

BlackRock

Perspectivas de cartera
Febrero de 2021

Cambio climático: convertir el riesgo de inversión en una oportunidad

Integrando criterios climáticos en nuestras hipótesis sobre los
mercados de capitales y carteras estratégicas

BlackRock
Investment
Institute

Resumen

- El cambio climático es un fenómeno palpable y los inversores no pueden darle la espalda. El riesgo climático constituye un riesgo de inversión, pero nosotros lo abordamos como una oportunidad de inversión histórica. Nuestras hipótesis sobre los mercados de capitales (HMC) —un componente clave para la configuración de carteras— reflejan por primera vez de forma explícita el impacto del cambio climático en el panorama inversor. Esta es una de las acciones que estamos llevando a cabo para preparar a los inversores frente a la transición global hacia una economía con cero emisiones netas de cara a 2050 o antes.
- En nuestra opinión, la idea generalizada de que la lucha contra el cambio climático tiene que suponer un coste neto para la economía global es errónea. Si no se toman medidas para combatir el cambio climático, los considerables daños físicos conllevarán un deterioro del crecimiento económico. Nuestras HMC reflejan nuestra convicción de que la transición ecológica hacia una economía con bajas emisiones de carbono, coherente con los objetivos del Acuerdo de París, ofrecerá mejores perspectivas para el crecimiento y los activos de riesgo frente al inmovilismo.
- Fomentar unas HMC que integren criterios climáticos es nuestra visión de una transición ordenada que logre limitar los daños relacionados con el clima. El cambio tectónico hacia la sostenibilidad ha cobrado impulso en el último año tras una serie de importantes compromisos para abordar el cambio climático asumidos por parte de empresas, gobiernos e inversores, lo que refuerza nuestra convicción de una transición ordenada hacia un mundo con bajas emisiones de carbono.
- Consideramos que el cambio climático y la transición ecológica son catalizadores a largo plazo de la rentabilidad de los activos y, por tanto, fundamentales para tomar decisiones de inversión estratégicas. El cambio climático y las políticas para combatirlo se integran en nuestras HMC a través de tres canales principales: el impacto macroeconómico, la revalorización de los activos para reflejar las exposiciones y riesgos climáticos, y el impacto en los fundamentales de las empresas. Las variables macroeconómicas, como el PIB, serían diferentes en un mundo en transición hacia un futuro con bajas emisiones de carbono, lo que implica que las primas de riesgo tradicionales para todas las clases de activos cambiarán. En cuanto a la revalorización, no creemos que las cotizaciones de mercado reflejen aún los cambios que se avecinan, lo que implica que los activos preparados para beneficiarse de la transición pueden arrojar una rentabilidad superior durante este proceso. Por último, respecto a los fundamentales, los problemas vinculados al cambio climático afectan a los modelos de negocio y a la rentabilidad de las empresas. Evaluamos a ganadores y perdedores a nivel sectorial.
- Nos centramos en la componente E de los factores ESG. ¿Por qué? En la actualidad, la importancia del cambio climático para los resultados económicos y sociales está ampliamente aceptada, y existe una visión de consenso sobre cómo cuantificarlo: a través de las emisiones de carbono. Sin embargo, hay menos consenso acerca de cómo definir las dimensiones S (social) y G (gobierno corporativo), y aún menos sobre cómo cuantificarlas. Cada inversor abordará estas cuestiones de forma diferente, lo que pone de manifiesto la dificultad de formular un marco sistemático. Consideramos que los componentes S y G son fuentes de alfa, por lo que los excluimos de nuestros HMC, que se centran en los rendimientos del mercado en general, o lo que es lo mismo, en la beta.
- Las proyecciones sobre el cambio climático son muy inciertas debido a la complejidad de la creación de modelos sobre la dinámica entre las emisiones de carbono y el clima, entre el clima y las variables económicas, y las innumerables dependencias, especialmente en lo referente a las políticas de mitigación. Esto pone de manifiesto la importancia de incorporar explícitamente la incertidumbre a las HMC.
- Para comprender las implicaciones para las carteras estratégicas, es necesario adoptar una visión más granular que nunca. Actualmente recurrimos a los sectores como unidad relevante de análisis de inversión. Creemos que tecnología y atención sanitaria serán los más beneficiados por la transición ecológica, mientras que energía y suministros públicos pueden quedar rezagados. En cuanto a las clases de activos en general, el interés de la renta variable de los mercados desarrollados destaca en detrimento de la deuda corporativa *high yield* y la deuda emergente, debido a la mayor concentración de sectores con elevadas emisiones de carbono que componen los índices de referencia de estos últimos.

Autores



Philipp Hildebrand
Vicepresidente de BlackRock



Jean Boivin
Head – BlackRock Investment Institute



Jessica Tan
Global Head – Corporate Strategy and Sustainable Investing



Simona Paravani-Mellinghoff
Global CIO of Solutions,
Multi-Asset Strategies and Solutions



Ed Fishwick
Global Co-Head of Risk &
Quantitative Analysis

Índice

La transición ecológica	3
El cambio climático afecta a todos los activos	4
Un cambio tectónico	5
Impacto en los fundamentales corporativos	6
Implicaciones para las carteras	7

Autores

Elga Bartsch	Debarshi Basu
Anthony Chan	Carole Crozat
Natalie Gill	Paul Henderson
Eric van Nostrand	Christian Olinger
Vivek Paul	Christopher Polk

La transición ecológica

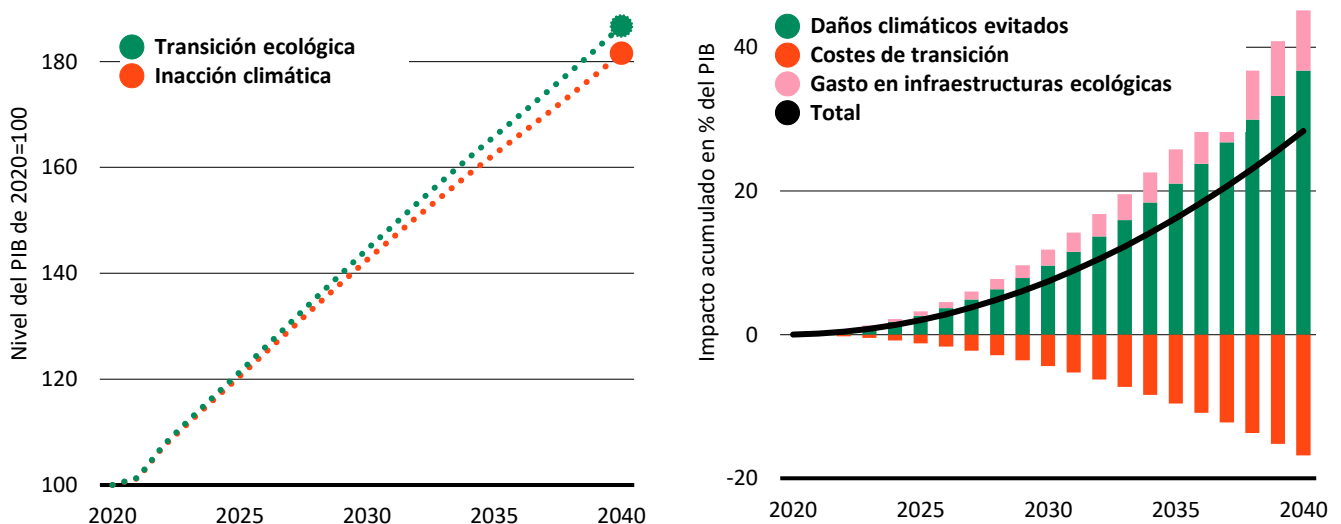
El cambio climático y los esfuerzos por frenarlo tendrán importantes consecuencias económicas, no solo en un futuro lejano, sino en las próximas décadas (Dietz *et al.*, 2020). Se suelen utilizar de forma generalizada proyecciones económicas que no tienen en cuenta el cambio climático, pero que se basan en una hipótesis futura poco realista, en nuestra opinión. Hemos actualizado el [marco macroeconómico a largo plazo](#) en el que se basan nuestras HMC. El resultado: creemos que una transición ecológica hacia una economía con bajas emisiones de carbono, coherente con los objetivos del Acuerdo de París, ofrecerá mejores perspectivas en materia de crecimiento y de activos de riesgo frente al inmovilismo. Esta perspectiva rechaza la idea común de que la lucha contra el cambio climático conlleva necesariamente un coste neto para la sociedad.

Primero incorporamos los daños climáticos a nuestras proyecciones económicas. Las pérdidas económicas, asociadas al aumento de las temperaturas, se acumulan con el tiempo y son más pronunciadas en algunas regiones que en otras (Burke *et al.*, 2015). Es la hipótesis de la «inacción climática»: se producen daños climáticos, pero no se toman medidas para combatirlos. A continuación, consideramos una segunda hipótesis económica, con políticas e innovaciones que podrían mitigar los daños climáticos; la denominamos la hipótesis de la «transición ecológica». En concreto, en la transición ecológica tenemos en cuenta las acciones necesarias para garantizar el cumplimiento del objetivo del Acuerdo de París de limitar el aumento de la temperatura por debajo de los 2 grados centígrados. La transición ecológica es nuestro caso de base para la actualización de las HMC y las preferencias estratégicas en materia de clases de activos.

En nuestro modelo macro, combinamos nuestro marco de crecimiento a largo plazo con un componente energético detallado, la dinámica climática a largo plazo y las repercusiones en la actividad económica. Nuestro modelo para una transición ecológica combina los costes económicos de los daños físicos vinculados al cambio climático (Claire *et al.*, 2020), los beneficios y los costes de la transición energética y otros cambios de políticas como el posible gasto en infraestructuras ecológicas. Teniendo esto en cuenta, consideramos que las perspectivas económicas son notablemente más positivas en la hipótesis de transición ecológica que en la de inacción climática. ¿Por qué? En nuestra opinión, las pérdidas económicas derivadas de los daños climáticos pueden evitarse en gran medida a través de la aplicación proactiva de políticas climáticas que mantengan el cambio de temperatura global dentro de los márgenes del Acuerdo de París mediante una combinación de un aumento gradual de los impuestos sobre el carbono y subvenciones a las energías limpias (Burke *et al.*, 2018). En nuestra opinión, el beneficio económico de evitar los daños climáticos mediante políticas de mitigación puede superar los posibles costes económicos asociados a estas políticas. Esta conclusión es contraria a la creencia de que la mitigación del cambio climático es un lastre para el crecimiento; esta interpretación solo sería válida si se compara con una hipótesis poco realista que ignore por completo el cambio climático.

A nivel global, estimamos una pérdida acumulada de producción económica de casi el 25 % en las próximas dos décadas, ya que el nivel del PIB será un 2,3 % inferior en 20 años si no se toman medidas de mitigación del cambio climático. Los siguientes gráficos muestran nuestras estimaciones sobre el impacto en China, un pilar cada vez más importante de la economía global y donde es probable que el efecto del cambio climático sea significativo. El gráfico de la izquierda muestra la trayectoria potencial del PIB y el de la derecha, el impacto potencial acumulado de tres factores —evitar los daños climáticos, los costes de transición y el gasto en infraestructuras ecológicas— sobre el PIB de aquí a 2040. Somos conscientes de los riesgos de caída en nuestra hipótesis de transición ecológica. Los retrasos en la aplicación de las políticas climáticas podrían dar lugar a una «transición desordenada». La ejecución de las políticas será clave: cualquier fallo podría mermar la previsibilidad y la credibilidad de las políticas, encareciendo así la transición energética.

Impacto económico acumulativo a largo plazo Trayectorias estimadas del PIB e impacto acumulativo como porcentaje del PIB según las dos hipótesis para China, 2020-2040



Es posible que las estimaciones a futuro no se materialicen. Fuentes: BlackRock Investment Institute, Banque de France, Agencia Internacional de la Energía, OCDE, enero de 2021. Notas: El gráfico de la izquierda muestra nuestra trayectoria estimada para el PIB chino durante los próximos 20 años en las dos hipótesis mencionadas. Los niveles del PIB se reajustan en base 100 a partir de 2020. El gráfico de la derecha muestra el impacto acumulativo en el PIB a largo plazo en la hipótesis de transición ecológica frente a la de inacción climática. Las barras muestran el impacto global estimado de tres factores: evitar los daños climáticos (positivo), el gasto en infraestructuras ecológicas (positivo) y los costes asociados a la transición (negativo). La línea negra muestra el impacto neto estimado. Nuestras estimaciones del impacto en una hipótesis que integra criterios climáticos se basan en los cambios previstos en el consumo de energía, incl. la composición, el precio relativo del carbono y de las energías renovables, y en las pérdidas potenciales a causa del calentamiento global. El consumo de energía se estima en función del PIB y del precio relativo de la energía, según el documento de trabajo n.º 759 de Banque de France, titulado *Long-term growth impact of climate change and policies*. Las pérdidas de PIB por el calentamiento global se calibran sobre el análisis de los [Modelos de evaluación de impacto](#) según W. Nordhaus y A. Moffat (2017). Asumimos que los programas de inversión en infraestructuras ecológicas por valor del 1 % del PIB se irán retirando gradualmente en los próximos diez años.

El cambio climático afecta a todos los activos

Al ajustar nuestras HMC para tener en cuenta la sostenibilidad, nos centramos en la componente E de los factores ESG, en particular, en el cambio climático. ¿Por qué? En primer lugar, está ampliamente aceptada la importancia del cambio climático para los resultados económicos y sociales, y en segundo lugar, hay consenso sobre la cuantificación de la contribución de una entidad al cambio climático: a través de las emisiones de carbono. Las emisiones de carbono son un indicador de sostenibilidad ampliamente adoptado por los inversores, hasta el punto de que puede ser un catalizador de la revalorización a nivel del mercado en general. Consideramos que las cuestiones relativas a las componentes S (social) y G (de gobierno corporativo) son fuentes potenciales de alfa que influyen en la selección de valores, más que catalizadores sistemáticos de la rentabilidad, por lo que las excluimos de nuestras HMC. Si el consenso en torno a las dimensiones S y G crece y la disponibilidad de datos coherentes y fiables mejora en los próximos años, nos plantearíamos incorporarlas a nuestro marco de HMC.

Las variables macroeconómicas, como el PIB, serían diferentes en un mundo en transición hacia un futuro con bajas emisiones de carbono, lo que implica que las primas de riesgo tradicionales para todas las clases de activos cambiarán. Las variables macroeconómicas, las valoraciones de las distintas clases de activos —renta variable, deuda corporativa, deuda pública y divisas— y, en última instancia, las decisiones estratégicas sobre las clases de activos se verán afectadas. El siguiente gráfico muestra nuestras HMC actualizadas para una clase de activos determinada: los puntos verdes reflejan la rentabilidad media prevista en nuestro caso de base de transición ecológica y los puntos rojos indican las rentabilidades previstas en una hipótesis de inacción climática. En el caso de la renta variable estadounidense, las rentabilidades previstas en una hipótesis de inacción climática quedarían fuera del rango de incertidumbre en torno a nuestra media de estimación, lo que pone de manifiesto el impacto potencialmente intenso del cambio climático.

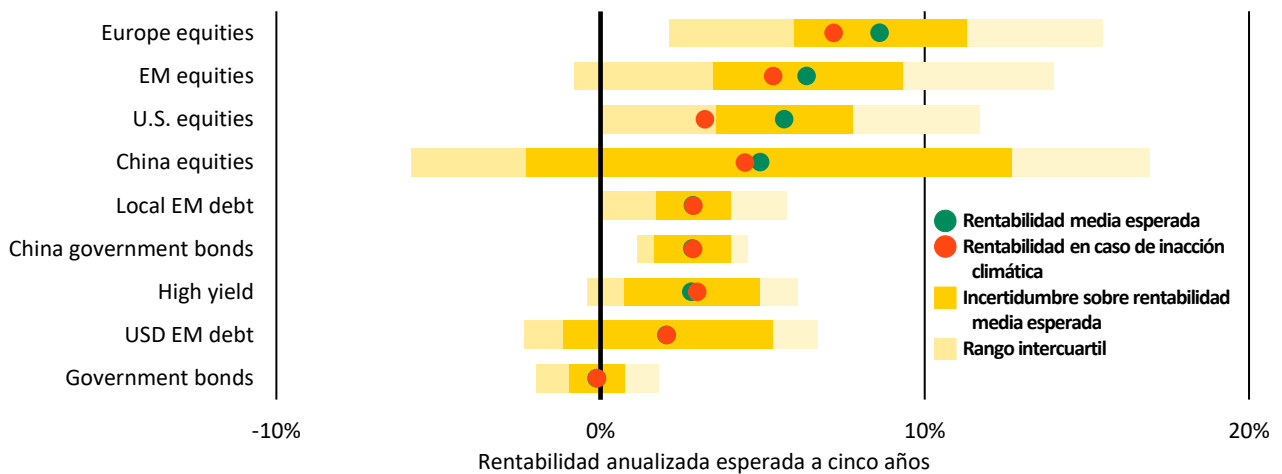
Más allá del impacto macroeconómico, vemos que los efectos se manifiestan a través de otros dos canales:

- **Revalorización:** Una de las consecuencias de los cambios en las preferencias sociales es que el precio que los inversores están dispuestos a pagar por los activos percibidos como sostenibles está cambiando, e impulsa la divergencia de las rentabilidades. Este cambio implica que la tasa de descuento que utilizamos para valorar estos títulos también está cambiando. Los flujos de capital hacia activos sostenibles son un síntoma de este fenómeno. Ahora, nuestras HMC reflejan directamente nuestras estimaciones sobre dicha prima.
- **Fundamentales:** Este canal podría percibirse como una extensión del macroeconómico. Algunas empresas y sectores están mejor posicionados que otros para la transición a una economía con bajas emisiones de carbono. Es probable que el comportamiento de las empresas responda adaptándose a los cambios políticos y normativos introducidos para combatir el cambio climático. La rentabilidad de todos los sectores se verá afectada y arrastrará a otras variables, como las hipótesis de impagos y de rebajas de calificación crediticia. Habrá ganadores y perdedores sectoriales, lo que explica por qué creemos que un enfoque sectorial a la inversión sostenible debe sumarse a uno regional.

La incertidumbre es un elemento clave de nuestro marco y está incorporada en nuestras HMC. Nadie sabe todavía cómo es un mundo con bajas emisiones de carbono. La transición puede durar varios años, si no décadas. Supervisaremos las principales tendencias, como los flujos de capital, la evolución de las políticas y los avances tecnológicos —y la forma en que los precios de los activos responden a ellos— y trataremos de ajustar nuestro marco a medida que se disponga de nueva información. Nuestro enfoque a la construcción de carteras, que tiene en cuenta explícitamente la incertidumbre y proporciona una estructura temporal de rentabilidades para reflejar el impacto variable del cambio climático en el tiempo, se presta bien a la transformación estructural que vemos que se está produciendo.

Un impacto significativo

Hipótesis sobre el mercado de capitales de BlackRock para determinados activos, febrero de 2021



Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos o estrategia en particular, ni una promesa (ni siquiera una estimación) de rentabilidad futura. Fuente: BlackRock Investment Institute, febrero de 2021. Datos a 31 de diciembre de 2020. Notas: Las hipótesis de rentabilidad se expresan en términos nominales totales. Las previsiones de rentabilidad en dólares estadounidenses para todas las clases de activos se muestran sin cobertura. Nuestras HMC generan previsiones de rentabilidad geométrica de mercado, o beta. Las previsiones de rentabilidad de los activos se expresan brutas de comisiones. Para conocer los índices representativos utilizados, véase la *Tabla resumen de hipótesis*. Para conocer todas las clases de activos que abarcamos, visita nuestro sitio web de Hipótesis sobre el Mercado de Capitales en blackrock.com/institutions/en-us/insights/portfolio-design/capital-market-assumptions. Hay dos conjuntos de bandas en torno a nuestra previsión de media de rentabilidad. Las bandas más oscuras muestran nuestras estimaciones de incertidumbre en nuestras estimaciones de mediana de rentabilidad. Las bandas más claras se basan en los percentiles 25 y 75 de los resultados de rentabilidad prevista: el rango intercuartil. Para obtener más información, consulta las *Perspectivas de la cartera*.

El cambio tectónico

El año pasado se produjo un cambio sísmico en la determinación de la sociedad para hacer frente al cambio climático. El presidente Xi Jinping esbozó un plan en la Junta General de Naciones Unidas del año pasado para que China alcance unas emisiones neutras de carbono en 2060, un hito significativo en vista del creciente papel del país en la economía global. El presidente de Estados Unidos, Joe Biden, reintegró al país en el Acuerdo de París sobre el clima en el primer día de su mandato. Las inversiones realizadas en el marco del Fondo de Recuperación Europeo para contribuir a la reactivación económica tras la crisis de la COVID tendrán que respetar los umbrales de emisiones establecidos por la normativa de la Unión Europea.

Los inversores están empezando a responder al cambio estructural, lo que sugiere que este aún no se ha reflejado plenamente en el precio de los activos. La Encuesta de Sostenibilidad Global de BlackRock en 2020 determinó que los encuestados tienen previsto duplicar sus activos sostenibles gestionados en los próximos cinco años, de un promedio del 18 % hoy en día a un 37 % de media en 2025. El cambio climático es el problema de sostenibilidad más destacado. En nuestra opinión, los cambios en las preferencias de los inversores impulsarán una revalorización del coste del capital asociado a los distintos activos en respuesta al cambio climático. Esperamos que los cambios en las preferencias impulsen los flujos de inversión hacia activos percibidos como más alineados con un futuro con bajas emisiones de carbono, lo que derivará en una revalorización de dichos activos frente a los que no lo están. La capacidad de cuantificar sistemáticamente las emisiones de carbono y el amplio consenso sobre la importancia de la huella de carbono implican que es esta medida de la componente E la que probablemente impulse la revalorización, en nuestra opinión. Las emisiones de carbono también indican la exposición de las empresas a los cambios en los precios para el carbono, probablemente una de las principales herramientas políticas empleadas para hacer frente al cambio climático.

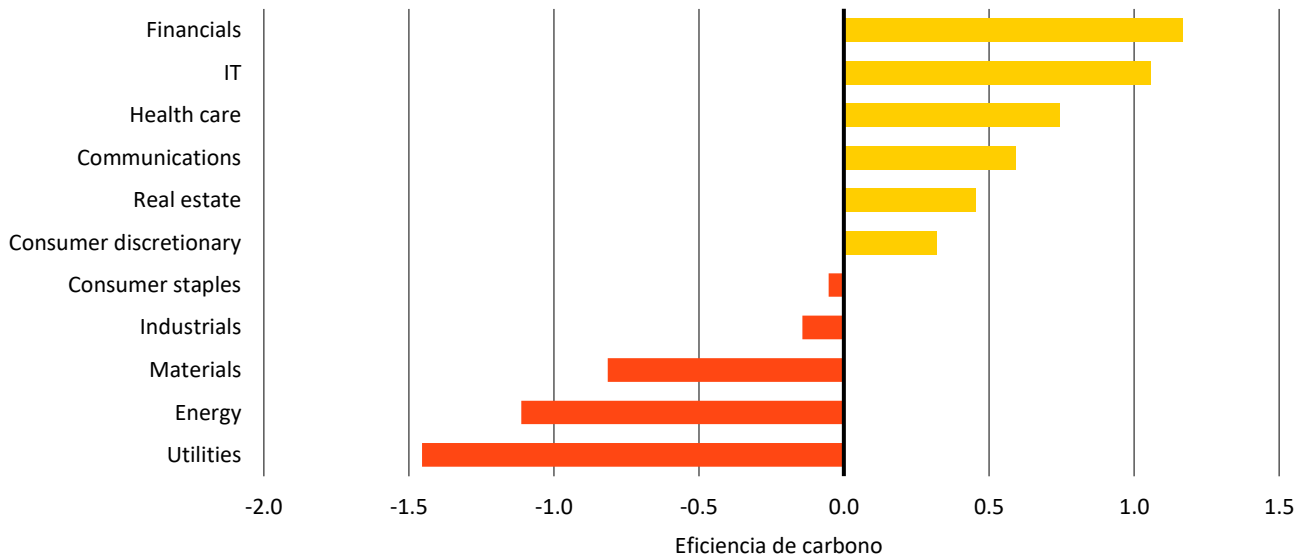
Estimamos la intensidad de las emisiones de carbono previstas por empresa y, a continuación, agregamos los datos a nivel de sector y de país para clasificar los mercados según su huella de carbono. El siguiente gráfico muestra los resultados de los sectores estadounidenses. Este análisis nos lleva a estimar el cambio en el coste de capital de un sector que podría producirse debido impulsada por las cuestiones climáticas. Esperamos que los sectores más eficientes en materia de emisiones de carbono tengan un coste de capital decreciente, en igualdad de condiciones, lo que impulsa las rentabilidades positivas durante la transición. Véase el Anexo para obtener más información sobre la metodología.

No hay una respuesta precisa a la hora de estimar el cambio en el coste del capital que podría producirse. Utilizamos la eficiencia de carbono de cada sector para estimar el coste del capital (véase la metodología en el Anexo). Para el sector más eficiente en materia de carbono, el financiero, podría caer un 0,4 %, en igualdad de condiciones, y para el menos eficiente, el de suministros públicos, podría subir un 0,5 % en cinco años. Nos basamos en una serie de fuentes, como el trabajo del Cambridge Institute for Sustainability Leadership, que demostró que los inversores particulares estarían dispuestos a sacrificar hasta un 2,5 % de rentabilidad para invertir en fondos más ecológicos. Los precios recientes de los bonos verdes —como los diferenciales entre los bonos verdes y la deuda pública estándar emitida por los Gobiernos— nos sirven de base para nuestras estimaciones relativas a la deuda corporativa.

¿Cuánto tiempo hace falta para que la transición se refleje en los precios? Tal vez antes de lo que se pensaba, en vista del impulso de los compromisos globales con la neutralidad de carbono al que hemos asistido en el último año. Es probable que el nuevo Gobierno estadounidense del presidente Joe Biden convierta el clima en una de las principales prioridades políticas, lo que podría acelerar la transición. Asumimos un plazo de cinco años para la revalorización. Esto coincide con los resultados de las investigaciones académicas centradas en cómo los mercados valoran los cambios predecibles pero lentos en la rentabilidad, como las tendencias demográficas (DellaVigna *et al.*, 2007). Una vez superada la fase de revalorización, este canal deja de ser una ventaja para las rentabilidades de los activos «más ecológicos». De hecho, en igualdad de condiciones, los activos más ecológicos tendrán un menor coste de capital, lo que implica una rentabilidad prevista inferior.

La visión sectorial

Eficiencia de carbono estimada para los sectores de MSCI USA, febrero de 2021



Los índices no están gestionados y no tienen en cuenta comisiones. No es posible invertir directamente en un índice. Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos o estrategia en particular, ni una promesa (ni siquiera una estimación) de rentabilidad futura. Fuentes: BlackRock Investment Institute, con datos de Refinitiv Datastream y MSCI, febrero de 2021. Notas: El gráfico muestra la eficiencia del carbono cuantificada según las emisiones totales de carbono en relación con el valor agregado de la empresa para los sectores del índice MSCI USA. La medida de la eficiencia de carbono se muestra en términos de puntuación Z, o en relación con la mediana de los distintos sectores. Se tienen en cuenta tanto el Alcance 1 (emisiones directas de fuentes propias o controladas) como el Alcance 2 (emisiones indirectas de la electricidad adquirida). Estos pueden ayudar a cuantificar la exposición de las empresas a las iniciativas de fijación de precios para el carbono en el marco de las políticas de mitigación del cambio climático.

Impacto en los fundamentales corporativos

El cambio climático y los esfuerzos para abordarlo repercutirán en las perspectivas de rentabilidad y crecimiento de las empresas. Esto debe analizarse más allá del impacto en el crecimiento general del PIB. En primer lugar, la transición a una economía con bajas emisiones de carbono presentará oportunidades para algunos sectores y desafíos para otros, a través de la regulación medioambiental y las políticas energéticas, los mecanismos de fijación de precios para el carbono y los cambios en los patrones de consumo. Los beneficios a nivel sectorial podrían verse considerablemente afectados durante la próxima década o a medida que se produzca la transición, dependiendo de la velocidad a la que se logre la transición ecológica.

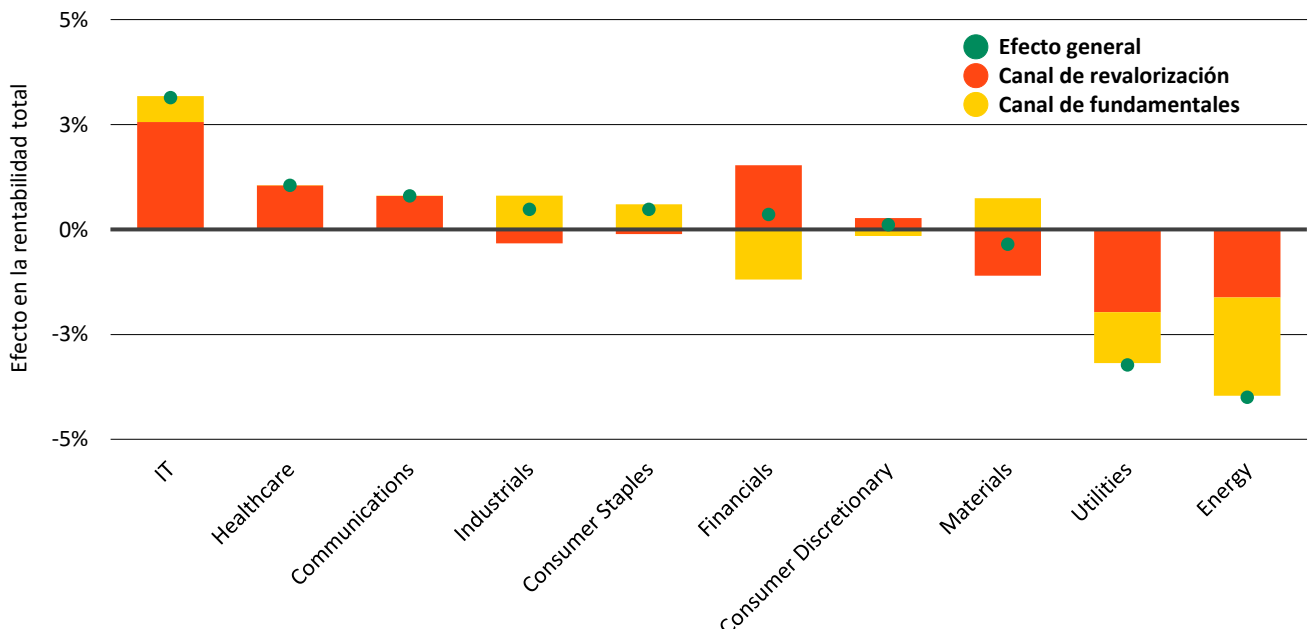
Estimamos los beneficios de las empresas de acuerdo con nuestra hipótesis macroeconómica de transición ecológica. Para establecer nuestras estimaciones, primero evaluamos la sensibilidad de los beneficios a las iniciativas de fijación de precios para el carbono. Esperamos que las iniciativas de fijación de precios para el carbono —la introducción progresiva de precios para el carbono sustancialmente más altos— sean un principio básico de las políticas de mitigación climática destinadas a alcanzar los objetivos del Acuerdo de París. La sensibilidad estimada de los beneficios depende de las emisiones directas e indirectas de carbono actuales, de la reducción prevista de las emisiones y de la capacidad de las empresas para repercutir los costes. En los diferentes sectores, las iniciativas de fijación de precios para el carbono representan un impacto negativo en los beneficios de diversa magnitud.

El canal de los fundamentales corporativos va más allá de este coste del carbono: evaluamos el impacto tanto de los riesgos de transición como de los riesgos físicos para 34 sectores. Calificamos estos sectores en dos dimensiones: el grado de exposición a las temáticas relacionadas con el cambio climático y si la exposición representa un riesgo o una oportunidad. Esta calificación puede diferir de la sensibilidad al precio del carbono: una empresa puede ser un gran emisor de carbono en la actualidad, por lo que podría tener una elevada sensibilidad al precio del carbono, pero también podría estar posicionada para beneficiarse de la transición ecológica a través de la creciente demanda de sus productos. Un ejemplo de este tipo de oportunidades son las empresas químicas que fabrican materiales para las baterías de los vehículos eléctricos y que podrían ser grandes beneficiarias de una transición ecológica. A la inversa, pensemos en una compañía de seguros con bajas emisiones de carbono, pero cuyos beneficios están cada vez más amenazados por los daños físicos del clima.

El siguiente gráfico muestra el impacto estimado en la rentabilidad de todos los sectores a partir de los canales de la revalorización y de los fundamentales. Estimamos un diferencial de rentabilidad anualizado del 7% a cinco años entre los sectores de la energía y la tecnología, una diferencia considerable en un mundo de rentabilidades previstas anémicas en todas las clases de activos. El sector energético es, como cabe esperar, el más afectado: se trata de un gran emisor de carbono y, en nuestra opinión, todo apunta a un descenso estructural en la demanda, a medida que la adopción de fuentes de energía más ecológicas se vaya generalizando. Consideramos que el sector de la energía es el más afectado y constituye una referencia con la que cuantificar a otros sectores. Reconocemos la gran incertidumbre que existe en torno a cómo responderán las empresas a la transición ecológica y cuál será el impacto preciso del cambio en los modelos de negocio para su rentabilidad. El seguimiento del impacto sectorial será una temática clave en nuestro análisis en curso.

Efecto en la rentabilidad total

Diferencial de rentabilidad esperada a cinco años para los sectores del MSCI US bajo la hipótesis de transición ecológica frente a la de inacción climática, febrero de 2021



Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos o estrategia en particular, ni una promesa (ni siquiera una estimación) de rentabilidad futura. Fuentes: BlackRock Investment Institute, con datos de Refinitiv Datastream y Bloomberg, febrero de 2021. Notas: El gráfico muestra la diferencia en las rentabilidades previstas a cinco años en dólares estadounidenses para la subcategoría más alta de los sectores del MSCI USA atendiendo a dos hipótesis económicas: la de transición ecológica y la de inacción climática. La diferencia en la rentabilidad prevista se debe a la revalorización —el impacto del cambio del coste del capital en la rentabilidad— y a los fundamentales —o el impacto del cambio del crecimiento de los beneficios por acción en la rentabilidad.

Implicaciones para la cartera

Las decisiones de inversión tácticas, o a corto plazo, no serán suficientes, en nuestra opinión, para posicionarse ante la reconfiguración fundamental de la economía global a la que estamos asistiendo. Posicionar adecuadamente las carteras requiere expresar opiniones a nivel de activos estratégicos. Al igual que cualquier opinión de inversión, la aplicación y el dimensionamiento definitivos de las visiones orientadas al cambio climático en las carteras variarán en función de la predisposición al riesgo, los objetivos y el universo admisible del inversor. Algunos inversores pueden tener que reasignar hasta un 10 %-20 % de sus activos actuales. Para otros, será menos. Consulta nuestros desgloses de [asignación de activos específicos para inversores](#) para obtener más información. Nuestras preferencias estratégicas de activos para un inversor hipotético sin limitaciones y en dólares estadounidenses con un horizonte de inversión de diez años se muestran en el siguiente gráfico y sitúan nuestras opiniones sobre las clases de activos en el contexto de una cartera. Reflejan nuestras opiniones sobre todos los factores que impulsan la rentabilidad de los activos a largo plazo, desde la revolución de las políticas monetarias y presupuestarias hasta las tendencias estructurales, como la rivalidad entre Estados Unidos y China y la polarización del crecimiento global. A la derecha se muestra el impacto de la introducción del cambio climático como catalizador adicional de rentabilidad en las opiniones sobre las clases de activos.

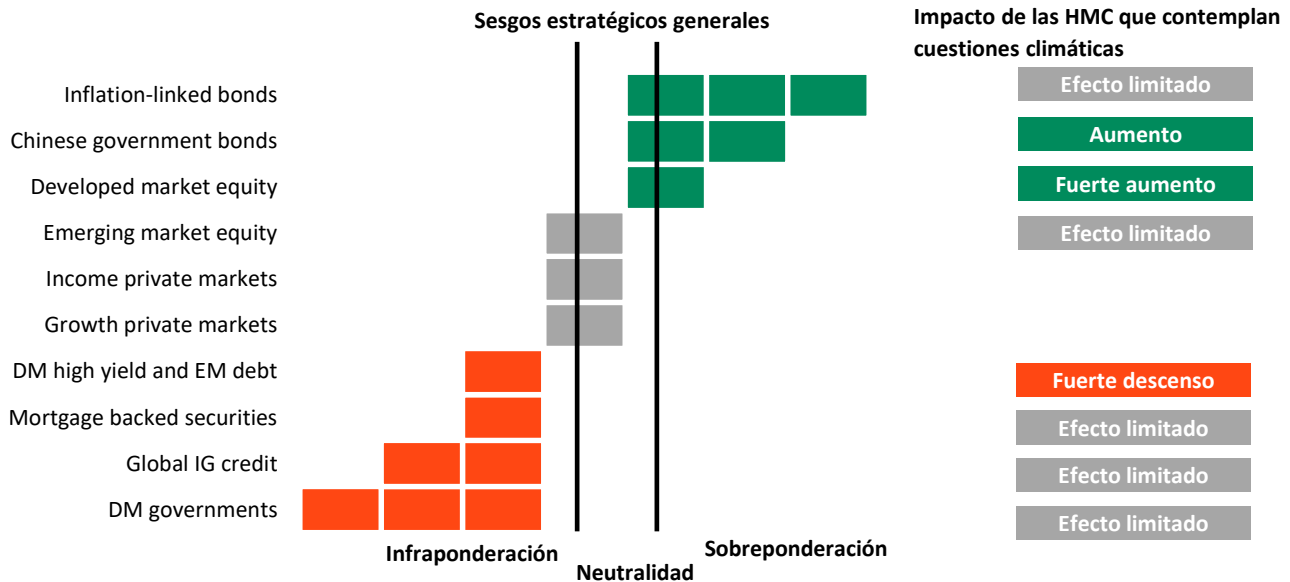
El impacto más significativo es una mayor preferencia por la renta variable de los mercados desarrollados en detrimento de la deuda *high yield* y de los mercados emergentes. La composición de los índices de renta variable de los mercados desarrollados se ajusta mejor a la transición climática y la renta variable tiene más capacidad para captar las oportunidades alcistas de este fenómeno. La mayor intensidad de carbono de las empresas que suelen formar parte de los índices de referencia de la deuda *high yield* y de los mercados emergentes lastra su rentabilidad prevista, lo que disminuye su atractivo en el marco de nuestra asignación estratégica global prioritaria. Otro efecto de la incorporación del cambio climático a nuestras HMC: la inversión granular adquiere mayor relevancia en la construcción de carteras. Creemos que el cambio climático provocará una mayor dispersión de las rentabilidades a nivel sectorial que a nivel de clase de activos. Consideramos que los sectores son la unidad relevante de análisis de inversión y si contemplamos la granularidad sectorial en la construcción de nuestra cartera, comprando activos a nivel de sectores en lugar de a nivel regional basándonos en un índice, los efectos en las preferencias estratégicas de activos pueden ser notables.

Tenemos una preferencia estratégica por los bonos ligados a la inflación frente al resto de la de deuda pública. Consideramos que la revolución en el plano de las políticas impulsará un aumento de la inflación a medio plazo, aunque esperamos que el alza de las previsiones de inflación se refleje más en una disminución de los rendimientos reales que en un aumento de los nominales, en comparación con el pasado. Consideramos que la capacidad de los bonos nominales para actuar como anclaje ha disminuido, y esperamos que los elevados niveles de deuda pública impulsen los rendimientos en el horizonte estratégico. Estamos estratégicamente infraponderados en deuda corporativa, ya que consideramos que las valoraciones están caras en términos relativos con respecto a la renta variable.

Nuestra preferencia por una sobreponderación estratégica en los activos chinos en general no ha disminuido y, de hecho, ha aumentado en el caso de la deuda pública china, en vista de unas perspectivas relativamente más desfavorables frente a activos comparables. La composición sectorial de los índices de renta variable de China continental difiere de la composición de la economía en general, con una escasa exposición a los sectores en riesgo por la transición ecológica, como la energía, los suministros públicos y los materiales. En términos más generales, el compromiso de China con una economía con cero emisiones netas de carbono para 2060 refuerza nuestras perspectivas sobre las posibles mejoras en la intensidad de las emisiones de carbono de sus empresas.

Sesgo hacia la sostenibilidad

Asignación estratégica hipotética en dólares a diez años frente a nuestra perspectiva de equilibrio, febrero de 2021



Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos o estrategia en particular, ni una promesa (ni siquiera una estimación) de rentabilidad futura. Fuentes: BlackRock Investment Institute, con datos de Refinitiv Datastream y Bloomberg, febrero de 2021. Notas: El gráfico muestra nuestra visión de los activos a diez años desde una perspectiva sin limitaciones en dólares estadounidenses frente a una asignación equilibrada a largo plazo descrita en nuestra [página web de hipótesis sobre el mercado de capitales](#). La cartera es a título ilustrativo y la asignación anterior no representa ninguna cartera existente, y como tal, no es un producto de inversión. La construcción de la asignación de activos hipotética se basa en criterios aplicados con la ventaja de la retrospectiva y el conocimiento de los factores que pueden haber influido positivamente en su rentabilidad y no puede tener en cuenta los factores de riesgo susceptibles de afectar a la rentabilidad real de la cartera. La rentabilidad real puede variar considerablemente con respecto a nuestros modelos de HMC debido a los costes de operación, la liquidez u otros factores del mercado. Los índices no están gestionados, no tienen en cuenta las comisiones de gestión y no se puede invertir directamente en ellos. Véase en el anexo la lista completa de índices sustitutos.

Anexo

Metodología del modelo macroeconómico

Utilizamos un modelo a largo plazo del cambio climático que nos permite tener en cuenta los daños físicos, la transición energética y el efecto de las políticas públicas y su repercusión en las variables macroeconómicas, como el nivel del PIB, en un marco único y transparente. Combinamos nuestro marco de crecimiento a largo plazo con un componente energético detallado, la dinámica climática a largo plazo y las repercusiones en la actividad económica.

Proyectamos el efecto en el nivel del PIB en un modelo climático macroeconómico para 30 países/regiones utilizando nuestro modelo de crecimiento a largo plazo basado en los tres factores de producción: trabajo, capital y energía, y asumiendo una elasticidad de sustitución constante; es decir, no hay cambio en el efecto estimado si se sustituye un factor por otro. Utilizamos las hipótesis de Cambio Climático Avanzado a Largo Plazo (CCALP) establecidas en el documento de Banque de France para 2020 (Claire *et al.*, 2020) como punto de partida para las estimaciones de impacto del cambio climático. Estos supuestos utilizan un conjunto de calibraciones ampliamente aceptadas en relación con la sensibilidad climática, los factores de emisión de carbono, la sustituibilidad y la eficiencia energética, el almacenamiento y la captura de carbono y las atribuciones regionales de los daños en la creación de modelos de diferentes políticas de fijación de precios para el carbono. Aumentamos de nuevo estas estimaciones para reflejar los avances más recientes en tecnología energética, basándonos en los análisis de Rhodium Group y de Goldman Sachs. Las pérdidas de PIB por el calentamiento global se calibran sobre el análisis de los Modelos de evaluación de impacto según W. Nordhaus y A. Moffat (2017). El consumo de energía específico de cada país se calcula en función del PIB y de los cambios en el precio relativo de la energía (según las estimaciones de Banque de France), mientras que el precio relativo de la energía se calcula utilizando los precios de la energía de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) (impuestos incl.) y los deflatores del PIB de la OCDE, y se proyecta a futuro utilizando las hipótesis de precios para el carbono y las energías renovables definidas por el usuario. El consumo de energía se convierte en emisiones de CO2 utilizando los datos de la AIE y los factores de emisión por defecto recopilados en el Informe del Pacto de los Alcaldes para el Clima y la Energía. El CO2 presente en la atmósfera a escala global se convierte en un aumento de la temperatura global utilizando la trayectoria de los gases de efecto invernadero adoptada por el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático de Naciones Unidas en 2014. La siguiente tabla muestra nuestros supuestos para las dos hipótesis principales: una transición ecológica (nuestro caso de base) y la inacción climática.

El efecto positivo de una transición ecológica en relación con la hipótesis de inacción climática se basa en la introducción gradual de unos precios para el carbono en consonancia con el Acuerdo de París, los programas de inversión en infraestructura ecológica (retirados gradualmente a lo largo de diez años) y las subvenciones a las energías renovables. Estimamos que el impacto neto de una transición ecológica en los próximos veinte años será positivo a nivel global, aunque con divergencias regionales. Las tablas muestran los supuestos específicos que formulamos para cada escenario.

Supuestos de la transición ecológica frente a los de la inacción climática

	Transición ecológica	Hipótesis de inacción climática
Temperatura global en 2100	Generalmente en línea con el Acuerdo de París, con un aumento de la temperatura global de 1,9 grados centígrados en 2100	Aumento sustancialmente mayor de las temperaturas globales de 5,8 grados centígrados, una función de daños económicos de mayor envergadura y la liberación de 2 gigatoneladas de los sumideros naturales de carbono hasta acumular unos daños climáticos del 27 % en 2100 (en consonancia con el extremo superior del rango considerado por la <u>Network for Greening the Financial System</u>).
Políticas climáticas asumidas en nuestro modelo CCALP ajustado	Aumento gradual de los precios del carbono en un 3 % anual y de las subvenciones a las energías renovables en un 1 % anual	Ninguno
Supuestos de política presupuestaria más allá del modelo CCALP	Inversión en infraestructura ecológica del 5 % del PIB en diez años, utilizando los multiplicadores específicos de cada país del FMI, ajustados por las deficiencias históricas de aplicación	Ninguno
Costes de reducción del carbono actualizados desde la calibración del modelo CCALP	Si se añade la reducción del 20 % de los costes de reducción del carbono estimada por Goldman Sachs	Ninguno

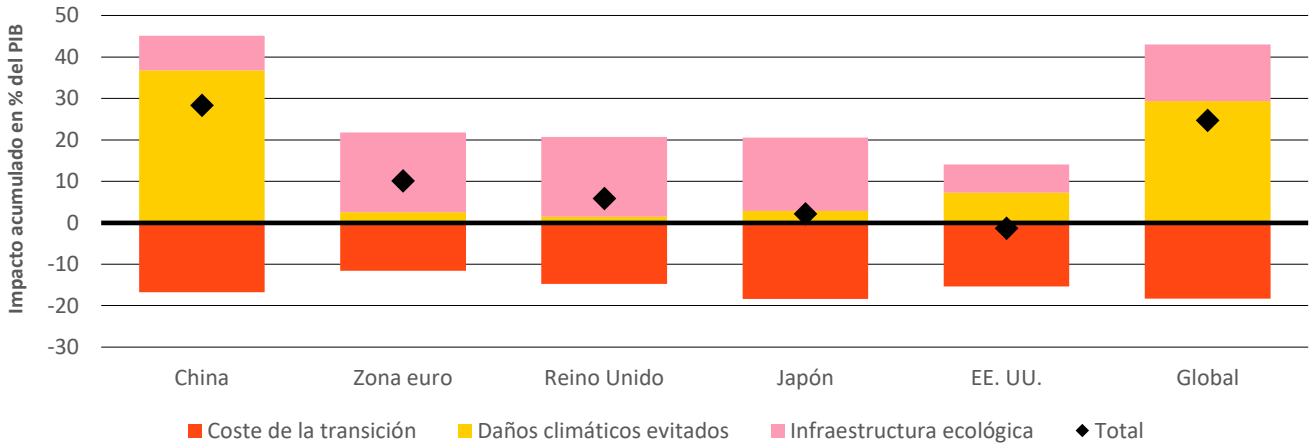
Anexo

Metodología del modelo macroeconómico (continuación)

En nuestra opinión, el impacto de la transición ecológica en los próximos años será probablemente positivo a nivel global, aunque con diferencias regionales, como se muestra en el siguiente gráfico.

El impacto económico a largo plazo

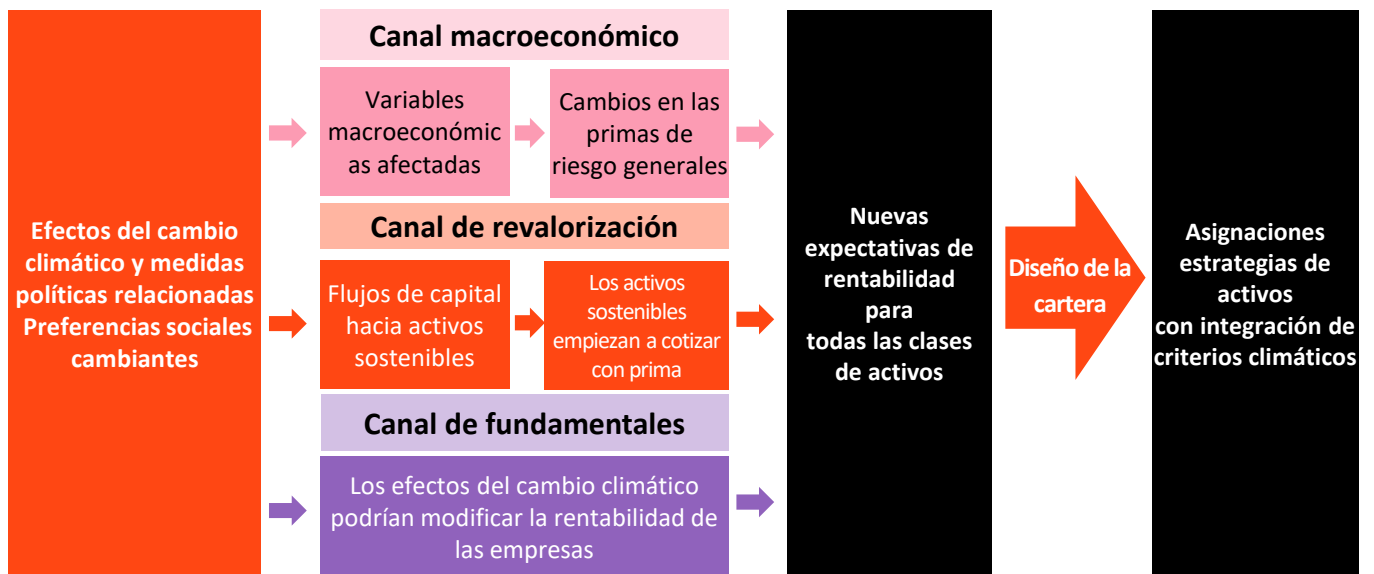
Estimación del impacto acumulado en el PIB de la hipótesis de transición ecológica frente a la de inacción climática para 2040



Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos o estrategia en particular, ni una promesa (ni siquiera una estimación) de rentabilidad futura. Fuentes: BlackRock Investment Institute, con datos de Refinitiv Datastream y Bloomberg, febrero de 2021. Notas: El gráfico muestra nuestra estimación del impacto económico a largo plazo del cambio climático durante los próximos 20 años en términos de cambio acumulado en el nivel del PIB frente a una hipótesis de inacción climática, teniendo en cuenta los supuestos referidos en la página 8. Nuestro marco, ilustrado en el siguiente esquema, describe cómo abordamos la incorporación de las implicaciones del cambio climático y el cambio en las preferencias de sostenibilidad de los inversores en las rentabilidades previstas de las clases de activos y la asignación estratégica de activos

Tres canales impulsan el impacto del cambio climático en los activos

Marco de BlackRock para carteras que integran criterios climáticos



Fuente: BlackRock Investment Institute, febrero de 2021. Notas: Exclusivamente a título ilustrativo. Sujeto a cambios sin previo aviso.

Anexo

Canal de revalorización

Creemos que el cambio estructural hacia la inversión sostenible aún no se ha reflejado en los precios. En los próximos años, esperamos que los activos percibidos como más sostenibles coticen con prima frente a sus homólogos menos ecológicos, suponiendo que el resto de variables se mantendrán intactas. Estimamos el impacto de esta revalorización en dos etapas: en primer lugar, calculamos la medida de la huella de carbono de una empresa o emisor y, en segundo lugar, utilizamos esta medida para estimar un cambio en el coste del capital.

Utilizamos las emisiones de carbono directas e indirectas como sustituto prioritario del coste del capital. Las emisiones de carbono son una métrica constante y ampliamente difundida. Los datos sobre las emisiones de carbono de las empresas tienen un retraso de hasta dos años, por lo que estimamos las emisiones actuales utilizando la observación más reciente y la tasa de cambio a lo largo del tiempo. Comprobamos que las futuras emisiones de carbono pueden estimarse para un horizonte de hasta tres años utilizando tanto el nivel como la tendencia de las emisiones actuales. Perfeccionamos la variable centrándonos en la intensidad de las emisiones de carbono cuantificando las emisiones en relación con el valor de empresa, es decir, la suma de la capitalización bursátil y los bonos de la compañía. Centrarse únicamente en el nivel absoluto de emisiones penalizaría injustamente a las grandes empresas. Recurrir al valor de empresa también introduce la deuda en la ecuación, lo que nos permite aplicar el análisis tanto a los fondos propios como a la deuda corporativa. Utilizamos puntuaciones z para normalizar los conjuntos de datos de modo que sean comparables entre sectores y clases de activos, en vista de la naturaleza altamente sesgada de las métricas del carbono. También adaptamos la puntuación de intensidad de carbono de un sector, de -3 (menos ecológico) a +3 (más ecológico), para obtener una prima de sostenibilidad.

Asumimos que los sectores con mayor intensidad de carbono experimentarán un aumento del coste del capital y que aquellos con menor intensidad, lo reducirán. Sobre la base de una estimación de la diferencia en el coste del capital entre las empresas más y menos eficientes en materia de emisiones de carbono una vez que los impactos del cambio climático están totalmente descontados, calibramos el cambio en el coste del capital para todos los sectores regionales de renta variable y los mercados regionales.

Nuestra rentabilidad prevista para la renta variable se estima utilizando un modelo de descuento de dividendos aumentado. El cambio en el coste del capital se introduce en el modelo de descuento de dividendos, para estimar el impacto del «canal de revalorización».

Canal de fundamentales

El cambio climático y los esfuerzos para abordarlo repercutirán en las perspectivas de rentabilidad y crecimiento de las empresas. Estimamos el impacto de una transición verde en los beneficios de las empresas a nivel sectorial. Para llegar a nuestras estimaciones, primero evaluamos la sensibilidad de los beneficios a las iniciativas de fijación de precios para el carbono, que esperamos que sean un componente básico de las políticas de mitigación del cambio climático. Asumimos un impuesto sobre el carbono de 125 USD en veinte años, en consonancia con nuestra hipótesis de transición ecológica. El impacto en los beneficios de cada empresa se calcula en función del impuesto previsto sobre sus propias emisiones (Coste Directo), el aumento de sus propios costes energéticos (Coste Indirecto), la repercusión prevista del impuesto y la reducción proyectada de las emisiones en respuesta al aumento del coste del carbono.

En nuestro canal de fundamentales, también tenemos en cuenta las oportunidades y los riesgos físicos y de transición que podrían afectar a los beneficios en 34 sectores.

Las estimaciones de rentabilidad son de naturaleza incierta: cuantificar el impacto del cambio climático (a través del riesgo físico y de transición) suele ser complejo, ya que no hay precedentes históricos. Reconocemos ciertas limitaciones en nuestro modelo. Partimos de la base de que ningún impuesto sobre el carbono está ya descontado, por lo que la introducción de impuestos sobre el carbono sería probablemente un lastre para los precios.

Índices

Anexo

Índices

Renta variable europea: MSCI Europe

Renta variable emergente: MSCI Emerging Markets

Renta variable estadounidense: MSCI USA

Deuda emergente en moneda local: JPMorgan GBI-EM index

Deuda emergente en USD: JPMorgan EMBI Global Diversified Index

Deuda pública china: Bloomberg Barclays China Treasury + Policy Bank Total Return Index

Deuda *High Yield* global: Bloomberg Barclays Global High Yield Index

Deuda corporativa *Investment Grade* global: Bloomberg Barclays Global investment grade credit

Deuda pública global: Bloomberg Barclays Global Aggregate

Mercados privados: Aproximación BlackRock

Referencias

Burke, M., Davis, W. M., & Diffenbaugh, N. S. (2018), *Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets*. Nature, 557(7706), 549-553

Burke, M., Hsiang S.M. y Miguel E., (2015), *Global Non-Linear Effect of Temperature on Economic Production*. Nature 527 (7577): 235-39

Claire, A., Gilbert, C., Valerie, C., Remy, L. (2020), *Long-term growth impact of climate change and policies: the Advanced Climate Change Long-term (ACCL) scenario building model*, Banque de France [Working Paper Series no. 759](#).

DellaVigna, Stefano y Joshua M. Pollet. 2007. *Demographics and Industry Returns*. American Economic Review, 97 (5): 1667-1702.

Dietz, S., van der Ploeg, R., Rezai, A., Venmans, F., (2020), *Are economists getting climate dynamics right and does it matter?*, CESifo Working Paper Series 8122.

Goldman Sachs Carbonomics, *the economics of net zero carbon*. <https://www.goldmansachs.com/insights/topics/carbonomics.html>

McKibbin, W. J. y Wilcoxon, P.J., (2013), *A Global Approach to Energy and the Environment: The G-Cubed Model*. Capítulo 17 del *Handbook of Computable General Equilibrium Modelling*, 995-1068. North Holland: Elsevier.

Network for Greening the Financial System Climate Scenarios for central banks and supervisors, junio de 2020

Nordhaus, W.D. y Moffat, A., (2017), *A Survey of Global Impacts of Climate Change: Replication, Survey Methods, and a Statistical Analysis*, NBER Working Papers 23646, National Bureau of Economic Research, Inc.

University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (2019). *Walking the talk: Understanding consumer demand for sustainable investing*. Cambridge, Reino Unido: University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership.

BlackRock Investment Institute

El BlackRock Investment Institute (BI) se sirve de la experiencia de la firma en materia de percepciones sobre la economía global, los mercados, la geopolítica y la asignación de activos a largo plazo, todo ello para ayudar a nuestros clientes y gestores de carteras a moverse por los mercados financieros. El BI ofrece puntos de vista estratégicos y tácticos sobre el mercado, publicaciones y herramientas digitales que se basan en análisis internos.

Información acerca de las Hipótesis sobre los Mercados de Capitales a largo plazo de BlackRock: Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activos, estrategia o producto en particular, ni una garantía de rentabilidad futura. Obsérvese que estos supuestos de clases de activos son pasivos y no tienen en cuenta el impacto de la gestión activa. Todas las estimaciones incluidas en este documento se expresan en dólares estadounidenses, a menos que se indique otra cosa. Dada la complejidad de los equilibrios entre el riesgo y la remuneración, aconsejamos a los clientes que se basen en su propio criterio y en enfoques de optimización cuantitativa para establecer asignaciones estratégicas a todas las clases de activos y estrategias. Las referencias a rentabilidades futuras no constituyen garantías, ni siquiera estimaciones, de las rentabilidades reales que pueda alcanzar la cartera de un cliente. Las suposiciones, opiniones y estimaciones se facilitan únicamente a efectos ilustrativos. No deben considerarse recomendaciones de compra o venta de valores. Las previsiones de las tendencias de los mercados financieros se basan en las condiciones de mercado actuales, son subjetivas y pueden cambiar sin previo aviso. Creemos que la información proporcionada en este documento es fiable, pero no garantizamos su exactitud o integridad. Si el lector decide basarse en la información, lo hará por su cuenta y riesgo. Este documento se ha preparado únicamente con fines informativos y no pretende ofrecer asesoramiento contable, jurídico o fiscal, ni debe utilizarse como tal. Los resultados de las hipótesis se ofrecen únicamente a título ilustrativo y están sujetos a limitaciones considerables. Las estimaciones de rentabilidad «prevista» están sujetas a incertidumbre y errores. Las rentabilidades previstas para cada clase de activos pueden estar condicionadas por las hipótesis económicas; en el caso de que se materialice una hipótesis concreta, las rentabilidades reales podrían ser significativamente superiores o inferiores a las previstas. Debido a las limitaciones inherentes a todos los modelos, los inversores potenciales no deben basarse exclusivamente en el modelo a la hora de tomar una decisión de inversión. El modelo no puede tener en cuenta la repercusión que los factores económicos, de mercado y de otro tipo pueden tener en la implementación y gestión continua de una cartera de inversión real. A diferencia de los resultados reales de la cartera, los resultados del modelo no reflejan la negociación real, las restricciones de liquidez, las comisiones, los gastos, los impuestos y otros factores que podrían afectar a la rentabilidad futura.

Información sobre índices: Las rentabilidades de los índices se incluyen únicamente a efectos ilustrativos y no representan una rentabilidad real de ningún fondo. Las rentabilidades de los índices no reflejan comisiones de gestión, costes de transacciones o gastos. Los índices no están gestionados y no se puede invertir directamente en ellos.

Descargo de responsabilidad general: Este documento es meramente informativo y no constituye un asesoramiento de inversión, una recomendación ni una oferta o invitación de compraventa de valores a ninguna persona en ningún país en el que tal oferta, invitación o compraventa sea ilícita con arreglo a sus leyes. Las opiniones están expresadas a febrero de 2021 y sujetas a variación sin preaviso. La decisión de basarse en la información contenida en este documento corresponderá exclusivamente al lector. Invertir entraña riesgos.

En EMEA, hasta el 31 de diciembre de 2020, publicado por BlackRock Investment Management (UK) Limited, entidad autorizada y supervisada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido. Domicilio social: 12 Throgmorton Avenue, Londres, EC2N 2DL. Tel.: + 44 (0)20 7743 3000. Registrada en Inglaterra y Gales con el número 2020394, ha publicado el presente documento dirigido exclusivamente a Clientes profesionales; ninguna otra persona debe basarse en la información recogida en el mismo. Por tu propia seguridad, las llamadas telefónicas suelen grabarse. Consulta el sitio web de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido para obtener una lista de las actividades autorizadas que BlackRock lleva a cabo. A partir del 31 de diciembre de 2020, en caso de que el Reino Unido y la Unión Europea no lleguen a un acuerdo que permita a las empresas británicas ofrecer y prestar servicios financieros en la Unión Europea, la entidad que publica este documento es: (i) BlackRock Investment Management (UK) Limited para todos los países no miembros de la Unión Europea; y (ii) BlackRock (Netherlands) B.V. para la Unión Europea; BlackRock (Netherlands) B.V. está autorizada y regulada por la Autoridad de los Mercados Financieros de los Países Bajos. Sede social: Amstelplein 1, 1096 HA Ámsterdam, Tel.: 020 – 549 5200, Tel.: 31-20-549-5200. Inscrita en el Registro Mercantil con el n.º 17068311. Por tu propia seguridad, las llamadas telefónicas suelen grabarse. © 2021 BlackRock, Inc. Todos los derechos reservados.

BlackRock es una marca registrada de BlackRock, Inc. o sus filiales en Estados Unidos y el resto del mundo. Todas las demás marcas pertenecen a sus respectivos propietarios.