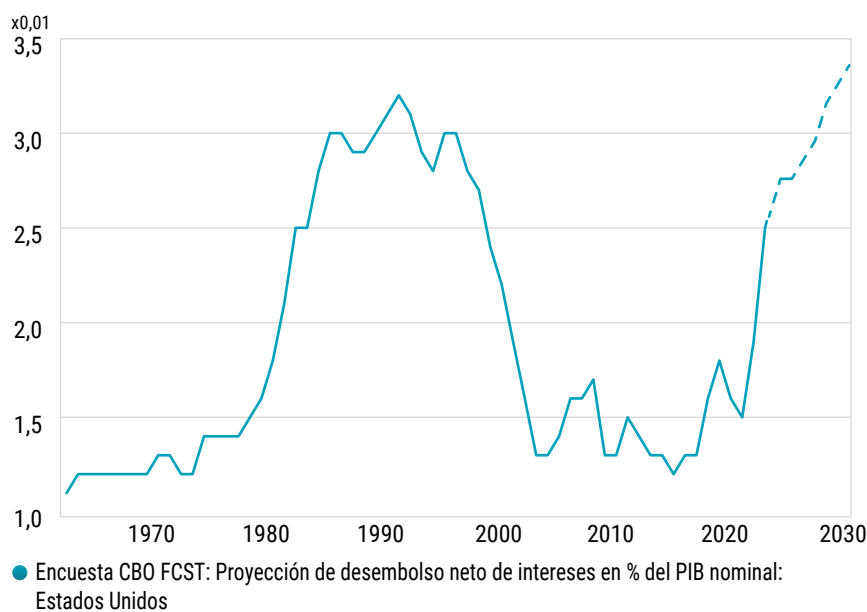
Los Estados, las empresas y los hogares han conseguido mantener tipos de interés muy bajos en la era del QE y en el período posterior a la pandemia, a la vez que prolongaban la duración de su deuda, inmunizando así su sensibilidad a un entorno de tipos de interés al alza. En la fase de desapalancamiento posterior a la crisis financiera global también se produjo un desplazamiento hacia la financiación a tipo fijo. Los mercados de capitales han operado extraordinariamente bien en los últimos años, dando facilidades a las empresas y los hogares y proporcionando abundante financiación barata, lo que ha mantenido a flote incluso a las empresas zombis. En 2021, la morosidad se situó en niveles mínimos históricos, tanto en los hogares como en el sector corporativo, pero ha descendido

después de que los bancos centrales se embarcaran en su ciclo de endurecimiento de 2022. La inmunización eficaz contra un régimen de tipos de interés más elevados seguirá desvaneciéndose.

Gobiernos: La emisión no resulta barata

Para los títulos soberanos, la emisión neta aumentará probablemente de forma acusada en 2024, y las necesidades netas de tesorería podrían ascender al 15%. Con la rentabilidad de la deuda soberana en máximos de 15 años, la emisión podría encarecerse por varios motivos. En primer lugar, la emisión bruta se incrementará, parcialmente como resultado del movimiento pospandémico hacia una expansión fiscal procíclica. La continua expansión fiscal con el crecimiento del PIB real situándose ya por encima de la tendencia impide el enfriamiento necesario de la economía para controlar la inflación estadounidense. La preocupación por los desajustes fiscales contribuyó parcialmente a la reciente tendencia a la baja de la curva de tipos en Estados Unidos. Cualquier nueva degradación de la calificación crediticia de EE.UU. —debido a desviaciones presupuestarias o a una inflación subyacente más elevada de lo previsto (2,6% para la inflación subyacente de los gastos de consumo personal en 2025)— podría tener en vilo a los inversores de renta fija. En segundo lugar, los bancos centrales que tienen previsto reducir aún más sus balances hasta 2024 también incrementarán la oferta neta de bonos soberanos. Por ejemplo, es probable que el BCE se replantee continuar con las reinversiones del PEPP a principios de 2024. En tercer lugar, el aumento de los gastos por intereses de la deuda pendiente también requiere más emisiones. En el caso de EE.UU., las previsiones de la sugieren que el gasto neto en intereses del Tesoro estadounidense ascenderá al 2,7% del PIB nominal en 2024, el más alto desde 1998. Mientras los esfuerzos fiscales estadounidenses se asignen progresivamente a categorías con un multiplicador fiscal bajo o incluso negativo (el gasto en defensa entra claramente en esta última categoría), la política fiscal procíclica resultará contraproducente.

Figura 3: El legado del despilfarro fiscal



● Encuesta CBO FCST: Proyección de desembolso neto de intereses en % del PIB nominal: Estados Unidos

Fuente: LSEG Datastream, Robeco

Empresas: La descompresión comercial ha comenzado a reflejar el riesgo de refinanciación

Para las empresas, los emisores de deuda IG y HY se enfrentan a un muro de vencimientos en 2025/2026 y ya se ven obligados a acudir al mercado el año próximo a medida que se acercan las fechas de refinanciación. En la actualidad, el BPI considera que el muro de los vencimientos para los IG será más pronunciado en 2024 y advierte de que «incluso los balances más sólidos están a punto de sentir los efectos de la subida de tipos». Existen diversos indicadores que apuntan a que algo está en marcha y que el endurecimiento de los bancos centrales ha empezado a hacer mella. Mientras que las solicitudes de declaración de bancarrota de empresas estadounidenses han aumentado un 29% desde el tercer trimestre de 2022, el aumento del coste del capital en el Reino Unido se menciona ahora con más frecuencia como el principal motivo que limita los gastos de capital de las empresas. En Alemania, las insolvencias se han incrementado un 37% desde el año pasado. El mercado de HY ha empezado a prestar atención. Los diferenciales han aumentado en septiembre, pero siguen por debajo de los niveles compatibles con una recesión leve. Una mayor descompresión de los diferenciales corporativos en 2024 reflejaría el deterioro de la calidad de los balances debido al empeoramiento de los ratios de cobertura de intereses.

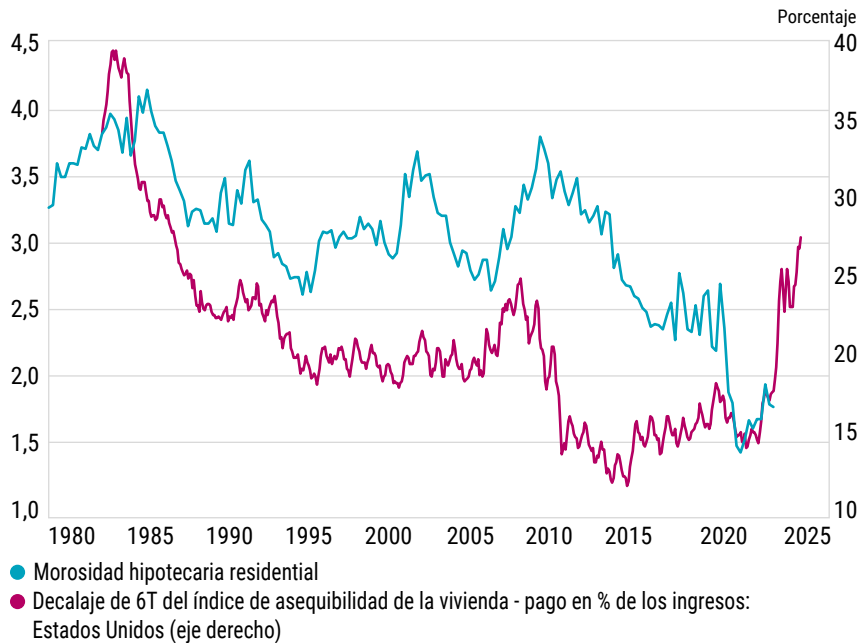
Vivienda: Se agota el margen de crédito

En los hogares se observa un fenómeno similar. Si bien la morosidad hipotecaria ha aumentado desde su mínimo histórico de 2021, sigue siendo moderada, del 1,75%. Sin embargo, si analizamos los pagos hipotecarios como porcentaje de las rentas de los hogares estadounidenses, lo más probable es que la morosidad aumente, aunque el pico de morosidad hipotecaria podría materializarse perfectamente en 2025, en vez de 2024. Un mayor deterioro de la asequibilidad de la vivienda en EE.UU. (que actualmente se encuentra en su peor momento desde 1985, con un 26% de los ingresos destinados al pago de hipotecas) podría frenar la demanda de vivienda y mermar el efecto riqueza de la vivienda.

Se prevé un agotamiento aún mayor de los consumidores estadounidenses, ya que el exceso de ahorros se ha acabado, pero se ve contrarrestado por un aumento del crédito al consumo renovable. Sin embargo, los prohibitivos tipos de interés dificultan cada vez más esta compensación. El capital inmobiliario parece haber tocado techo, eliminando un estímulo para el consumo. En consecuencia, recientemente los volúmenes de ventas minoristas en EE.UU. se han estancado y prevemos que el crecimiento del consumo estadounidense se desacelere hasta situarse en 2024 por debajo de la tendencia, con una tasa de crecimiento anual del 1%.

En la zona euro, el ciclo de consumo se ha adelantado al estadounidense, al contraerse el volumen de ventas minoristas. Lo cual también limita el riesgo a la baja de las perspectivas de consumo relativas a EE.UU. hasta 2024. Se prevé cierta estabilización tras el aumento de los salarios reales. Sin embargo, los elevados costes de la energía, el aumento de las facturas de refinanciación de hipotecas y un leve deterioro de la seguridad en el empleo probablemente limitarán la disposición a gastar el crecimiento real de los ingresos. De este modo, la reciente tendencia al alza de la tasa de ahorro de la zona euro podría mantenerse intacta, y el desempleo de la zona euro podría aumentar entre un 0,5% y un 1% hacia 2025.

Figura 4: Aumenta la morosidad de los hogares en EE.UU.



Fuente: LSEG Datastream, Robeco

3. Un desafío para la (geo)política de 2024

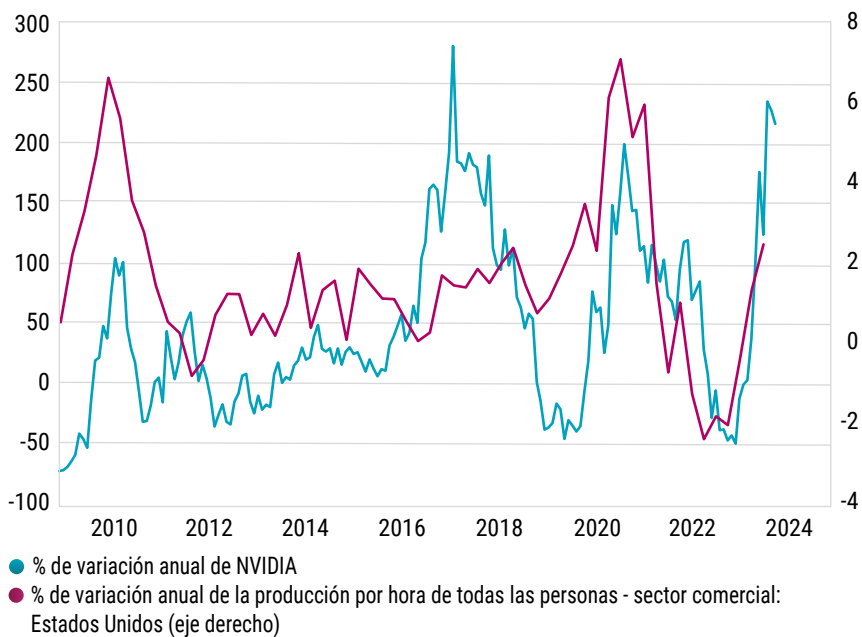
El 2024 será un año de importantes elecciones en los países del G7: las presidenciales estadounidenses se celebrarán el 5 de noviembre y las del Parlamento Europeo, del 6 al 9 de junio. Ambas elecciones podrían ser unas de las más polémicas de la historia de la democracia, teniendo en cuenta las secuelas del ataque al Capitolio estadounidense del 6 de enero de 2021, el auge de los partidos europeos de extrema derecha, el trasfondo de las guerras en Ucrania y Oriente Medio, y una complicada relación entre Occidente y China. A los mercados financieros les resulta complicado predecir el resultado de los acontecimientos geopolíticos. Sin embargo, en vez de intentar predecir los resultados, los mercados deberían centrarse en fijar con exactitud el precio de los riesgos en torno a los posibles resultados. Hasta ahora, hemos asistido a una escasa reacción ante los posibles riesgos económicos derivados de un orden mundial cada vez más fragmentado. Preveamos que a corto plazo se mantenga el aumento constante de la incertidumbre de la política económica mundial, lo cual también debería justificar primas de riesgo más elevadas en los activos financieros.

“ Si los datos son el nuevo oro, la inteligencia artificial generativa es la clave para mejorar su extracción

4. ¿La inteligencia artificial estará a la altura de las expectativas?

Si los datos son el nuevo oro, la inteligencia artificial generativa es la clave para mejorar su extracción. Las acciones de NVIDIA, uno de los principales fabricantes de chips que impulsan los motores de inteligencia artificial, casi se han triplicado desde principios de año. Todo ello evidencia que se está produciendo una auténtica fiebre del oro moderna, que podría prolongar la desinflación benigna al aportar un bien acogido impulso por el lado de la oferta a la economía mundial, haciendo mella en los costes laborales unitarios. Según el índice Global de Adopción de la Inteligencia Artificial de IBM, solo una de cada cinco empresas de todo el mundo no preveía adoptar la inteligencia artificial en 2022. No obstante, el positivo potencial por el lado de la oferta derivado de la adopción de la inteligencia artificial aún no se ha manifestado en las cifras de productividad de 2023. El crecimiento de la productividad estadounidense sigue siendo moderado (1,4% interanual en el segundo trimestre), por debajo de su media del 1,9% posterior a la Revolución Industrial. En palabras de Robert Solow, podemos ver la inteligencia artificial en todas partes excepto en las estadísticas de productividad.

Figura 5: ¿Los recientes resultados espectaculares de NVIDIA son un indicador de la productividad de EE.UU.?



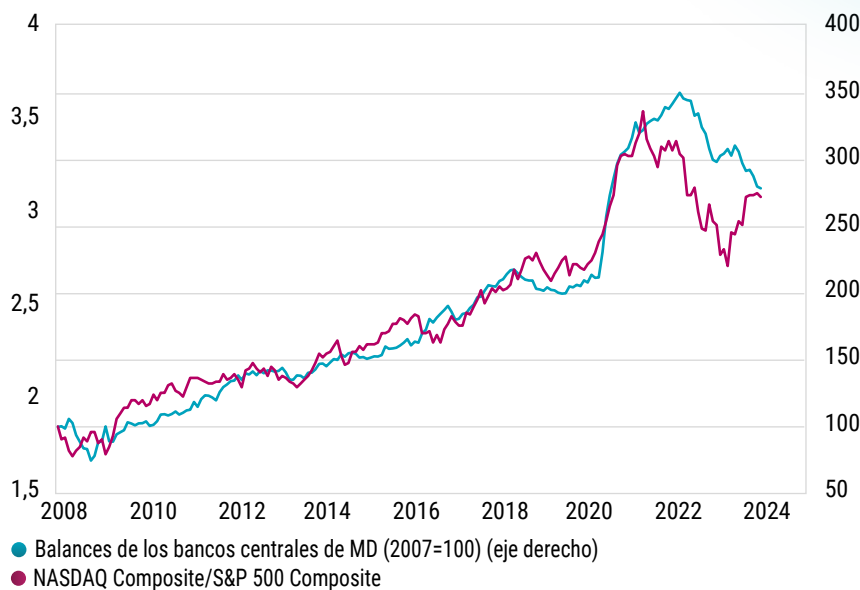
Fuente: LSEG Datastream, Robeco

Un mayor coste de capital inhibirá progresivamente los gastos de capital necesarios para que las empresas, especialmente las más pequeñas, avancen hacia la frontera tecnológica en 2024. La debilidad de los clientes de NVIDIA en los segmentos de la nube durante el tercer trimestre podría ser indicio de que el entusiasmo por la inteligencia artificial está decayendo. En general, el sentimiento hacia inversiones en bienes de capital estadounidenses se han desplomado, lo cual indica que la contribución de la inversión en activos fijos al PIB probablemente se reducirá en 2024. Por ello, la adopción generalizada de la inteligencia artificial probablemente no garantizará una mayor desinflación benigna. Sin embargo, la productividad va históricamente por detrás del ciclo inicial de inversiones en bienes de capital. Algunas resquicios tecnológicos positivas de anteriores inversiones relacionadas con la inteligencia artificial podrían repercutir en las cifras de crecimiento de la productividad del G7 en 2024.

4. Perspectivas de los mercados financieros

Las condiciones financieras han seguido siendo fáciles a lo largo de 2023, pese al importante endurecimiento de la política monetaria. La liquidez, medida en M2/PIB, ha disminuido, pero se ha mantenido por encima de los niveles anteriores a la crisis. Además, la imaculada desinflación también ha impulsado de forma sostenida el rendimiento de los activos de riesgo, ya que el crecimiento de los beneficios fue sorprendentemente al alza.

Figura 6: Hasta ahora, los valores tecnológicos han sabido ignorar el descenso del exceso de liquidez



Fuente: LSEG Datastream, Robeco

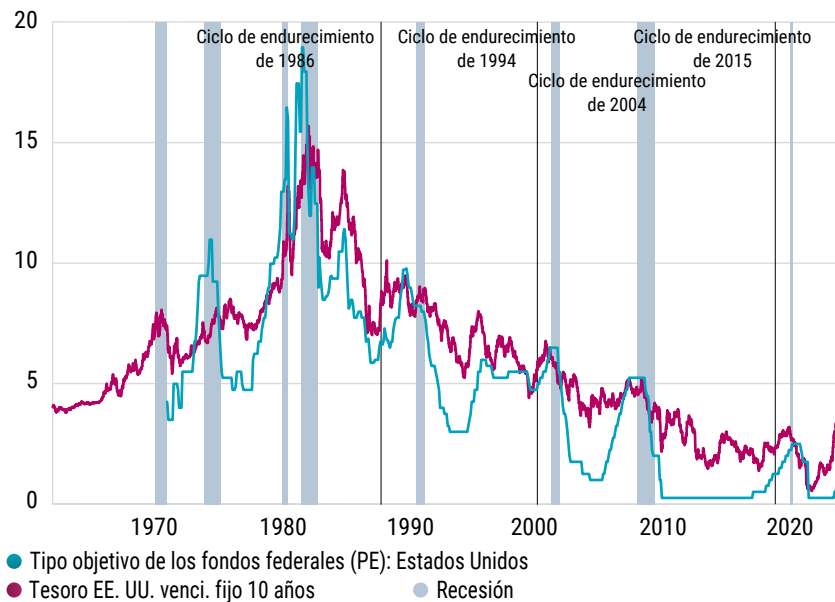
Perspectivas de bonos y tipos: El pronunciado comercio no se agota

Los bancos centrales se han mostrado excepcionalmente agresivos. Por ejemplo, la Fed normalmente recorta los tipos de interés cada vez que el ISM cae por debajo de 50, incluso cuando la inflación sigue por encima del objetivo (salvo en la era Volcker a principios de la década de 1980). Sin embargo, en nuestra opinión, con la desinflación imaculada tocando a su fin, nos acercamos a una fase del ciclo de la política monetaria donde la disyuntiva entre el objetivo de inflación y el mantenimiento del pleno empleo se vuelve más pronunciada. Los bancos centrales se mantendrán firmes, subrayando que los tipos se mantendrán altos durante un período prolongado para ver cómo se equilibran las cosas. No obstante, aunque la pausa de la política monetaria podría prolongarse más de lo que se prevé actualmente en la curva de futuros sobre fondos federales, el cambio de marcha podría ser brusco, y el tipo de interés oficial de la Fed podría terminar por debajo del 4,75% previsto por el mercado a finales de 2024.

Ha sido otro año difícil para los inversores en renta fija global, ya que el máximo ampliamente previsto en los rendimientos del mercado de bonos soberanos no se materializó a principios de 2023. El incipiente discurso de tipos de interés «higher for longer», así como la preocupación por el deterioro de la fiscalidad estadounidense, provocaron un repunte de las rentabilidades de los bonos estadounidenses a 10 años hasta el 5%. El pico de las rentabilidades podría estar aún por llegar ahora que los

banqueros centrales dependientes de los datos se asientan en la meseta de los tipos de interés oficiales, lo que deja en manos del mercado de renta fija la tarea de averiguar si son necesarias nuevas medidas en ausencia de una firme orientación. Ni siquiera el mercado de bonos japonés escapará a esta dinámica. La historia nos muestra que el nivel máximo del tipo de interés a 10 años estadounidense se aproximó mucho al nivel máximo del tipo de interés oficial en los últimos ciclos, por lo que esta vez el tipo de interés a 10 años estadounidense podría situarse ligeramente por encima del 5%. Mientras que el IPC estadounidense no se sitúe de forma convincente por debajo del 3%, los bonos a largo plazo estadounidenses no son una buena cobertura para el riesgo de renta variable.

Figura 7: Probablemente los bonos del Tesoro a 10 años alcancen su nivel máximo, pero por debajo del tipo máximo de la Fed



Fuente: LSEG Datastream, Robeco

Dado que la Fed se mantiene a la espera por ahora, cualquier otra sorpresa macroeconómica positiva para la economía de EE.UU. podría crear una mayor inclinación bajista, quizás alimentada por las preocupaciones sobre la oferta en 2024, con el deslizamiento fiscal requiriendo también una prima de plazo más alta. Nuestro análisis demuestra que las curvas suelen pronunciarse antes del inicio de la recesión, y en los últimos cuatro ciclos se ha observado un diferencial positivo medio de 60 pb entre los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años y a 2 años al inicio de la recesión según la NBER.

	Curva de 2-10 años al inicio de la recesión (en %)	Curva de 2-10 años en el que apareció el primer recorte de la Fed (en %)
Jul/90	0,4	0,4
Mar/01	0,7	0,5
Dic/07	1,0	0,6
Feb/20	0,2	0,0
Promedio	0,6	0,4

Si la historia se repite, podríamos encontrarnos con adicionales de aumento de la curva hasta 2024, aunque es poco probable que se considere plenamente un bear steepening (es decir, impulsado predominantemente por el extremo largo de la curva), especialmente si nos acercamos a una ralentización en Estados Unidos. A medida que las fisuras en el mercado laboral estadounidense se hacen más evidentes durante el segundo semestre de 2024, el aumento de las probabilidades de que la Fed recorte los tipos haría que el bear steepening se transformara en bull steepening, con un repunte en particular del extremo a 2 años de la curva. Habitualmente, los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años descienden 60 pb tras un máximo del tipo de interés oficial de la Fed en los siguientes 12 meses. Si bien el extremo largo de la curva en el Reino Unido y EE.UU. parece tener una valoración atractiva para entrar en una posición de larga duración, nuestros modelos de valoración indican que el Bund a 10 años todavía no resulta barato.

“ En 2024 podría aparecer un buen punto de entrada para el high yield, dado que esta clase de activos ya presenta una valoración relativamente atractiva frente a la renta variable

En cuanto a la renta fija de riesgo, investment grade y high yield, observamos que se ha iniciado la descompresión de spreads, aunque su ventaja son los niveles de valoración ajustados. Nuestro modelo de valor razonable de HY sugiere que el mercado actual debería cotizar en torno al nivel de 560 pb en vez de situarse por debajo de los 500 pb. Incluso durante una recesión leve, los spreads de HY suelen situarse entre 700 y 800 pb. Una ampliación de spreads de 200-300 pb en 2024 para el HY global no sería incompatible con el hecho de que el mercado reconozca que el riesgo de refinanciación crece, mientras que la cobertura de intereses se deteriora debido a unos beneficios decepcionantes (véase la sección de renta variable). No obstante, las empresas con niveles de liquidez superiores a la media estarán relativamente protegidas. En 2024 podría aparecer un buen punto de entrada para el high yield, dado que esta clase de activos ya presenta una valoración relativamente atractiva frente a la renta variable. Entretanto, el high yield suele superar a la renta variable en un horizonte de 12 meses cuando los spreads se sitúan por encima de 700.

Perspectivas de los mercados de renta variable: Obstáculos para encontrar beneficios

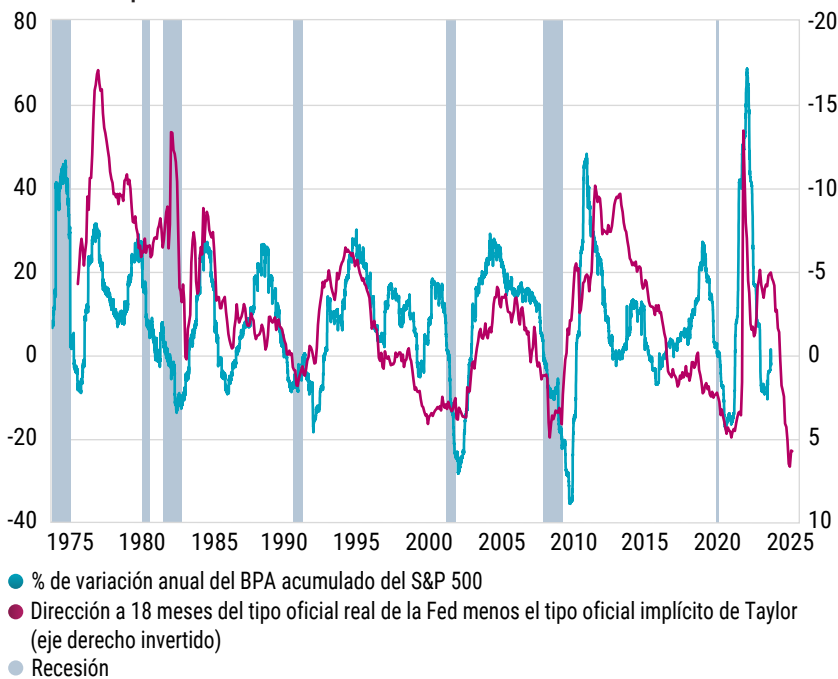
Consideramos que el consenso del mercado de renta variable es correcto al prever una compresión de los múltiplos para 2024 debido a una nueva previsión de disminución del exceso de liquidez, una geopolítica turbulenta que exige mayores primas de riesgo y el lastre de unos tipos de interés reales elevados durante más tiempo. Sin embargo, creemos que el mercado está sobrevalorando el crecimiento de los beneficios. Durante la desaceleración económica, normalmente se contraen tanto los múltiplos como los beneficios. El consenso actual sobre la previsión de crecimiento del BPA del MSCI ACWI para 2024, que se sitúa en el 11,4%, resulta difícil de encajar con nuestra opinión de que las economías del G7 estarán en gran medida estancadas en 2024. Después de alcanzar un máximo en los tipos oficiales del G7, los beneficios por acción del MSCI ACWI suelen descender un 2% en los seis meses siguientes y casi un 10% en el año siguiente.

BPA del MSCI AC World tras los tipos oficiales máximos del G7

	T + 6 M	T + 12 M
Feb/95	-5,3%	-16,2%
Dic/00	-3,2%	-21,3%
Ago/07	3,7%	2,2%
Dic/18	-1,7%	-4,0%
Promedio	-1,6%	-9,8%

Nuestra métrica de endurecimiento de la Fed (tipo de interés oficial real menos la estimación de la regla de Taylor) también apunta a una mayor debilidad de los beneficios globales antes de que pueda afianzarse una recuperación sostenible.

Figura 8: El nivel de endurecimiento de la Fed sugiere un riesgo de inclinación a la baja del consenso sobre el BPA para 2024



Fuente: LSEG Datastream, Robeco

En resumen, consideramos que los riesgos para las perspectivas de beneficios para 2024 se inclinan a la baja. Sin embargo, Europa es una excepción, ya que las estimaciones de crecimiento del BPA parecen demasiado pesimistas al 3%, incluso si solo se prevé una lenta recuperación tras una leve recesión en la zona euro a finales de 2023 o principios de

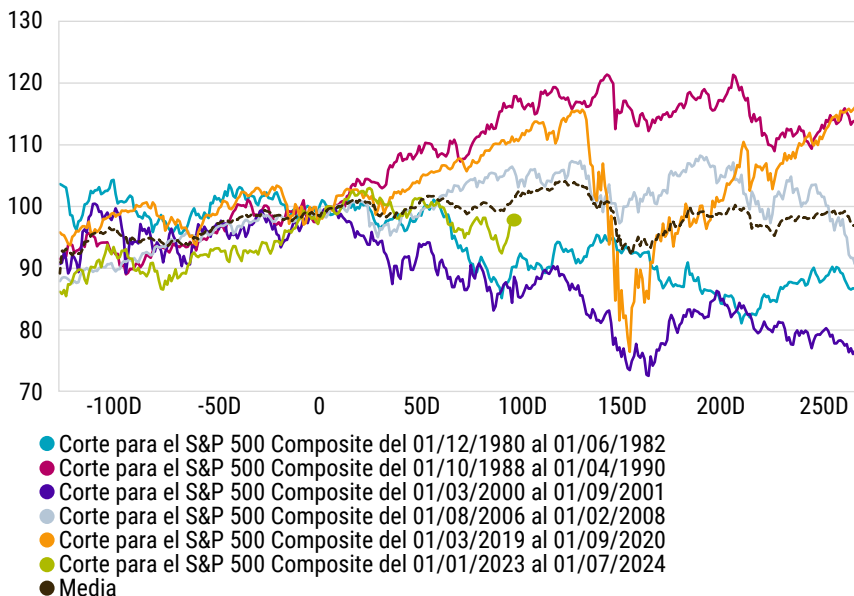
“ El principal riesgo al alza de nuestro escenario base es la posibilidad de una fuerte expansión de los múltiplos en el mercado de renta variable en general

2024. La actividad de recompra de empresas europeas con abundante liquidez constituye una base. El mercado de renta variable japonés no resulta caro en términos de PER. La rentabilidad relativa de Japón frente al MSCI AC World ha ido a la zaga del debilitamiento del yen, lo cual refleja su futura apreciación. Si el USD-JPY se mantiene por encima de 130 en 2024, podría ser un factor favorable para los exportadores japoneses.

El descuento de la renta variable de los ME frente a la de los MD es superior a la media histórica (35% de descuento sobre el PER). Consideramos que se trata de un buen punto de entrada para los mercados emergentes (ME), ya que el USD está en máximos y el aluvión de medidas de estímulo en China empieza a dar sus frutos y proporciona impulso a los ME en general. Sin embargo, la previsión de crecimiento del 15% del BPA en 12 meses sigue constituyendo un obstáculo muy difícil de superar en el contexto de la recesión del G7 en 2024. Sin una fuerte recuperación del sector manufacturero global, es difícil que se produzca un repunte generalizado y sostenido de los ME.

El mercado de renta variable estadounidense resulta caro, ya que cotiza a un múltiplo de 30,8 según el CAPE de Shiller, y ha tendido a cotizar a la baja de media un año después de la inversión máxima de la curva de 10-2 años, lo cual confirma nuestra opinión bajista sobre la contracción tanto del BPA como de los múltiplos para los próximos seis a doce meses. El principal riesgo al alza de nuestro escenario base es la posibilidad de una fuerte expansión de los múltiplos en el mercado de renta variable en general. Esta situación se desencadena por una fuerte caída de los rendimientos reales, ya que la Fed aplica recortes de tipos porque la inflación ha descendido hacia el objetivo durante un aterrizaje suave.

Figura 9: S&P 500 tras el pico de inversión de la curva de 2-10 años: ¿Seguir el guion de la era Volcker?



Fuente: LSEG Datastream

Perspectivas de las divisas: Un dólar en máximos y un yen más fuerte

Desde nuestro punto de vista, el dólar estadounidense cotiza caro, con una prima del 18% en la paridad del poder adquisitivo (PPA) relativa. Asimismo, si observamos los diferenciales de tipos a 2 años frente al euro, el par euro-dólar debería cotizar entre 1,15-1,20. Prevedemos un máximo en la subida del dólar a medida que la Fed se aproxime a la fase de recorte del ciclo, adelantándose al BCE. Otro par que resulta interesante seguir en 2024 es el dólar-yen, ya que el descuento del yen sobre la PPA relativa ha superado incluso el mínimo histórico de 1982, situándose en el 34%. La subida del yen podría deberse a factores externos, como el comienzo de los recortes de los tipos de interés por parte de la Fed, o a los flujos de refugio ante las turbulencias geopolíticas. Los desencadenantes internos son la posible finalización en 2024 de la política de tipos de interés negativos que viene aplicando desde hace tiempo el BoJ.

5. Resumen

INDICADORES 2024

	Lista de comprobación	Ahora	Previsiones a 12 meses
Con los beneficios manteniéndose como lo han hecho, los mercados de renta variable han aguantado a pesar de unos tipos elevados en 2023, esto nos hace estar cautos para 2024 ante una posible revisión a la baja en estimaciones de beneficio.	Valoraciones	● ● ●	● ● ●
Los beneficios empresariales han sorprendido con señales de recuperación de los márgenes. No obstante, el impacto total de los tipos aún no se ha materializado. El consenso general es excesivamente optimista sobre las perspectivas de beneficios globales para 2024.	Beneficios	● ● ●	● ● ●
El impulso fiscal seguramente se disipará en 2024, aunque seguirá siendo neto/expansivo en un importante año de elecciones en EE. UU. y el Parlamento Europeo.	Política fiscal	● ● ●	● ● ●
Los tipos serán altos durante más tiempo, ya que será difícil situar la subyacente a niveles del 2-2,5%.	Política monetaria	● ● ●	● ● ●
Se aproxima una mayor inclinación (bear steepening) de la curva de tipos, señal de recesión. La revalorización de los riesgos de recesión y las turbulencias geopolíticas podrían hacer que los rendimientos de los bonos a largo plazo alcancen su punto máximo en 2024. El extremo corto de la curva ofrece mejores perspectivas para 2024.	Inclinación de la curva de tipos ↑	● ● ●	● ● ●
Probablemente, los spreads aumenten al revalorizarse el riesgo de recesión en 2024/2025 y al endurecerse las condiciones financieras. Posibilidad de punto de entrada al HY a finales de 2024, sin embargo, el investment grade tiene una valoración atractiva frente a los HY, aunque en un principio podría seguir sufriendo las dificultades de duración.	Spreads ↑	● ● ●	● ● ●
El USD está caro respecto a su tipo acorde con la paridad del poder adquisitivo, debiendo cotizar a 1,15-1,20 frente al EUR en base al diferencial de tipos de interés. Sin embargo, puede seguir actuando como «refugio», ya que la situación puede mantenerse mientras los desajustes fiscales perjudican a los bonos. El yen probablemente se aprecie frente al USD.	USD ↓	● ● ●	● ● ●
Una recesión leve haría que los precios del petróleo tiendan a la baja, pero sigue existiendo un importante riesgo de subida debido a la volatilidad geopolítica.	Precios del petróleo y la energía ↓	● ● ●	● ● ●
Las condiciones financieras se endurecerán en 2024, lo que puede provocar una ruptura (préstamos apalancados y sector inmobiliario).	Condiciones financieras	● ● ●	● ● ●
Es probable que los mercados inmobiliarios se enfríen debido al deterioro de la asequibilidad y la morosidad.	Mercado inmobiliario	● ● ●	● ● ●
Las tasas de desempleo de EE. UU. y la zona euro subirán entre un 1% y un 2% durante 2024, dependiendo del sacrificio que haya que hacer como consecuencia de una política monetaria restrictiva.	Mercado laboral	● ● ●	● ● ●

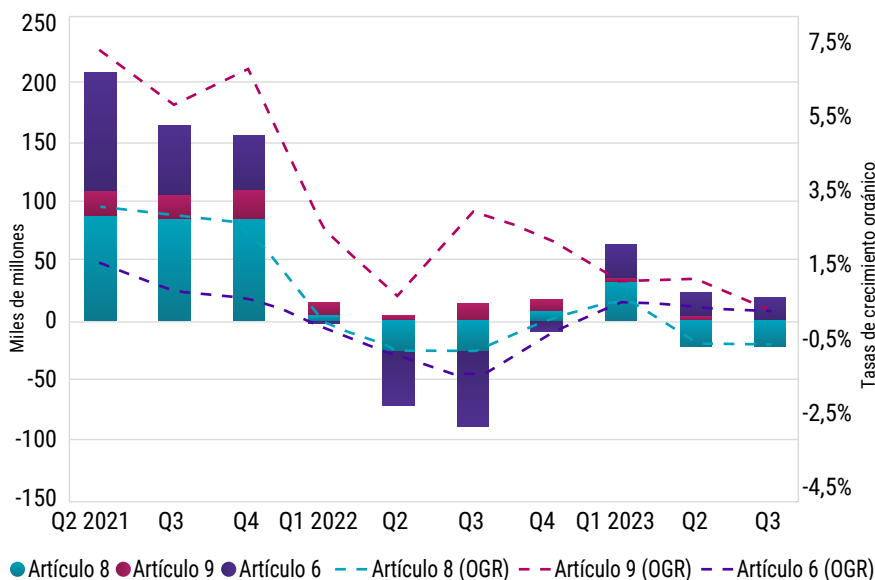
Perspectivas en inversión sostenible

A pesar de que 2023 mostró notables dificultades para la inversión sostenible, a largo plazo seguimos viendo la sostenibilidad firmemente arraigada en las futuras regulaciones, emisiones de bonos y juntas de accionistas.

1. Introducción: Algunos factores en contra, pero apoyo regulatorio a largo plazo para la inversión sostenible

La inversión sostenible se encontró con algunos obstáculos en 2023. En primer lugar, en EE.UU. se produjo una fuerte reacción contra los criterios ASG motivada por la opinión política, que afectó significativamente a las empresas y a los inversores en general. En segundo lugar, tras muchos años de buenos resultados, los fondos sostenibles —que suelen invertir en menor medida en combustibles fósiles y más en empresas de energías renovables— se vieron perjudicados por un menor rendimiento. Los elevados precios del petróleo y el gas favorecieron a las empresas de combustibles fósiles, mientras que los tipos de interés más elevados disuadieron los proyectos de energías renovables, en un sector que ya era muy competitivo. Los peores resultados se reflejaron en los flujos de los fondos sostenibles, que se quedaron rezagados con respecto a las inversiones tradicionales por primera vez en mucho tiempo (Figura 1).

Figura 1: Flujos de fondos trimestrales Artículo 8 y 9 (sostenible) frente al Artículo 6 (no sostenible)



Fuente: Morningstar Direct. Datos a septiembre de 2023. Basado en los datos de la SFDR recogidos de los folletos del 97,6% de los fondos disponibles para la venta en la UE, excluyendo los fondos del mercado monetario y los fondos subordinados.

¿Descenderá la aversión contra los criterios ASG?

Creemos que, a pesar de los titulares y de las opiniones contrarias a los criterios ASG, la mayoría de las instituciones financieras siguen trabajando intensamente en el ámbito de la sostenibilidad y, más concretamente, en el del clima. Sin embargo, en EE.UU. se está produciendo un «silencio verde», en el que las estrategias ASG sustituyen el término «ASG» por el de «clima» o «descarbonización», entre otros, sin que se introduzcan cambios en la estrategia para evitar presiones políticas. Incentivos monetarios como la Ley de reducción de la inflación (IRA) y las subvenciones estatales generan notables ventajas económicas junto con un impacto climático positivo, y lo mismo sucede en muchos Estados republicanos. Entretanto, la SEC estadounidense está preparando una

“Las nuevas generaciones siguen esperando que las instituciones financieras usen su influencia para avanzar en el desarrollo sostenible

serie de directrices para que las empresas empiecen a informar sobre los riesgos climáticos.

También depende del resultado de las elecciones que el movimiento contra los criterios ASG pierda o no protagonismo. Con la misma administración estadounidense, los créditos fiscales deberán seguir siendo un mecanismo de cambio. Sin embargo, con un resultado diferente, no esperamos que se interrumpan o retrasen los proyectos en curso. Incluso antes de que se introdujera la IRA, ya había un volumen de inversión importante en energías renovables, el cual continuó a pesar de una administración del Partido Republicano. Es muy probable que ahora ocurra lo mismo. En lo que respecta al futuro, es difícil predecirlo. Sin embargo, esperamos que el movimiento en contra siga siendo fuerte, al menos en cuestiones sociales.

¿Qué prevemos en cuanto a flujos de fondos sostenibles y su comportamiento? Teniendo en cuenta el considerable riesgo de que los precios del petróleo se mantengan elevados durante más tiempo en 2024 a pesar del debilitamiento del crecimiento, es probable que el punto de inflexión en la rentabilidad de los fondos sostenibles todavía no se produzca en 2024. En consecuencia, es posible que los flujos de fondos no vuelvan (todavía) a los niveles anteriores. Sin embargo, aún existen buenas oportunidades de inversión sostenible. Este año se añadirán unos 500 gigavatios a la capacidad de generación renovable, según la Agencia Internacional de la Energía, y tan solo en nuevas incorporaciones solares se gastan invertirán al menos 1.000 millones de USD al día. Si bien los sectores eólico y solar son muy competitivos y aparentemente menos atractivos en estos momentos, existen exposiciones más atractivas en la cadena de suministro de estas empresas, como en el software de equipos de redes eléctricas, donde la demanda deberá superar las expectativas y las barreras de entrada son mucho mayores.

El desarrollo sostenible a largo plazo mantiene su firme apoyo en varias tendencias clave:

- **Demanda regulatoria:** Tanto en EE.UU. como en el resto del mundo, la legislación sigue presionando para que haya más soluciones sostenibles, no menos. Esperamos que la normativa que cumpla el Marco Mundial de Biodiversidad (MMB) de Kunming-Montreal² llegue pronto. Las nefastas consecuencias del cambio climático son cada vez más tangibles, seguidas de cerca por la pérdida de biodiversidad.³
- **Demanda del cliente:** La demanda de inversiones sostenibles por parte de los clientes finales sigue siendo elevada: la emisión de valores de inversión ecológica, como los bonos verdes, se inscribe en esa tendencia.
- **Demanda social:** Las nuevas generaciones siguen esperando que las instituciones financieras usen su influencia para avanzar en el desarrollo sostenible, por ejemplo, comprometándose con las empresas y votando a favor de la acción por el clima en las juntas de accionistas.

² AEI MMB de Kunming-Montreal, que se aprobó en la COP15 de diciembre de 2022, establece un ambicioso camino para alcanzar la visión global de un mundo que viva en armonía con la naturaleza para 2050, incluyendo objetivos a más corto plazo de aquí a 2030.

³ Nuestra Encuesta Global sobre el Clima de 2023 muestra que tanto el cambio climático como la biodiversidad son cuestiones prioritarias para los inversores.

2. Los cinco reglamentos más impactantes de la inversión sostenible

La regulación relacionada con la sostenibilidad ha crecido con rapidez en los últimos años. No nos referimos solo a la regulación de la divulgación hacia inversores y empresas, como la SFDR europea,⁴ el CSRD⁵ y el Reglamento sobre divulgación climática de la SEC de EE.UU.,⁶ sino también a la regulación específica del sector diseñada para modificar el comportamiento de las empresas e impulsar el cambio en la economía real.

Un repaso al panorama normativo relacionado con la sostenibilidad descubre más de 40 leyes diferentes en distintas fases de desarrollo sobre diversos temas sociales y ambientales. Entre ellos figuran las emisiones de carbono, la deforestación, los derechos de los trabajadores, la privacidad de los consumidores, la asistencia sanitaria y la educación financiera, que se abordan a través de diversos mecanismos como la divulgación de información, los impuestos, los regímenes comerciales y las normas de comportamiento.

Aunque gran parte de la normativa procede de Europa, EE.UU. también es un país prolífico en regulación de la sostenibilidad (a menudo a nivel estatal y no federal), mientras que los países de Asia y América Latina también se hacen notar. Además, las repercusiones de la regulación desarrollada en Europa y EE.UU. a menudo se extienden más allá de sus fronteras legislativas a través de empresas multinacionales y cadenas de suministro globales.

Los analistas especializados en inversión sostenible de Robeco han identificado algunas de las normativas más significativas y dignas de mención relacionadas con la sostenibilidad. Habitualmente, los objetivos de sostenibilidad se alinean con los resultados económicos deseados a largo plazo. Sin embargo, a corto plazo las empresas suelen tener que hacer frente a mayores necesidades de capital y/o mayores costes de explotación.

2021

- Ley china de seguridad de datos
- Revisión de la gobernanza corporativa japonesa

2022

- IRA
- Ley estadounidense de prevención del trabajo forzado de los uigures

2023

- RCDE japonés
- Legislación sanitaria sobre ciberseguridad en EE. UU.
- Política japonesa de transformación ecológica
- Mayores requisitos de divulgación del capital humano para las empresas japonesas

2024

- DICS
- Regla de divulgación climática de la SEC
- Legislación sobre baterías circulares de la UE
- Legislación sobre seguridad de las redes y de la información de la UE
- Reglamento nacional sobre agua potable de EE. UU.
- Ley de mercados digitales de la UE

2025

- Divulgación climática en Hong Kong
- Ley de deforestación
- Programa chino de responsabilidad de los productores de plásticos
- Enmienda IV a la Directiva sobre eficiencia energética de los edificios de la UE

2026

- MAFC en la UE
- CSDDD
- IRA Descuentos en la fijación de precios de los fármacos

2030

- Visión circular textil de la UE

2035

- Prohibición de facto en la UE de los nuevos coches con motor de combustión interna

Cronología poco clara

- Reglamento sobre diseño ecológico para productos sostenibles de la UE
- Directiva sobre declaraciones ecológicas de la UE
- Actualización de las guías verdes de EE. UU.
- Ley de minerales fundamentales de la UE
- Directiva de residuos de la UE
- Reglamento de la IA

⁴El Reglamento sobre divulgación de finanzas sostenibles, que promueve la transparencia hacia los inversores por parte de los participantes en los mercados financieros.

⁵La Directiva sobre información corporativa exige a las grandes empresas que cotizan en bolsa informar sobre los riesgos sociales y ambientales a los que se enfrentan y sobre el impacto de sus actividades en las personas y el medio ambiente. Sustituye a la anterior Directiva de información no financiera.

⁶La Regla de Divulgación Climática de la SEC, que propone nuevas normas para divulgar los riesgos financieros relacionados con el clima en los documentos presentados ante la SEC. Las empresas públicas deberán divulgar su gestión del riesgo climático y las emisiones de gases de efecto invernadero en sus declaraciones de registro e informes anuales.

1

La IRA estadounidense de 2022 continúa siendo la normativa de mayor calado financiero en el espacio energético. La captura, utilización y almacenamiento de carbono (CUAC) recibió un gran impulso en términos de incentivos financieros. Debido al incremento de las advertencias en 2023 sobre daños climáticos irreversibles, es probable que la inversión en proyectos de CUAC siga aumentando en 2024.

Las compañías de exploración, producción y refinado están bien situadas para aprovechar esta oportunidad, ya que disponen de los conocimientos, las economías de escala y los recursos necesarios. Los combustibles de aviación sostenibles (CAS) son actualmente un tema candente. En la actualidad, menos del 1% del combustible de aviación es de origen biológico, aunque su potencial es mucho mayor porque la industria aeronáutica debe reducir sus emisiones en un 65% de aquí a 2030.⁷ Probablemente otros gobiernos sigan el ejemplo de incentivar el desarrollo de los CAS.

La IRA también afecta al sector de asistencia sanitaria estadounidense, aunque el objetivo de hacer más asequibles los medicamentos naturalmente disminuirá el poder de fijación de precios de las empresas farmacéuticas. Las repercusiones no se notarán hasta que empiece a agotarse la exclusividad de las patentes de fármacos. Sin embargo, en 2024 las empresas sabrán más sobre el descuento de precios que se aplicará en 2026. La IRA ya influye en las estrategias de innovación de las empresas biofarmacéuticas, a medida que reevalúan sus proyectos para priorizar mayores y más rápidos éxitos dadas las nuevas directrices de evolución de los precios.

2

El Reglamento de la UE sobre la Deforestación entrará en vigor a finales de 2024 para las grandes empresas y tendrá un impacto significativo en las cadenas de suministro de las empresas de consumo, lo cual podría provocar mayores presiones inflacionistas en los próximos uno o dos años. Los productores de alimentos, los minoristas de productos básicos y los operadores de restaurantes tendrán que ampliar su diligencia debida basada en las materias primas (madera, aceite de palma, ganado, soja, cacao y café) para demostrar que están exentos de deforestación.

Los insumos deberán ser trazables a nivel de parcelas individuales a través de un seguimiento por satélite, o deberá demostrarse que no infringen ninguna ley relativa a la deforestación de los países proveedores, ni a la legislación sobre derechos humanos en virtud de la legislación de la ONU. Es probable que las empresas con una trazabilidad avanzada de la cadena de suministro, o las que ya trabajan con proveedores más sostenibles, gocen de ventaja, mientras que las marcas con un fuerte poder de fijación de precios podrían repercutir (en algunos) de los costes a los consumidores.

Otras tendrán que desarrollar cadenas de suministro alternativas, algo que puede llevar mucho tiempo y resultar caro. Dado que los materiales de origen sostenible tienen ya un precio elevado, ello podría aumentar el coste de los alimentos y otros bienes de consumo. Más allá de 2024, la Directiva sobre Diligencia Debida de las Empresas en Materia de Sostenibilidad (CSDDD) de la UE ampliará los requisitos a los derechos humanos y otras cuestiones ambientales.

⁷ IATA: <https://www.iata.org/en/pressroom/pressroom-archive/2021-releases/2021-10-04-03/>

3

En el sector inmobiliario, la versión 4 de la Directiva de Eficiencia Energética de los Edificios (EPBD) es inminente y se espera que entre en vigor en 2025. En el orden del día figuran criterios más estrictos tanto para los edificios nuevos como para los antiguos, la introducción de requisitos para edificios con cero emisiones, el cálculo del potencial de calentamiento global a lo largo del ciclo de vida y normas mínimas de eficiencia energética. Los inversores inmobiliarios tendrán que actuar con rapidez en 2024 para examinar las carteras y modernizarlas cuando sea necesario a fin de evitar el deterioro de los activos.

4

Aunque es menos probable que se produzcan cambios en los próximos 12 meses, los inversores a largo plazo deben tener en cuenta las normativas relacionadas con los recursos. Por ejemplo, la Ley de materias primas críticas de la UE tendrá repercusiones en múltiples sectores. Su objetivo es garantizar un suministro seguro y sostenible de metales y materiales estratégicas en Europa, fomentar el reciclaje y ayudar a cumplir los objetivos climáticos europeos.

Los productores de metal que ya se han comprometido con el reciclaje estarán bien posicionados para la transición y otros tendrán que seguir su ejemplo mucho antes de la fecha de aplicación de 2030 si quieren ser competitivos. Para las industrias que dependen del suministro de metales críticos, como el hardware tecnológico y los semiconductores, probablemente se producirán presiones sobre los costes a medio plazo si la capacidad de suministro local no puede establecerse con la rapidez suficiente para satisfacer la demanda.

5

El Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono de la UE, el «primer impuesto fronterizo sobre el carbono del mundo», entró en vigor en octubre de 2023. A partir de ahora, los sectores con emisiones elevadas (cemento, fertilizantes, hierro y acero, aluminio, hidrógeno y electricidad) deben declarar la cantidad de emisiones de carbono incorporadas a sus productos importados de la UE. Si bien no se cobrará un precio por el carbono hasta 2026, cuando se incluirán todos los sectores, en los próximos uno o dos años, las empresas (y sus inversores) intentarán cuantificar el impacto financiero para sus compañías. Las empresas de reciclaje y los productores de materiales críticos también están bien posicionados, mientras que los grandes emisores de carbono pueden prever costes más elevados.

Estas cinco normativas clave no hacen más que rasgar la superficie de los numerosos y complejos cambios normativos inminentes impulsados por la sostenibilidad que alterarán el comportamiento y las operaciones de las empresas en 2024. La regulación suele tardar años en gestarse, pero los inversores deben conocer las implicaciones de las nuevas normas mucho antes de que entren en vigor.

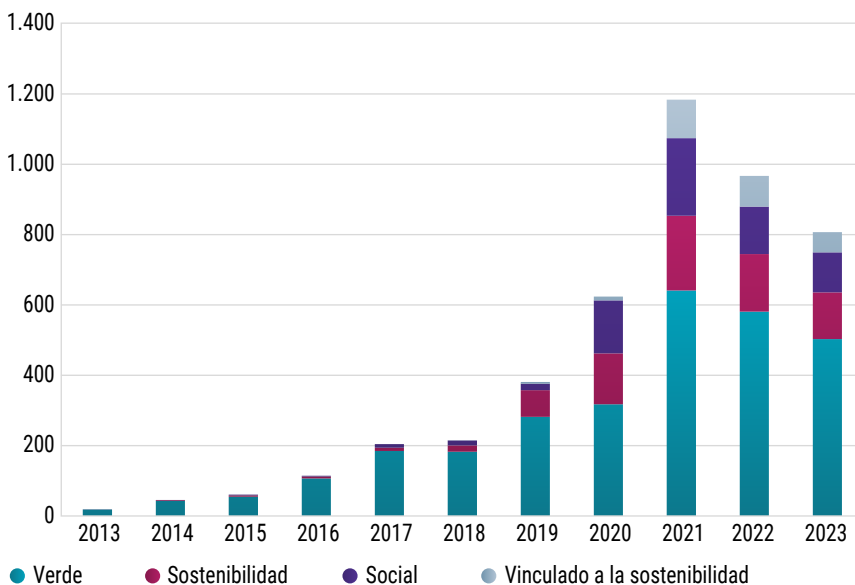
Muchas de estas novedades reglamentarias obligarán a las empresas a asumir los costes que antes podían repercutir en la sociedad. Y los modelos de negocio en transición deberán tener en cuenta el capital para invertir en soluciones sostenibles, algo que el creciente mercado ASG está permitiendo.

3. Expectativas de crecimiento del mercado de bonos ASG para el próximo año

La emisión de bonos ASG, también denominados bonos GSS+,⁸ aumentará el próximo año, pero la posibilidad de que alcance niveles récord como en 2021 dependerá de la oferta y la demanda. En cuanto a la oferta, a medida que los tipos de interés vayan bajando en 2024, las entidades estarán más dispuestas a financiar sus planes de sostenibilidad a costes más bajos, lo cual podría repercutir positivamente en el crecimiento del mercado de bonos ASG. Por otro lado, el actual movimiento estadounidense contrario a los criterios ASG podría suponer una ralentización del crecimiento de las emisiones, aunque esperamos que el elevado potencial de la región APAC y de otros países de mercados emergentes compense. Esperamos que las emisiones de Europa sigan siendo fuertes.

En cuanto a la demanda, se prevé que los avances normativos, como el Estándar de Bonos Verdes europeos (adoptado en octubre de 2023 y cuya entrada en vigor está prevista para finales de 2024) y el gran número de taxonomías que están apareciendo en los países de mercados emergentes (como Brasil y México), fomenten una mayor transparencia e interés de los inversores. Además, la desaparición del «greenium» (la diferencia de costes de financiación entre los bonos ASG y no ASG) constituirá una señal relevante de un mercado en proceso de maduración e incentivará a los inversores a participar más activamente. Eso concuerda con el creciente interés por las estrategias de inversión de impacto y el deseo de demostrar los compromisos de sostenibilidad.

Figura 2: Emisiones de bonos ASG por tipo (en miles de millones de USD)



Fuente: Bloomberg NEF. Información a septiembre de 2023 (datos de acumulado anual de 2023). A efectos meramente ilustrativos. Los datos no representan ninguna estrategia de inversión concreta de Robeco.

⁸ Los bonos denominados verdes, sociales, de sostenibilidad y vinculados a la sostenibilidad se conocen en conjunto como bonos temáticos, GSS, GSS+, ASG o bonos sostenibles (Banco Mundial, 2022).

Prevedemos que el crecimiento de la emisión será heterogéneo entre los distintos segmentos, y que los bonos verdes seguirán siendo los más dinámicos. Además, prevemos una diversificación cada vez mayor en las categorías de ingresos de los bonos verdes. Aunque la mitigación del cambio climático continúa siendo la categoría más dominante, vemos que se asignan importantes ingresos a proyectos relacionados con la biodiversidad o la economía de los océanos («bonos azules»), una tendencia que esperamos que se mantenga. Las recientes directrices sobre bonos azules, publicadas por un grupo de la ICMA y organismos de la ONU, respaldarán aún más la calidad y la emisión de estos instrumentos.

En cuanto a las ventas de bonos sociales y de sostenibilidad, también prevemos un repunte, aunque a un ritmo más lento, motivado por el interés de los emisores de APAC (como Corea del Sur y Japón) y de las instituciones supranacionales, respectivamente. Por último, los bonos vinculados a la sostenibilidad podrían experimentar una recuperación aún mayor que en 2023, ya que es probable que más emisores apliquen las recomendaciones de la AEVM y la ICMA. Con ello se mejora la estructura de estos bonos y se refuerza la confianza de los inversores.

4. Accionistas: ¿qué podemos esperar de la temporada de juntas generales de 2024?

Ante la creciente importancia de la sostenibilidad, los accionistas se han vuelto más activos en el uso de sus derechos como accionistas. No solo ha aumentado la participación, sino que los accionistas también están cambiando su tono en cuanto a los temas que quieren tratar. Las resoluciones de los accionistas suelen ser un indicador fiable de lo que piensan los inversores institucionales.

El cambio climático ha concentrado gran parte de la atención en los últimos años y seguirá haciéndolo. Sin embargo, las resoluciones sobre igualdad de oportunidades, políticas de diversidad, financiación y políticas de precios de las vacunas han puesto de manifiesto problemas sociales acuciantes. A pesar de la falta de resoluciones presentadas hasta ahora, los primeros indicios sugieren que las cuestiones climáticas seguirán siendo un asunto central en 2024. La transparencia fiscal y la inteligencia artificial —temas que desde hace tiempo han formado parte del programa de engagement de Robeco— recientemente han captado el interés de varios inversores y prevemos que se presenten más resoluciones sobre estos temas.

¿Retomar el camino de la razón?

A medida que los debates entre accionistas empiezan a reflejar preocupaciones sociales más amplias, también se han ido polarizando y politizando. De ahí ha surgido el llamado movimiento contra los criterios ASG, que se opone a la idea de que el ámbito de la inversión debe dar cabida a estos criterios. Los accionistas presentaron varias resoluciones para oponerse a los CEO que se habían vuelto demasiado «concienciados» buscando una perspectiva más amplia que la de perseguir únicamente el resultado final.

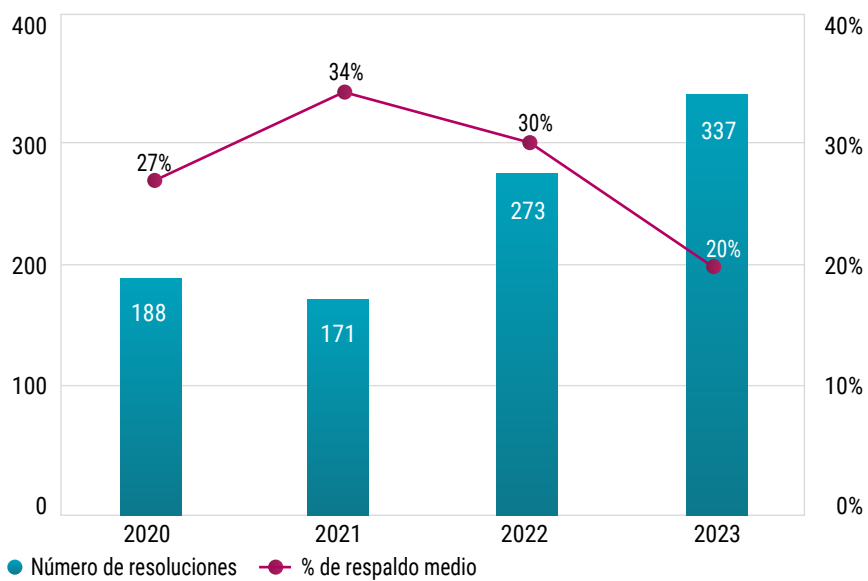
Por otro lado, varios accionistas preocupados por las cuestiones ASG se sienten frustrados por la lentitud de los avances en temas como el cambio climático y los Objetivos de Desarrollo Sostenible, lo que a menudo lleva a intensificar su engagement y adoptar posturas más firmes en las votaciones. No obstante, parece como si la tendencia al alza del apoyo a las resoluciones de criterios E y S se hubiera retraído en los dos últimos años (véase la Figura 3), con un debate público centrado en el extremo más alejado del espectro y una falta de énfasis en los avances prácticos. Para cambiar la narrativa, en lugar de centrarse en las discrepancias, la conversación debe centrarse en los resultados alcanzables a medio plazo y en la planificación a largo plazo. Nuestra previsión para el próximo año es que, antes de varias elecciones clave, el tono alrededor de las juntas generales en 2024 girará en torno a una escalada antes de que se produzca una vuelta al diálogo constructivo.

SRD 2.0

La aplicación de la Directiva de derechos de los accionistas (SRD) modificada obligó a las empresas de la UE a solicitar la aprobación de los accionistas sobre sus políticas de remuneración cada cuatro años a partir de 2020. Las empresas que mantienen un diálogo permanente con sus accionistas sobre los planes de remuneración suelen evitar sorpresas indeseadas.

Sin embargo, las empresas que ignoraron la insatisfacción del mercado y no obtuvieron la aprobación necesaria se vieron obligadas a entablar más debates entre los comités de remuneración y los accionistas. Como las empresas deben solicitar la aprobación de los accionistas sobre su política cada cuatro años, probablemente 2024 desencadenará un mayor debate. Todo ello brinda la oportunidad de seguir impulsando estructuras de incentivos que adapten la gestión a las necesidades de los inversores, tanto desde el punto de vista financiero como de la sostenibilidad.

Figura 3: Resoluciones ambientales y sociales de los accionistas: Volumen y respaldo medio



Fuente: Base de datos Morningstar de voto por delegación. Datos a 28 de agosto de 2023. Nota: El gráfico muestra los datos de las empresas estadounidenses para los años de delegación cerrados a 30 de junio.

5. Conclusión: afrontar el cambio

A pesar de que 2023 mostró notables dificultades para la inversión sostenible (y no podemos garantizar que vuelvan a aparecer condiciones favorables en 2024), a largo plazo seguimos viendo la sostenibilidad firmemente arraigada en las futuras regulaciones, emisiones de bonos y juntas de accionistas. Las cinco normativas ASG clave analizadas en este capítulo se limitan a rasgar la superficie de los numerosos y complejos cambios normativos impulsados por la sostenibilidad que están llamados a alterar el comportamiento de las empresas en 2024 y a tener un impacto duradero en su forma de operar. ¡Cuidado, inversores! Los bonos ASG y de sostenibilidad seguirán ganando interés. La desaparición del «greenium», la diferencia de costes de los bonos ASG frente a los bonos no ASG, indica un mercado en proceso de maduración y podría favorecer una mayor y mejor participación de los inversores.

Por último, en las juntas generales de las empresas, los partidarios y los detractores seguirán abordando las cuestiones ASG mediante propuestas de los accionistas. Con el debate público centrado en los extremos del espectro, consideramos que no se hace suficiente hincapié en los avances prácticos. La conversación debe ser más productiva y centrarse en los resultados alcanzables y la proyección de futuro. Sin embargo, prevemos que, ante la proximidad de varias elecciones clave, el tono en torno a las juntas generales de 2024 continuará tendiendo a la escalada, antes de retomar el diálogo constructivo.

Información importante

Robeco Institutional Asset Management B.V. posee licencia como gestora de OICVM (Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) y FIA (Fondos de inversión alternativa) de la Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros de Ámsterdam. El presente documento de marketing está únicamente dirigido a inversores profesionales, definidos como inversores que están clasificados como clientes profesionales, que hayan solicitado ser tratados como clientes profesionales o están autorizados a recibir dicha información de conformidad con la legislación aplicable. Robeco Institutional Asset Management B.V y/o sus sociedades vinculadas, asociadas y filiales ("Robeco") no serán responsables de ningún tipo de daños que puedan derivarse del uso del presente documento. Los usuarios de esta información que presten servicios de inversión en la Unión Europea tienen la responsabilidad propia de considerar si les está permitido recibir dicha información conforme a la normativa MiFID II. En la medida en que esta información cumpla los requisitos para considerarse beneficio no monetario menor, razonable y apropiado, conforme a la MiFID II, los usuarios que presten servicios de inversión en la Unión Europea son responsables de cumplir los oportunos requisitos de información y registro. El contenido del presente documento se basa en fuentes de información que se consideran fiables, aunque no se ofrece garantía de ninguna clase. Esta publicación no puede considerarse completa sin explicaciones complementarias. Las opiniones, estimaciones o previsiones pueden ser cambiadas en cualquier momento sin previo aviso. En caso de duda debe recabarse asesoramiento independiente. El presente documento pretende facilitar al inversor profesional información general sobre las capacidades específicas de Robeco, pero no ha sido elaborado por Robeco como un análisis de inversiones, ni constituye una recomendación de inversión o asesoramiento para comprar o vender ciertos valores o productos de inversión, ni para adoptar ninguna estrategia de inversión, como tampoco puede considerarse asesoramiento jurídico, contable o tributario. 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 compartirse 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. Toda inversión conlleva un riesgo. Antes de invertir tenga en cuenta que el capital inicial no está garantizado. Los inversores deben asegurarse de comprender plenamente los riesgos asociados a cualquier producto o servicio de Robeco que se oferte en su país. Los inversores también deben tener en cuenta su propio objetivo de inversión y nivel de tolerancia al riesgo. Las rentabilidades históricas se ofrecen únicamente a efectos ilustrativos. El precio de las participaciones puede tanto aumentar como disminuir, sin que el rendimiento pasado sea garantía de resultados futuros. Si la divisa en que se expresa el rendimiento pasado difiere de la divisa del país en que usted reside, tenga en cuenta que el rendimiento mostrado podría aumentar o disminuir al convertirlo a su divisa local debido a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Los datos relativos a la rentabilidad no tienen en cuenta las comisiones y los costes que generan la negociación con valores en las carteras de los clientes o la emisión y la amortización de las participaciones. Salvo que se indique otra cosa, las rentabilidades figuran i) netas de comisiones vinculadas a precios de transacción y ii) con reinversión de dividendos. Para más detalles, consúltense los folletos de los fondos. Las cifras de rendimiento se consignan netas de comisiones de gestión de las inversiones. Los gastos corrientes que se mencionan en este documento son los indicados en el informe anual más reciente del fondo, a fecha de cierre del último año natural. El presente documento no está destinado o diseñado para su distribución o utilización por persona o entidad alguna que sea un ciudadano o residente de, o esté ubicado en un municipio, estado, país u otra jurisdicción, donde dicha distribución, disponibilidad o utilización del documento fuesen contrarias a leyes o reglamentos, o supeditarían a cualquier fondo o a Robeco a requisitos de inscripción y autorización en tales jurisdicciones. Toda decisión de suscribir las participaciones del Fondo que se oferten en una jurisdicción concreta debe adoptarse únicamente conforme a la información contenida en el folleto, que podría diferir de la que figura en el presente documento. Los posibles solicitantes de acciones deben también informarse sobre los requisitos legales, la normativa de control de cambios y los impuestos que también sean de aplicación en los países de su respectiva nacionalidad, residencia o domicilio. La información sobre el Fondo que se recoja, en su caso, en el presente documento está plenamente supeditada al folleto, por lo que este documento debe siempre tenerse en cuenta conjuntamente con el folleto. El folleto contiene información pormenorizada sobre el Fondo y los riesgos vinculados. El folleto y el Documento de Datos Fundamentales (PRIIP) de los fondos Robeco se pueden obtener gratuitamente en los sitios web de Robeco.

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con número de identificación W0032687F y sede social en Madrid, Calle Serrano 47-14º, está inscrita en España en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M-351927, así como ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en el Registro Oficial de Sucursales de Entidades Europeas de Servicios de Inversión, con el número 24. Los fondos de inversión o SICAV mencionados en el presente documento están regulados por las autoridades competentes de su país de origen y se encuentran inscritos en el registro especial de la CNMV de Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras comercializadas en España..

© T4/2023 Robeco

Las perspectivas de inversión para 2024 han sido compiladas por **Peter van der Welle** (estratega Multi-Asset) y **Colin Graham** (director de Estrategias Multi-Asset Sostenibles), del Equipo Multi-Asset de Robeco. Las perspectivas de inversión sostenible han sido realizadas por **Masja Zandbergen** (Responsable de Integración en Sostenibilidad), **Michiel van Esch** (Responsable de Voto), **Rachel Whittaker** (Responsable de Análisis en Inversión Sostenible), **Gino Betata** (Analista de Renta Fija) y **Malene Christensen** (Analista de Renta Fija).

Si desea más información, no dude en visitar
la página web de Robeco: www.robeco.es