

Perspectivas económicas y de mercado de Vanguard para 2025: Más allá del aterrizaje

El ciclo de relajación monetaria mundial estará en pleno auge en 2025, con la inflación en la mayoría de las economías desarrolladas ya a una corta distancia de los objetivos de los bancos centrales. La buena suerte del elevado crecimiento de la productividad y el aumento de la mano de obra disponible han impulsado la economía de los Estados Unidos, mientras que otras economías no han sido tan afortunadas. La posibilidad de que estos factores positivos del lado de la oferta disminuyan es un riesgo clave para nuestras perspectivas en los Estados Unidos, aunque una política fiscal expansiva podría amortiguar cualquier impacto negativo sobre el crecimiento.

Nuevamente enfatizamos la opinión expuesta hace un año, de que la era del dinero sólido –con tasas de interés por encima de la tasa inflacionaria– vive. Dicho esto, los mercados se enfrentan a un punto de tensión creciente: los activos con los cimientos más sólidos tienen las valuaciones más expandidas y viceversa. Los riesgos económicos y políticos a corto plazo ayudarán a determinar si el ritmo o las valuaciones dominarán los rendimientos de las inversiones en 2025.

Dinero que aún es sólido

A medida que las tasas de interés vuelvan a su neutralidad, esperamos que se establezcan en niveles más altos que en la década de 2010. Este entorno sienta las bases para sólidos rendimientos del efectivo y la renta fija durante la próxima década.

Página 6.

Resiliencia económica de los Estados Unidos

El desarrollo positivo de la oferta de mano de obra y de la productividad impulsó el crecimiento de los Estados Unidos en 2024. El hecho de que estos motores disminuyan o aceleren su ritmo, junto con factores de demanda como el estímulo fiscal, tiene la clave para 2025.

Página 7.

Creciente tensión del mercado

La posibilidad de que estemos experimentando un crecimiento de la productividad que respalde las valuaciones debe equilibrarse con el riesgo de que los desarrollos económicos expongan la vulnerabilidad de las expandidas valuaciones de capital.

Página 17.

Contenido

3

Resumen de perspectiva mundial

6

Nuestra perspectiva económica

17

Nuestra perspectiva de mercado

Pronósticos económicos de Vanguard para 2025

País/región	Crecimiento del PIB		Tasa de desempleo		Inflación subyacente	Política monetaria		
	2025		2025		2025	Final ejercicio 2024	Final ejercicio 2025	Tasa neutral
	Vanguard	Tendencia	Vanguard	NAIRU	Vanguard			
Estados Unidos	2.1%	2.7%	4.4%	4.5%	2.5%	4.5%	4.0%	3.5%
Zona euro	0.5%	1.2%	6.9%	6.5%–7%	1.9%	3%	1.75%	2%–2.5%
Reino Unido	1.4%	1.2%	4.4%	4%–4.5%	2.4%	4.75%	3.75%	3%–3.5%
China	4.5%	4.2%	5.1%	5%	1.5%	1.4%	1.2%	4.5%–5%
Japón	1.2%	1.0%	2.4%	2.5%–3%	2.1%	0.5%	1.0%	0%

Notas: Los pronósticos son a partir del 2 de diciembre de 2024. Para los Estados Unidos, el crecimiento del PIB se define como la variación interanual del PIB del cuarto trimestre. Para el resto de países/regiones, el crecimiento del PIB se define como la variación anual del PIB en el ejercicio de pronóstico en comparación con el ejercicio anterior. Los pronósticos de la tasa de desempleo son el promedio del cuarto trimestre de 2025. NAIRU es la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, una medida del equilibrio del mercado laboral. La inflación subyacente excluye los precios volátiles de alimentos y energía. Para los Estados Unidos, la zona euro, el Reino Unido y Japón, la inflación subyacente se define como la variación interanual del cuarto trimestre respecto al ejercicio anterior. Para China, la inflación subyacente se define como la variación anual promedio en comparación con el ejercicio anterior. Para los Estados Unidos, la inflación subyacente se sustenta en el Índice de Gastos al Consumo Personal base. Para el resto de países/regiones, la inflación subyacente se sustenta en el Índice de Precios al Consumidor base. Para la política monetaria de los Estados Unidos, el pronóstico de Vanguard se refiere al extremo superior del rango objetivo del Comité Federal de Mercado Abierto. La política de la tasa de interés de China es la tasa de reporto inverso a siete días. La tasa neutral es la tasa de política de equilibrio en la que no se ejercen presiones de relajación o endurecimiento sobre una economía o sus mercados financieros.

Fuente: Vanguard.

Notas sobre la distribución del retorno de los activos

Las distribuciones del retorno de los activos que se muestran aquí representan la opinión de Vanguard sobre la gama potencial de primas de riesgo que pueden producirse en los próximos 10 años; estas proyecciones a largo plazo no tienen por objeto extrapolarse a una visión a corto plazo. Estos resultados potenciales para los retornos de la inversión a largo plazo son generados por el Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) y reflejan la perspectiva colectiva de nuestro Grupo de Estrategia de Inversión. Las primas de riesgo previstas –y la incertidumbre que rodea a tales expectativas– forman parte de una serie de aportaciones cualitativas y cuantitativas utilizadas en la metodología de inversión y el proceso de construcción de carteras de Vanguard.

IMPORTANTE: Las proyecciones y demás información generada por el VCMM respecto a la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. La distribución de los resultados de retorno del VCMM derivan de 10,000 simulaciones para cada clase de activo modelada. Las simulaciones son al 8 de noviembre de 2024. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y en el transcurso del tiempo. Para más información, consulte el apartado "Acerca del Vanguard Capital Markets Model" en la página 23.

Resumen de perspectiva mundial

La inflación mundial ha disminuido drásticamente en los dos últimos años y ahora está cercana al 2%. Pero el camino hacia la desinflación ha sido desigual entre países y regiones, con la mayoría de los mercados desarrollados soportando desaceleraciones inducidas por la política monetaria para llegar hasta ese sitio. Estados Unidos es una excepción notable, ya que ha experimentado una aceleración del crecimiento económico y el pleno empleo sin ningún efecto perceptible de la política monetaria restrictiva.

¿Estados Unidos ha logrado un aterrizaje relajado? ¿O el impacto de las elevadas tasas de interés acabará provocando un aterrizaje forzoso? Estas preguntas han dominado la narrativa del mercado durante los dos últimos años, con la atención fija en si la Reserva Federal de los Estados Unidos puede medir perfectamente el ciclo de recorte de tasas para lograr una desinflación imperceptible.

No obstante, este énfasis en el "aterrizaje" puede no explicar por completo el binomio de crecimiento excepcionalmente fuerte e inflación a la baja que hemos presenciado en los Estados Unidos. Las fuerzas que sí lo explican sugieren una nueva narrativa para la economía y los mercados.

En nuestras perspectivas para 2025, adoptamos un marco centrado en fuerzas del lado de la oferta que han moldeado la economía de los Estados Unidos. Estas incluyen aumento tanto de la productividad laboral como de la mano de obra disponible. Las fuerzas del lado de la oferta ofrecen una explicación más satisfactoria de la dinámica positiva entre crecimiento e inflación. Los riesgos emergentes –como los relacionados con políticas de inmigración, geopolítica o posibles tarifas arancelarias– también encajan de forma más natural en este marco centrado en la oferta.

La resiliencia económica de los Estados Unidos no ha sido impulsada por la política de la Fed

Contra una política monetaria restrictiva de fondo, la economía de los Estados Unidos ha tenido la combinación favorable de un fuerte crecimiento del PIB real, la relajación de mercados laborales muy ajustados y la caída de la inflación. Puede resultar tentador atribuir esta buena suerte a un "aterrizaje relajado" diseñado por la Reserva Federal. Sin embargo, un análisis más de cerca sugiere que esta interpretación puede ser insuficiente.

Más bien, la solidez continua de los Estados Unidos puede deberse más a factores fortuitos del lado de la oferta, incluyendo un mayor crecimiento de la productividad y aumento de la mano de obra disponible. Generalmente, una mayor producción y una menor inflación sólo pueden coexistir cuando las fuerzas de la oferta llevan el control. Estas dinámicas han alterado nuestras perspectivas económicas de referencia para los Estados Unidos y apuntan a los principales riesgos en el horizonte.

Aunque estos motores positivos del crecimiento del lado de la oferta pueden continuar en 2025, los riesgos políticos emergentes, como la aplicación de tarifas arancelarias al comercio y políticas de inmigración más estrictas, pueden neutralizar las ganancias. En tal escenario, el crecimiento del PIB real de los Estados Unidos se templaría desde su tasa actual de alrededor del 3%, aproximándose al 2%. Estos riesgos políticos neutralizantes también podrían aumentar las presiones inflacionarias. Por lo anterior, anticipamos que la inflación subyacente se mantendrá por encima del 2.5% durante la mayor parte de 2025. Aunque esperamos que la Fed reduzca su política de la tasa de interés hasta el 4%, los recortes más allá de esa cifra resultarían difíciles, ya que habría que ponderar cualquier debilitamiento del crecimiento con un posible resurgimiento de la inflación.

La buena suerte fue menor fuera de los Estados Unidos

Las economías fuera de Estados Unidos han sido menos afortunadas por el lado de la oferta y, por lo tanto, han sido incapaces de lograr la misma combinación de crecimiento fuerte junto con una inflación significativamente reducida. Si bien la inflación se acerca ahora al objetivo en la zona euro, eso se ha conseguido al precio de un estancamiento en 2023 y 2024, con una demanda exterior nula, una productividad débil y los efectos persistentes de la crisis energética frenando la actividad. Se espera que el crecimiento se mantenga por debajo de la tendencia el próximo año, ya que la disminución del comercio mundial representa un riesgo clave. Se espera que el Banco Central Europeo recorte las tasas por debajo del nivel neutral, hasta el 1.75%, a finales de 2025.

En China, los actores políticos aún tienen trabajo por hacer a pesar de su giro político coordinado a finales de 2024. El crecimiento debería repuntar en los próximos trimestres a medida que se relajen las condiciones de financiamiento y entren en vigor las medidas de estímulo fiscal. Sin embargo, se requieren medidas más decisivas y agresivas para superar la intensificación de los factores externos en contra,

problemas estructurales en el sector inmobiliario y la débil confianza tanto en el sector doméstico como en el empresarial. Mantenemos nuestra visión secular más débil que el consenso sobre el crecimiento chino y, por tanto, esperamos una mayor relajación monetaria y fiscal en 2025.

La era del dinero sólido sigue viva, con un nuevo punto de tensión emergente

Aunque los bancos centrales ahora están relajando la política monetaria, mantenemos nuestra opinión de que políticas de las tasas de interés se asentarán en niveles más altos que en la década de 2010. Este entorno sienta las bases para unos sólidos retornos del efectivo y la renta fija durante la próxima década, pero la visión de los capitales es más moderada. Este tema estructural se mantiene incluso en un escenario en el que los bancos centrales recorten brevemente las tasas por debajo del nivel neutral para amortiguar los vaivenes temporales del crecimiento. La era del dinero sólido –caracterizada por tasas de interés reales positivas– vive.

El desafío de la inversión es un creciente punto de tensión en los activos de riesgo entre el impulso y la sobrevaluación. Los activos con los fundamentos más sólidos tienen las valuaciones relativas más expandidas y viceversa. Los riesgos económicos y políticos para 2025 ayudarán a determinar si el impulso o las valuaciones dominan los retornos de la inversión en el próximo año.

La balanza de riesgos favorece a los bonos

Los mayores rendimientos iniciales han mejorado significativamente la relación riesgo-retorno en la renta fija. Los bonos siguen estando detrás. Durante la próxima década, esperamos un retorno anualizado de 4.3%-5.3% tanto para los bonos estadounidenses como para los mundiales no estadounidenses sin cobertura monetaria. Esta óptica refleja una normalización gradual de las políticas de tasas de interés y de las curvas de rendimiento, aunque persisten importantes riesgos a corto plazo.

Creemos que es probable que los rendimientos en toda la curva se mantengan por encima del 4% en los Estados Unidos. Un escenario en el que persistan los impulsos por el lado de la oferta será favorable para el crecimiento tendencial y, por lo tanto, para las tasas reales. Alternativamente, los riesgos emergentes relacionados con el comercio mundial y las políticas de inmigración también mantendrían las tasas altas debido al aumento de las expectativas de inflación. Estos

riesgos deben equilibrarse con la posibilidad de que un golpe al crecimiento, así como cualquier relajación monetaria asociada o “vuelo hacia un lugar seguro”, provoque una caída significativa de los rendimientos respecto a los niveles actuales.

Unos rendimientos iniciales más altos, que impliquen un “muro de cupones”, significan que los futuros retornos de los bonos están menos expuestos a modestos aumentos de los rendimientos. De hecho, para los inversionistas con el horizonte temporal necesario para ver cómo se recuperan los pagos de cupones, el alza en tasas de interés mejoraría sus retornos totales a pesar de cierto padecimiento a corto plazo. Seguimos creyendo que la renta fija desempeña un papel importante como contrapeso en las carteras a largo plazo. El mayor riesgo a la baja para los bonos también afecta a las acciones –es decir– un alza de las tasas a largo plazo debida a un gasto fiscal deficitario continuado o a la eliminación de los apoyos en el lado de la oferta. Estas son las dinámicas que supervisamos más de cerca.

Exuberancia racional o irracional: Sólo el tiempo lo dirá

En general, el capital estadounidense ha ofrecido fuertes retornos en los últimos años. 2024 no fue una excepción, ya que tanto el crecimiento de las ganancias como la relación precio/ganancias superaron las expectativas. La pregunta clave para los inversionistas es: “¿Qué pasará después?”. Desde nuestro punto de vista, las valuaciones en los Estados Unidos son elevadas pero no tan expandidas como implican las métricas tradicionales. A pesar del alza de las tasas de interés, muchas grandes empresas se aislaron del endurecimiento de la política monetaria asegurando con antelación costos de financiamiento bajos. Y lo que es más importante, el mercado se ha concentrado cada vez más en sectores orientados al crecimiento, como el tecnológico, que apoyan valuaciones más altas.

No obstante, la probabilidad de que nos encontremos en medio de un auge de la productividad que respalde las valuaciones, similar al de mediados de la década de 1990, debe equilibrarse con la posibilidad de que el entorno actual sea más cercano al de 1999. En este último escenario, una evolución económica negativa podría evidenciar la vulnerabilidad de las actuales valuaciones bursátiles.

Aunque la media de nuestras perspectivas de retorno en los Estados Unidos durante la próxima década parece conservadora, la gama de posibles resultados es amplia, y las valuaciones rara vez son una buena herramienta de cronometraje. En última instancia, las altas valuaciones de inicio arrastrarán a la baja los retornos a largo plazo. Pero la historia demuestra que, en ausencia de un golpe económico o de crecimiento de las ganancias, los retornos del mercado de capitales de los Estados Unidos pueden seguir desafiando la gravedad de su valuación a corto plazo.

Las valuaciones internacionales son más atractivas. Sospechamos que esto podría continuar, ya que es probable que estas economías sean las más expuestas a los crecientes riesgos económicos y políticos mundiales. Las diferencias en las relaciones precio/ganancias a largo plazo son el mayor motor de los retornos relativos a más de cinco años, pero el crecimiento económico y las utilidades importan más en horizontes más cortos. En los últimos años, el crecimiento persistentemente mediocre de las economías

y las ganancias fuera de los Estados Unidos mantuvo tibios los retornos internacionales en relación con el notable retorno del mercado estadounidense. Dentro de los mercados emergentes, China es la única razón por la que las valuaciones están por debajo de su valor razonable, pero los riesgos de las crecientes tensiones comerciales y el insuficiente estímulo fiscal en China implican factores adversos adicionales.

IMPORTANTE: Las proyecciones y demás información generada por el VCMM en relación con la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan los resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. La distribución de los resultados de retorno del VCMM derivan de 10,000 simulaciones para cada clase de activo modelada. Las áreas de simulación son del 8 de noviembre de 2024. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y en el transcurso del tiempo. Para más información, favor de consultar la página 23.

Sin rodeos: El ciclo de relajación mundial está en pleno apogeo

Tras dos años de marcados descensos de inflación en todos los mercados desarrollados, los bancos centrales se acercan por fin a sus objetivos de inflación del 2%. Confiados en que la inflación estaba bajo control y con perspectivas de crecimiento económico mundial estables, los actores políticos empezaron a bajar las tasas de interés. El ciclo mundial de relajación estará en pleno apogeo en 2025, a medida que los bancos centrales dejen de impulsar políticas monetarias restrictivas gradualmente.

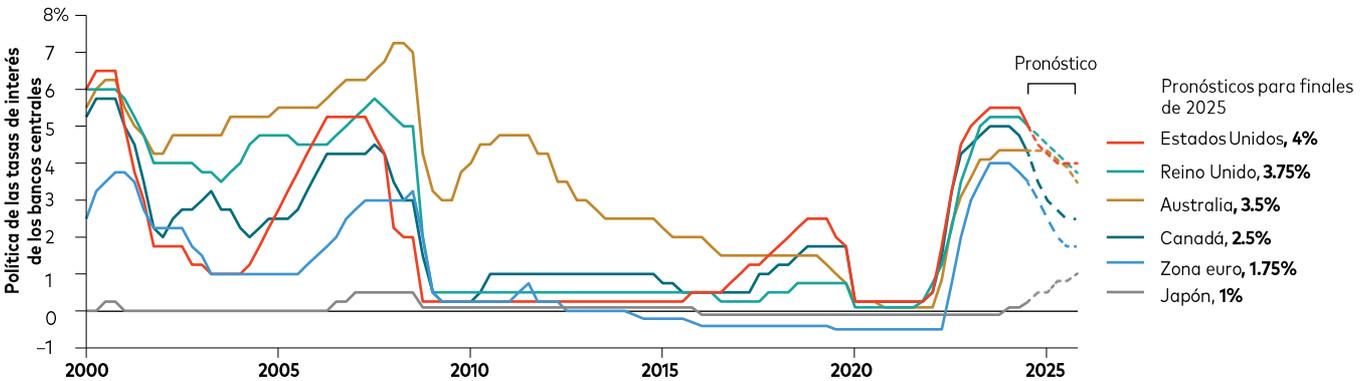
A pesar de los importantes progresos contra la inflación en Estados Unidos, esperamos que la inflación subyacente se mantenga por encima del 2% a lo largo de 2025 debido a la "estancada" inflación de la vivienda y los servicios. Lo más probable es que la Reserva Federal adopte una postura conservadora respecto a una mayor relajación monetaria. Nuestro punto de partida es que las políticas de las tasas de interés bajarán hasta el 4% a finales de año, pero los riesgos se inclinan hacia una reactivación de las presiones inflacionarias. Si la inflación repunta, la Fed tendría que desacelerar su ritmo de relajación o, potencialmente, invertir el rumbo.

En la zona euro, se logró un importante progreso en materia de inflación en 2023 y 2024, pero a costa del crecimiento económico. Siendo probable que el crecimiento se mantenga

por debajo de la tendencia el próximo año, esperamos que el Banco Central Europeo recorte las tasas por debajo del 2% a finales de 2025. La lucha de Australia contra una inflación persistente mantendrá probablemente las tasas elevadas hasta 2025, mientras que se espera que Canadá se deshaga rápidamente del alza de tasas para estimular un crecimiento en declive. En China, las medidas de estímulo pueden dar un impulso a corto plazo a la economía, pero se necesitarán medidas fiscales y monetarias estrictas para superar los factores estructurales adversos del crecimiento. Japón será probablemente una excepción, con un fortalecimiento de la economía que tiene el potencial de elevar las tasas hasta el 1% a finales de año.

Aunque los bancos centrales están relajando las políticas monetarias, consideramos que las políticas de las tasas de interés se ubicarán en niveles más altos que en la década de 2010. Este tema estructural se mantiene incluso si los bancos centrales recortan las tasas por debajo del nivel neutral a corto plazo para aliviar las preocupaciones temporales del crecimiento. La era del dinero sólido – caracterizada por tasas de interés reales positivas – perdurará, sentando las bases para sólidos retornos del efectivo y renta fija durante la próxima década.

La mayoría de las políticas de las tasas de interés probablemente se ubiquen más bajas pero por encima de la inflación



Notas: La gráfica muestra las tasas nominales de política monetaria de los bancos centrales para cada trimestre hasta el 4 de noviembre de 2024, así como los pronósticos a partir de entonces. La mayoría de los principales bancos centrales tienen tasas de inflación objetivo en torno al 2%.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de Macrobond, a 4 de noviembre de 2024.

Resiliencia económica de los Estados Unidos: Buena suerte en el lado de la oferta

La desinflación en Estados Unidos ha sido, hasta ahora, relativamente imperceptible. En los dos últimos años, la inflación anual ha caído del 6.7% al 2.1%.¹ Mientras tanto, la economía creció alrededor del 3% en 2023 y esperamos que crezca ligeramente por encima del 2% tanto en 2024 como en 2025. El mercado laboral se ha relajado solo un poco.

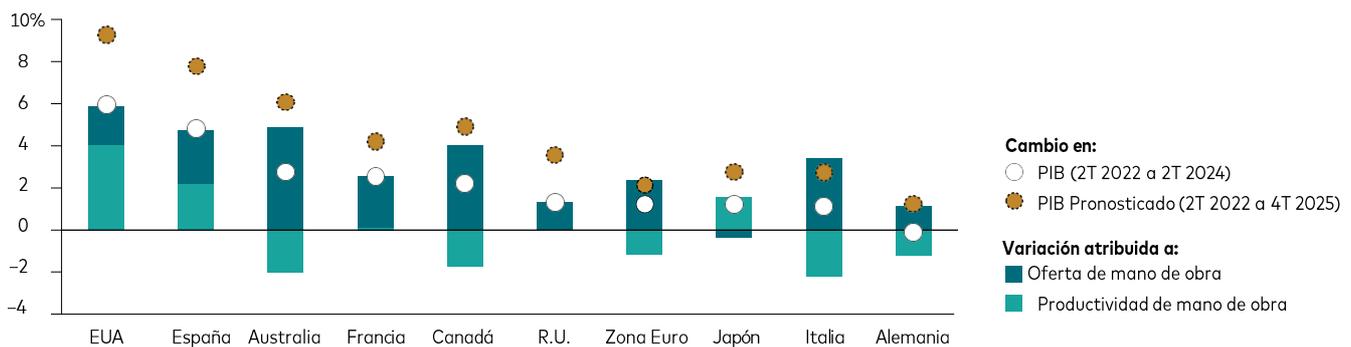
Esta resiliencia se ha debido principalmente al desarrollo positivo del lado de la oferta, que incluye un fuerte crecimiento de la productividad y un aumento de la mano de obra disponible. Entre el segundo trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2024, la productividad aumentó un 4% y la oferta de mano de obra creció un 1.8%.² Esta buena suerte por el lado de la oferta explica tanto el fuerte avance de la inflación como el efecto atenuado de la política monetaria restrictiva sobre el crecimiento.

Como ilustra la gráfica, otras economías avanzadas han tenido menos suerte. Aunque la mayoría de los países han registrado un fuerte crecimiento de la oferta de mano de obra en los dos últimos años, el crecimiento de la productividad ha sido muy débil, particularmente en Australia, Canadá, Italia y Alemania. Una excepción es España, que ha registrado un fuerte crecimiento de la productividad.

Tres razones podrían explicar esta divergencia de productividad entre Estados Unidos y otras economías avanzadas. Primero, Estados Unidos tuvo un repunte en la creación de nuevas empresas durante la pandemia, especialmente en los sectores de alta tecnología, impulsando así la innovación. Segundo, aunque Estados Unidos experimentó un repunte del desempleo relacionado con la pandemia, también experimentó un rápido retorno a la tendencia a medida que los trabajadores se reubicaban a empleos más productivos. En otras economías, los despidos impidieron reubicaciones que habrían mejorado la productividad. Finalmente, la política fiscal expansiva de los Estados Unidos ayudó a impulsar la productividad en sectores específicos como los semiconductores y las tecnologías de la información, mientras que la política fiscal fue menos expansiva en otros lugares.

Aunque estos motores positivos del crecimiento de Estados Unidos por el lado de la oferta pueden continuar en 2025, los riesgos políticos emergentes, tales como la aplicación de tarifas arancelarias y políticas de inmigración más estrictas, pueden actuar como contrapesos de los impactos negativos de la oferta, al tiempo que aumentan las presiones inflacionarias.

Variación acumulada del PIB desde el segundo trimestre de 2022



Notas: Las barras muestran la variación acumulada de la oferta de mano de obra (medida por las horas trabajadas) y de la productividad de la mano de obra (medida por el resultado por hora trabajada) entre el 2T 2022 y el 2T 2024. Los puntos blancos muestran la variación acumulada del PIB de cada economía entre el 2T 2022 y el 2T 2024. Los puntos marrones muestran la variación acumulada pronosticada en el PIB de cada economía entre el 2T 2022 y el 4T de 2025.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, Eurostat, la Oficina de Estadísticas de Australia, Estadísticas de Canadá, el Instituto de Investigación Económica y Social (Japón), la Oficina de Estadísticas Nacionales, el Banco Central Europeo, la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y CEIC, al 30 de octubre de 2024.

1 Medido por el índice de precios del Gasto en Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), a 30 de septiembre de 2024.

2 Medido por el total de horas trabajadas.

Lecciones de la historia: Precaución con las sorpresas del lado de la oferta

Históricamente, las economías han enfrentado períodos turbulentos tras los ciclos de endurecimiento monetario y muchos de ellos han terminado en recesiones económicas.³ Aunque las medidas de política monetaria y las turbulencias externas –ya sean acontecimientos geopolíticos o guerras– influyeron significativamente en esas condiciones, no pueden pasarse por alto los cambios inesperados en el lado de la oferta de una economía. Estas “sorpresas del lado de la oferta” a menudo han tomado por sorpresa a los actores políticos debido al desafío que supone medir esos cambios en tiempo real.

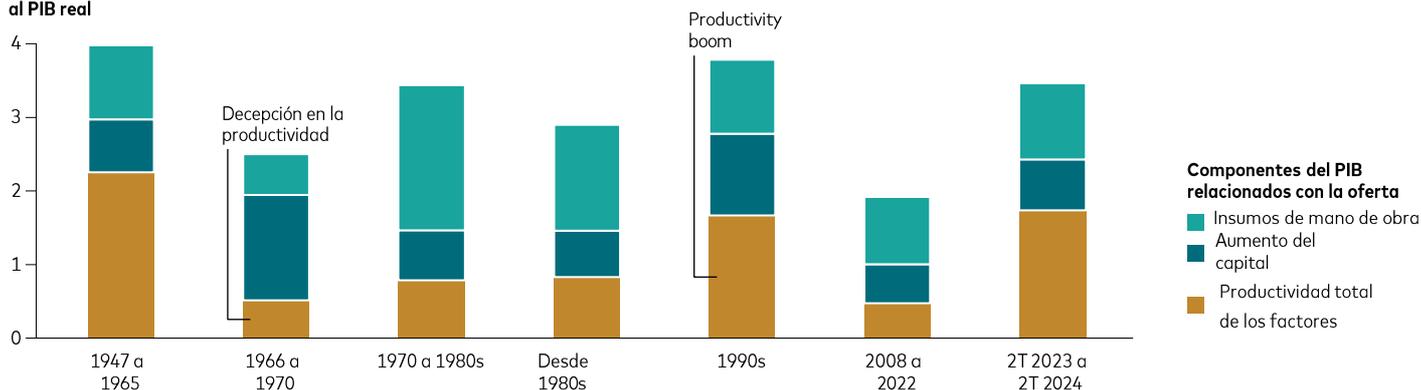
A finales de la década de 1960, por ejemplo, la Reserva Federal se encontró con desafíos al iniciar un ciclo de relajación. Cuando desaparecieron las condiciones favorables para la productividad, una economía en crecimiento experimentó un repunte de la inflación. Esto llevó a la Fed a subir de nuevo las tasas de forma agresiva, lo que contribuyó a una dolorosa recesión. El elemento sorpresa de un lado de la oferta cambió complicó la capacidad de la Fed para lograr un crecimiento continuo sin una inflación acelerada.

Sin embargo, los últimos años de la década de 1990 representaron el ejemplo clásico de un “aterrizaje relajado” exitoso.⁴ A pesar de cierta debilidad inicial cuando la Fed empezó a subir las tasas de interés a finales de 1993, los aumentos de productividad – impulsados particularmente por los avances tecnológicos– empezaron a acelerarse y ayudaron a amortiguar la economía. Este aumento de la productividad permitió a la Fed mantener unas tasas de interés más altas sin estancar el crecimiento económico ni nutrir la inflación. En última instancia, la Fed reconoció las condiciones favorables por el lado de la oferta y condujo a la economía a través de un crecimiento continuo con una inflación baja.

En los dos últimos años, la economía de Estados Unidos ha logrado un equilibrio favorable de fuerte crecimiento, bajo desempleo y enfriamiento de la inflación. Atribuimos estas condiciones a la reciente dinámica favorable de la oferta, que incluye un aumento tanto de la productividad como de la mano de obra disponible. Como en episodios anteriores, la forma en que evolucionen estas condiciones a partir de ahora –así como la capacidad de los responsables políticos para reconocerlas– desempeñará un papel decisivo en la trayectoria de la economía en 2025.

Las fuerzas de la oferta han impulsado gran parte de la economía de Estados Unidos a través de los ciclos económicos

Contribución porcentual al PIB real



Notas: Todas las variables son cambios porcentuales a una tasa anual. El insumo de mano de obra es el tiempo que las personas dedican a trabajar para producir bienes y servicios. El aumento del capital es la relación entre el capital y la mano de obra. La productividad total de los factores es la relación entre la producción total y los insumos totales.

Sources: Cálculos de Vanguard, utilizando datos del Banco de la Reserva Federal de San Francisco, al 30 de junio de 2024.

3 Alan S. Blinder. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, Invierno 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.

4 Philip N. Jefferson. *Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect*. Banco de Pagos Internacionales, 22 de febrero de 2023. bis.org/review/r240223a.htm.

Inteligencia artificial: Potencial transformador, sin embargo, 2025 es demasiado pronto para un crecimiento significativo de la productividad

El entusiasmo en torno a la inteligencia artificial (IA) y su potencial para transformar la economía mundial está garantizado, pero su adopción a gran escala no se producirá de la noche a la mañana. Cuando surgen nuevas tecnologías, las empresas pueden tardar años, a veces décadas, en encontrar aplicaciones comerciales rentables para ellas y ver mejorada su productividad. Si bien esperamos que la adopción de la IA sea relativamente más rápida que innovaciones anteriores (un rasgo común de las tecnologías digitales), es probable que el crecimiento significativo de la productividad derivado de la utilización de la IA no se produzca hasta finales de la década de 2020, incluso en nuestro escenario más optimista.

Aunque existe una incertidumbre considerable al predecir cómo evolucionarán la tecnología y las actitudes sociales hacia la IA en los próximos años, estimamos que en las economías desarrolladas, aproximadamente el 30% de las horas de trabajo actuales se dedican a tareas que serán realizadas por la IA dentro de 20 años. Contrario a los temores distópicos, esto no causará un 30% de desempleo pues muchas de estas horas de trabajo se reasignarán a otras tareas menos sensibles a la IA.

Las curvas de adopción de la IA y su importancia económica variarán según el país, pero los primeros indicadores sugieren una ventaja sustancial de Estados Unidos como pionero, la cual los mercados financieros han notado. Con base en nuestra estimación del desplazamiento de tareas de la IA, esperamos que la economía de Estados Unidos crezca a una tasa real del 3.1% entre 2028 y 2040, con casi la mitad de ese crecimiento atribuible a la IA. En un escenario menos optimista, en el que las tecnologías de la IA sólo mejoraran marginalmente respecto a las capacidades actuales, los beneficios serían insuficientes para superar los crecientes déficits gubernamentales y el crecimiento económico sería de alrededor del 1% anual.

Estados Unidos encabeza en IA

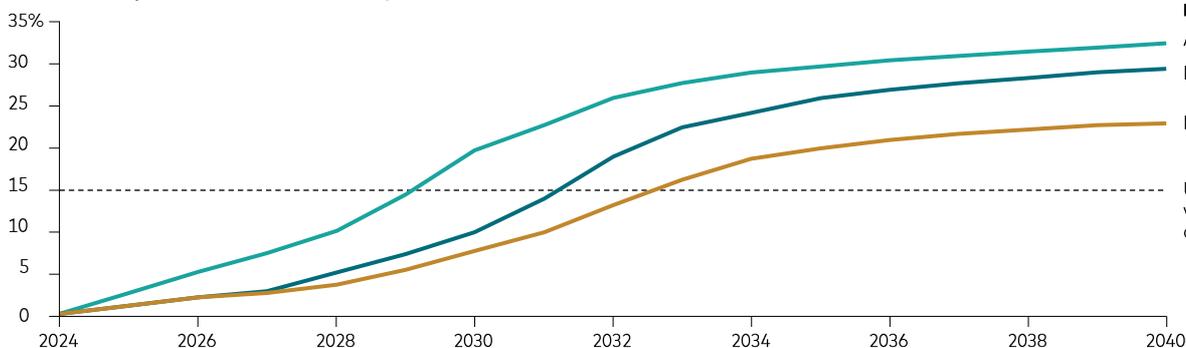


Notas: La gráfica muestra la inversión privada en IA para 2023 e incluye sólo las empresas que recibieron más de \$1.5 millones de dólares de inversión. Es probable que los datos infravaloren la inversión mundial en IA, ya que únicamente reflejan las operaciones de capital privado.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de Our World in Data, el Informe sobre el Índice de IA 2024 de la Universidad de Stanford y la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, al 31 de diciembre de 2023.

Un crecimiento de la IA en 2025 requeriría una adopción comercial rápida

Desplazamiento de tareas por la IA
(Horas de trabajo brutas ahorradas con la adopción de la IA)



Impacto de la IA en el crecimiento anual de la productividad

Alza: **0.9%**

Línea base: **0.7%**

Baja: **0.2%**

Umbral de aumento visible de la productividad de la IA

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de O*NET, la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y la Oficina Presupuestaria del Congreso, al 30 de junio de 2024.

Estados Unidos: Resiliencia y recalibración

La Reserva Federal comenzó a relajar las tasas de interés por primera vez en este ciclo en su reunión de septiembre de 2024, reconociendo el progreso hacia el restablecimiento de la estabilidad de Precios. De hecho, la economía de Estados Unidos ha logrado un equilibrio favorable de fuerte crecimiento del PIB, bajo desempleo y enfriamiento de la inflación. Atribuimos esta confluencia a la reciente dinámica de la oferta –crecimiento de la mano de obra y de la productividad– que ha configurado el panorama económico en los dos últimos años. De cara al futuro, estas condiciones, junto con un entorno político cambiante, requerirán que la Fed recalibre sus expectativas actuales respecto hasta qué punto necesita o puede relajar la política de las tasas de interés.

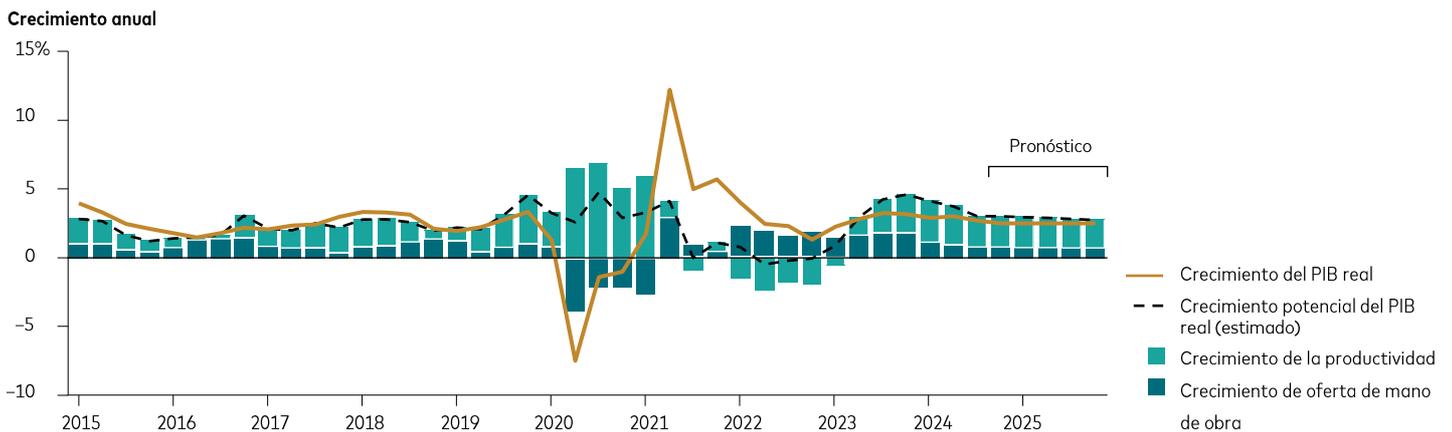
Prevedemos que el impulso del crecimiento seguirá siendo sólido en 2025, apoyado por una política monetaria menos restrictiva, así como por los continuos impulsos de la productividad que han aumentado nuestra estimación del crecimiento potencial. Pronosticamos un crecimiento del PIB del 2.1%, lo que refleja un modesto obstáculo derivado de posibles cambios en las políticas comerciales y de inmigración.

La dinámica de la oferta de mano de obra, especialmente la política de inmigración, será un factor clave que influirá en la trayectoria del mercado laboral de Estados Unidos en 2025. Los sólidos cimientos macroeconómicos, el envejecimiento de la mano de obra nacional y las políticas de inmigración más estrictas podrían contribuir a un mercado laboral potencialmente más tenso. A pesar de que la contratación ha disminuido en los últimos meses, prevemos que la tasa de desempleo se mantendrá en el rango bajo del 4%. Una franca disminución de la mano de obra disponible es un riesgo que podría reavivar la inflación salarial en los sectores de los servicios y la construcción.

Esperamos que la inflación subyacente se mantenga cerca del 2.5% en 2025, por encima del objetivo del 2% de la Fed, debido al fuerte impulso económico aunado a los efectos potencialmente inflacionistas de las nuevas políticas de inmigración y comerciales.

En respuesta, la Fed tendrá que ajustarse a esas políticas y recalibrarse ante la probabilidad de que una política de tasa neutral se sitúe por encima de su supuesto actual del 2.9%. Esperamos una reacción más cautelosa en 2025, con la tasa de la política manteniéndose en o por encima del 4% a finales de año.

El crecimiento de la productividad probablemente mantendrá a Estados Unidos fuerte



Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, al 30 de septiembre de 2024.

Zona euro: La política de la tasa de interés debe situarse por debajo de neutral para apoyar la economía

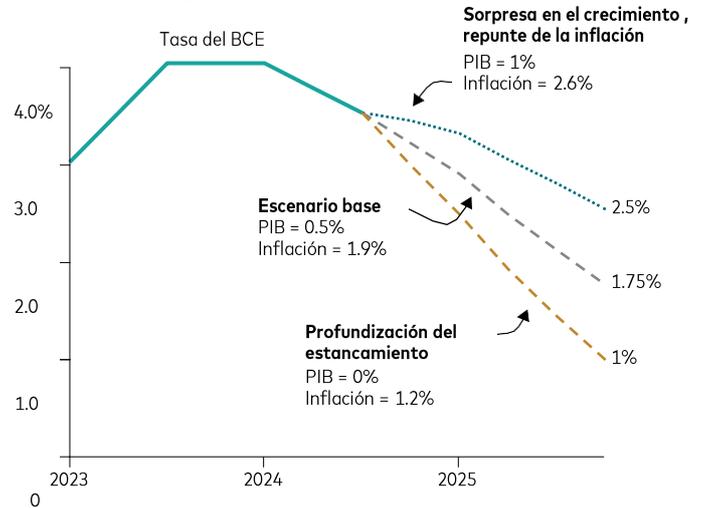
La zona euro experimentó una modesta recuperación en 2024, tras un año de estancamiento en 2023. Sin embargo, las preocupaciones por el crecimiento siguen siendo elevadas. La industria manufacturera continúa enfrentando factores adversos debido a los efectos persistentes de la crisis energética y al debilitamiento de la demanda exterior. El sector servicios también se está desacelerando debido a las políticas fiscales y monetarias restrictivas. Esperamos que la zona euro siga experimentando crecimiento por debajo de la tendencia, con una desaceleración en el comercio mundial que representa un riesgo clave.

La desinflación ha sido fuerte y rápida. Desde que alcanzara un máximo del 10.6% en octubre de 2022, la inflación anual ha caído más de 8 puntos porcentuales, ubicándose en el 2.0% en octubre de 2024. La inflación subyacente continúa ligeramente elevada debido al componente de los servicios, que tienen una evolución más lenta. Pero con un crecimiento flojo que continuará el próximo año, esperamos que tanto la inflación general como la subyacente terminen el 2025 por debajo del 2%.

El Banco Central Europeo (BCE) continuará con su política de relajación. Prevemos que la política de tasas de interés se ubique por debajo del neutral en 2025 y termine el año en el 1.75%. Los riesgos para estas perspectivas están sesgados a la baja. Una marcada intensificación de las tensiones comerciales y una desaceleración significativa del crecimiento mundial resultarían probablemente en una política monetaria más expansiva.

Dando un paso atrás, el crecimiento de la zona euro en 2023 y 2024 ha encontrado complicaciones principalmente debido a un crecimiento muy débil de la productividad. Encontrar la manera de rejuvenecer la productividad es vital para las perspectivas a largo plazo. Los avances en la inteligencia artificial y el deseo declarado de los gobiernos de reducir la burocracia son alentadores. En 2025 y 2026, anticipamos una modesta recuperación del crecimiento de la productividad y una moderación del crecimiento de las horas trabajadas.

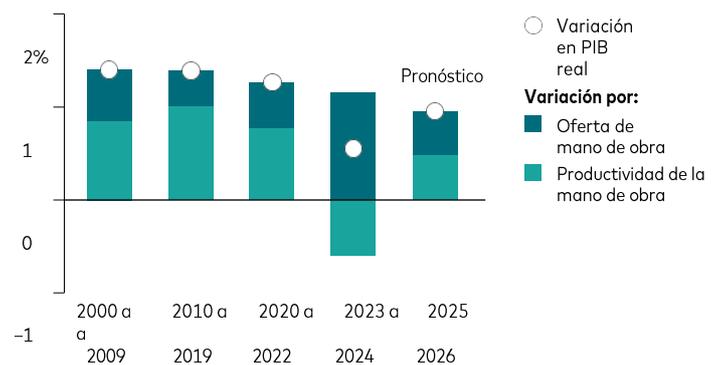
La política de la tasa de interés del BCE bajará, pero ¿por cuánto?



Notas: La gráfica muestra la política de la tasa de interés del BCE al final de cada trimestre hasta septiembre de 2024, posteriormente, su trayectoria pronosticada hasta finales de 2025 bajo tres escenarios: nuestro escenario base, una sorpresa a la baja y una sorpresa al alza. El PIB se refiere al crecimiento anual del PIB para 2025 y la inflación se refiere a la inflación subyacente a finales de 2025.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos del BCE, al 30 de septiembre de 2024.

El descenso de la productividad en la mano de obra fue un dragón en crecimiento en los últimos años



Notas: La gráfica muestra el crecimiento promedio anualizado del PIB real, la productividad laboral (medida como resultado por hora trabajada) y la oferta de mano de obra (medida como horas trabajadas) para diferentes periodos. Se utilizaron proyecciones para los periodos posteriores al 3T de 2024.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de Eurostat y del BCE, al 30 de septiembre de 2024.

Reino Unido:

La relajación fiscal reactivará el crecimiento en 2025

Tras un final deslucido en 2023, la economía del R.U. se recuperó en 2024. Sin embargo, el crecimiento ha sido poco inspirador. A diferencia de Estados Unidos, las fuerzas de la oferta en el R.U., en particular la productividad, han sido débiles.

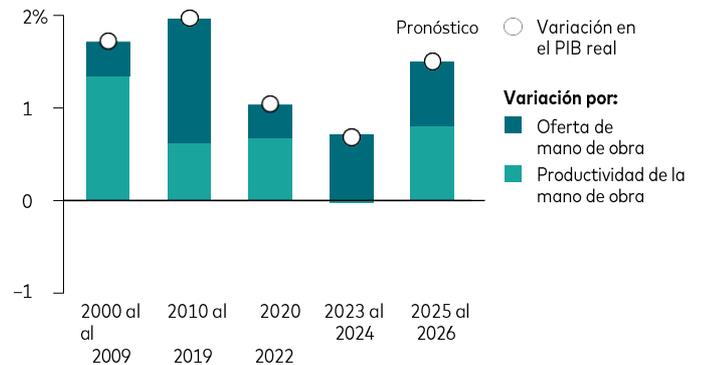
En 2025, se espera que el crecimiento del R.U. se acelere por encima de su potencial, guiado por el estímulo fiscal. El Presupuesto de otoño anunciado en octubre de 2024 representó el mayor evento de relajación fiscal en décadas, a excepción de la pandemia del COVID-19, esperándose que gran parte del gasto se realice en 2025 y 2026. Esta relajación se produce a pesar de que los impuestos también han aumentado significativamente. La proporción de la función del gobierno en la economía está aumentando.

Entretanto, se han hecho grandes progresos con la inflación. La inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y la energía, bajó de una tasa anual del 7.1% en mayo de 2023 al 3.3% en octubre de 2024. Esperamos que el progreso sea más lento en 2025. La inflación de los servicios sigue siendo elevada y más obstinada, y la relajación fiscal apoyará la demanda. La intensificación de las tensiones comerciales mundiales también supone un riesgo para la inflación. Prevemos que la inflación subyacente se sitúe en torno al 2.4% a finales de año.

El Banco de Inglaterra continuará bajando las tasas de interés en 2025, pero a un ritmo gradual. Esperamos que la política de la tasa de interés termine el 2025 en el 3.75%, todavía por encima de nuestra estimación de neutral.

En los próximos dos años, esperamos que el crecimiento de la productividad se recupere a un ritmo similar al promedio desde 2010, apoyado por la inversión pública adicional anunciada en el presupuesto de otoño. Sin embargo, esto seguiría siendo inferior al crecimiento de la productividad registrado en la década del 2000. Se espera que el crecimiento de la oferta de mano de obra en 2025 y 2026 se mantenga en lo general similar a las cifras de 2023 y 2024.

El estancamiento de la productividad de la mano de obra inhibió el crecimiento en años recientes



Notas: La gráfica muestra el crecimiento promedio anualizado del PIB real, la productividad laboral (medida como resultado por hora trabajada) y la oferta de mano de obra (medida como horas trabajadas) para diferentes períodos. Se utilizaron proyecciones para los períodos posteriores al 3T de 2024.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de Bloomberg y de la Oficina de Estadísticas Nacionales, al 30 de septiembre de 2024.

China: Más trabajo por hacer tras un giro político

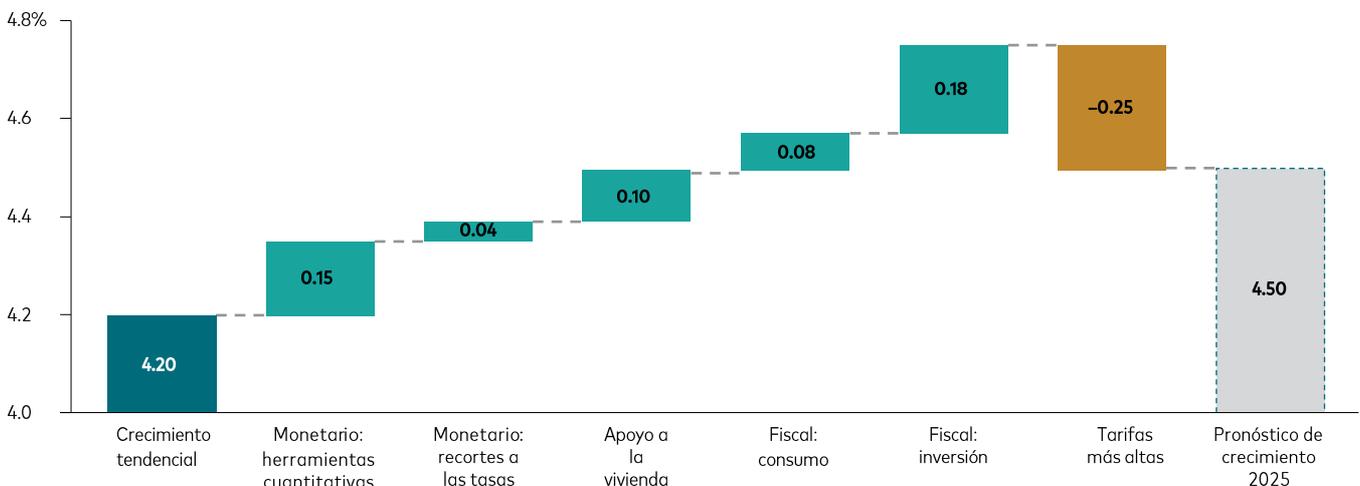
A pesar de la resistencia de las actividades de manufactura y exportación chinas, la moderación de la demanda interna provocó un giro político coordinado a finales de 2024, que abarcó la relajación monetaria y un agresivo programa de resolución de la deuda de los gobiernos locales. Aunque estas medidas impulsan el sentimiento y mitigan los riesgos para el crecimiento y la estabilidad financiera, será necesario un impulso fiscal más decisivo para lograr una recuperación significativa de la confianza y el gasto privados.

Aunque el impulso del crecimiento a corto plazo puede mejorar, prevemos que el crecimiento del PIB en todo el año se desacelere hasta el 4.5% en 2025 en medio de persistentes factores adversos estructurales y externos, como la prolongada desaceleración del sector de la vivienda, la profundización de los desequilibrios entre la oferta y la demanda, así como el desarrollo del comercio mundial. Esperamos que el alza escalonada de las tarifas arancelarias en Estados Unidos tenga un impacto negativo moderado en el crecimiento, en comparación con el impacto de las tarifas arancelarias en 2018 y 2019. Anticipamos que los factores políticos podrían responder con un estímulo más amplio para amortiguar el riesgo a la baja.

Se espera que una mayor relajación monetaria, incluidos los recortes de las tasas de interés y del coeficiente de reservas obligatorias (RRR, por sus siglas en inglés), contrarreste la persistente presión deflacionista. Aunque observamos un modesto impulso inflacionista por la depreciación de la moneda ante el aumento de las tarifas arancelarias, la magnitud es limitada. En cambio, el apoyo político centrado hasta ahora en la oferta ha reforzado el bucle de retroalimentación negativa entre la debilidad de la demanda y los bajos precios, ampliando la brecha entre crecimiento real y nominal. Así, tanto la magnitud como la composición (es decir, mayor apoyo a los consumidores) del estímulo político son fundamentales para romper el ciclo.

No obstante lo anterior, el estímulo cíclico no es suficiente sin reformas estructurales, dado el descenso del crecimiento tendencial. Contrario a la trayectoria de tasas de interés "más altas durante más tiempo" de la mayoría de los bancos centrales de los mercados desarrollados, es probable que en China se mantengan "más bajas durante más tiempo" en los próximos años.

La política de estímulo de China se verá parcialmente compensada por el alza de tarifas arancelarias



Notas: La gráfica muestra el impacto previsto de cada estímulo político sobre el crecimiento del PIB en 2025. Las herramientas monetarias cuantitativas incluyen el RRR y otros instrumentos de facilidad de liquidez dirigida. El estímulo fiscal al consumo y la inversión incluye herramientas fiscales como la emisión selectiva de bonos del gobierno local.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de la Secretaría de Finanzas, el Banco Popular de China y CEIC, al 12 de noviembre de 2024.

Japón: El Banco de Japón continuará su ciclo de alzas graduales

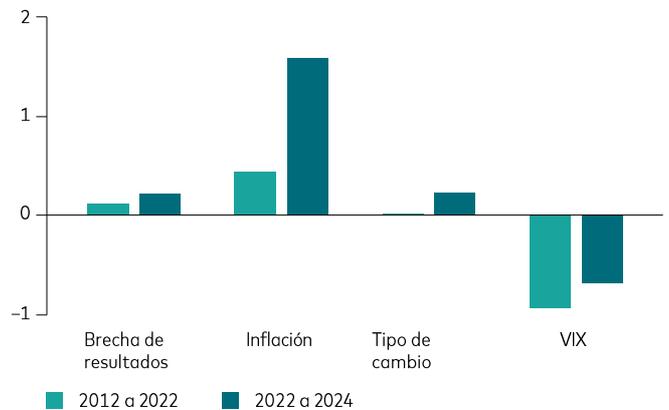
En 2024, en medio de una persistente presión inflacionaria, el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) subió las tasas de interés por primera vez en 18 años. En 2025, esperamos que el BoJ siga normalizando gradualmente la política monetaria, a medida que se recupere la actividad económica y se mantenga el impulso de la inflación.

También esperamos que la economía de Japón recupere una tasa de crecimiento superior al 1% en 2025, cambiando el motor de las exportaciones a un repunte de la demanda nacional. Los riesgos de la economía mundial pueden aumentar la incertidumbre, con posibles tarifas arancelarias por parte de Estados Unidos que contrarresten la política de estímulo de China, aunque es probable que el impacto global para Japón sea limitado.

En cuanto a la inflación, el crecimiento constante de los salarios gracias a las fuertes utilidades empresariales y a la escasez estructural de mano de obra apoyará probablemente una recuperación del consumo nacional y mantendrá la inflación subyacente robusta alrededor del 2% en 2025. Más importante, el círculo virtuoso de los salarios y la inflación seguirá fortaleciéndose –una evolución positiva tras décadas de estancamiento económico y de los mercados– lo que podría justificar nuevas alzas de las tasas del BoJ.

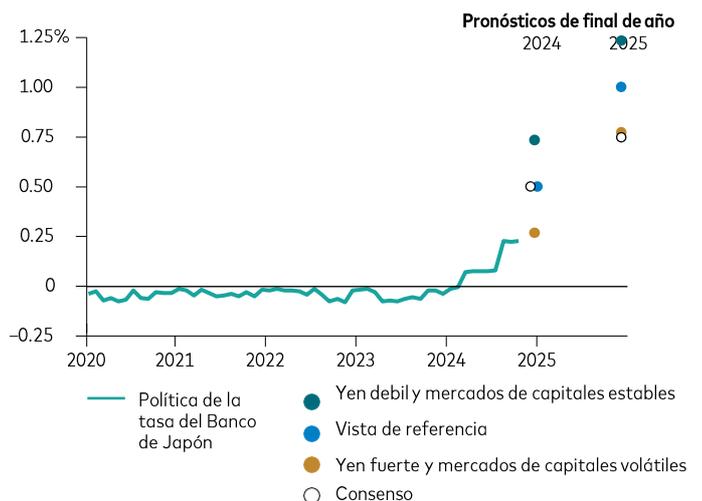
Por lo anterior, esperamos que el BoJ se embarque en un ciclo de alzas de tasas, con un aumento de la política de la tasa de interés hasta el 1% a finales de 2025. Sin embargo, esperamos que el ritmo de las alzas de tasas sea gradual dadas las preocupaciones sobre el yen y la estabilidad del mercado de capitales. La evolución del comercio mundial también puede incitar al BoJ a proceder con cautela. Por otro lado, un ritmo de relajación de la Reserva Federal únicamente suave debilitaría al yen, dando al BoJ más convicción para subir las tasas. En resumen, el riesgo se inclina a la baja, y es probable que el BoJ ejerza una política prudente con condiciones de acomodación financiera durante un periodo prolongado.

El BoJ se ha vuelto más sensible a la inflación después de Abenomics



Notas: La gráfica muestra la estimación de Vanguard de la regla de Taylor aumentada, que incorpora los tipos de cambio y la volatilidad del mercado de capitales, así como las medidas tradicionales de la regla de Taylor de crecimiento económico e inflación. El eje 'y' representa los grados en los que estimamos que variables específicas, representadas en el eje 'x', han sido importantes para el BoJ a la hora de fijar las tasas según la regla de Taylor, una ecuación introducida por el economista John Taylor en 1993. Los valores del eje 'y' son los coeficientes de la regla de Taylor. El Índice de Volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago (VIX) se utiliza como sustituto de la volatilidad del mercado de capitales. La brecha de resultado es la diferencia entre el crecimiento real y el potencial. El periodo de Abenomics (cuando las políticas de Shinzo Abe, cuyo segundo mandato como primer ministro se extendió de 2012 a 2020 estaban en vigor) va del 1T de 2012 al 1T de 2022; el periodo posterior a Abenomics va del 2T de 2022 al 2T de 2024. Para consultar las fuentes, véase la línea de fuentes bajo la siguiente gráfica.

El yen y los mercados de capitales también determinarán la política de la tasa de interés



Notas: La gráfica muestra las políticas de las tasas de interés del BoJ hasta octubre de 2024 y, posteriormente, nuestras proyecciones para finales de 2024 y finales de 2025 bajo tres escenarios: nuestra vista de referencia, un entorno con un yen débil y mercados de capitales estables, y un entorno con un yen fuerte y mercados volátiles. También se muestran las proyecciones de consenso de los mercados financieros.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de la Oficina de Estadísticas de Japón, el Banco de Japón y CEIC, al 31 de octubre de 2024. Las opiniones de consenso proceden de Bloomberg, al 11 de noviembre de 2024.

Mercados emergentes: Las elevadas tasas reales continuarán restringiendo el crecimiento

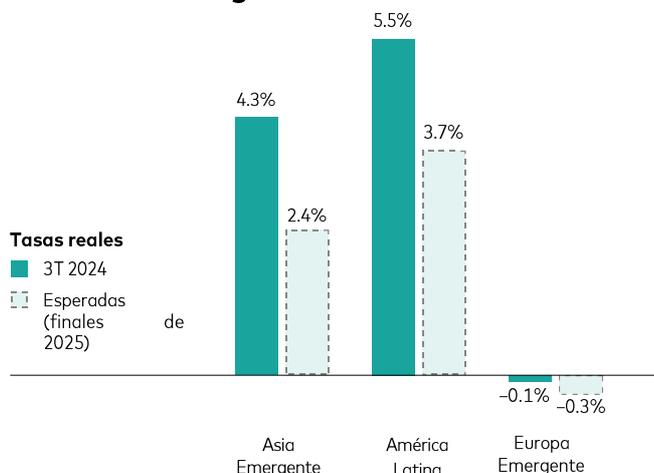
En muchos mercados emergentes, la adopción de políticas proactivas ha derivado en avances significativos en la reducción de la inflación. De hecho, la mayoría de los bancos centrales de estos mercados se sintieron lo suficientemente cómodos como para empezar a relajar la política desde niveles restrictivos antes de que lo hicieran sus contrapartes de mercados desarrollados. Esto se debió en parte a que las elevadas tasas reales restringieron la actividad económica en 2024.

En 2025, esperamos que el ciclo de relajación en los mercados emergentes continúe y se amplíe. Pero las tasas seguirán en territorio restrictivo y, por ello, seguirán frenando el crecimiento. Esperamos que el crecimiento total de los mercados emergentes se ubique alrededor del 4% en 2025, en armonía con el crecimiento registrado en 2024, pero la posible escalada de las tensiones comerciales mundiales presenta un riesgo a la baja. Con la Reserva Federal y otros bancos centrales en mercados desarrollados relajando ahora también su política monetaria, el diferencial de tasas respecto a los mercados desarrollados debería reducirse. Este desarrollo disminuiría las preocupaciones de muchos bancos centrales de los mercados emergentes por la depreciación de las Divisas y los flujos de capital.

En las economías emergentes de Asia, la inflación se ha mantenido en general cerca o por debajo del objetivo. Los riesgos deflacionistas aumentan en China. La mayoría de los bancos centrales de Asia emergente están relajando la política monetaria y esperamos una inflación ligeramente superior en esta región. Somos más favorables sobre las perspectivas de la India, Filipinas e Indonesia, donde esperamos un crecimiento promedio alrededor del 5% en 2025.

En América Latina persisten las presiones inflacionarias y se prevé que la inflación de los servicios se mantenga por encima de los objetivos de los bancos centrales en 2025. Esto se debe principalmente al crecimiento aún elevado de los salarios. Una política monetaria más relajada debería mantener el crecimiento estable entre el 2% y el 2.5% en 2025. Se espera que la política fiscal procíclica de Brasil continúe impulsando la economía, mientras que las tasas de interés restrictivas y la incertidumbre política relacionada con Estados Unidos nos hacen ser más pesimistas respecto a México. Por último, en Europa emergente, el descenso de los precios de las materias primas debería contribuir a que la inflación alcance el objetivo en 2025. Esperamos un crecimiento inferior a la tendencia, en torno al 2.5%.

Las tasas de interés reales probablemente caerán en todos los mercados emergentes



Nota: La tasa real se calcula como una política de tasa ponderada por el PIB menos la tasa interanual del IPC ponderada por el PIB.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, utilizando datos de Refinitiv, al 30 de septiembre de 2024.

Perspectivas económicas menos ciertas en México

Como esperábamos hace un año, el crecimiento de México ha empezado a desacelerarse partiendo de un crecimiento por encima de la tendencia. El gasto en consumo se ha visto afectado moderadamente por tasas de interés restrictivas, mientras que el comercio neto también ha contribuido negativamente al crecimiento. La brecha de resultados ha continuado negativa y se espera que el crecimiento se mantenga por debajo de la tendencia en 2025 (gráfica). Esperamos que el crecimiento del PIB se ubique alrededor del 1.25-1.75%.

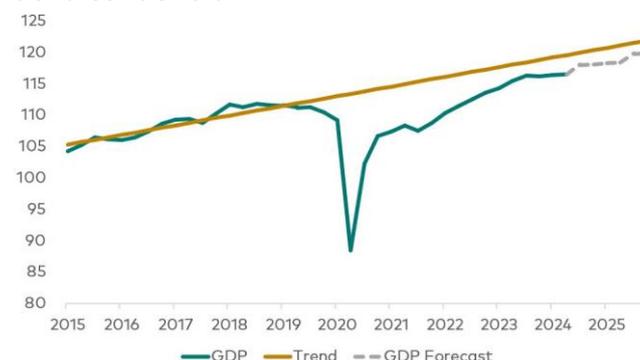
Los riesgos a la baja siguen siendo elevados debido a las tasas de interés restrictivas, la consolidación fiscal, una mayor incertidumbre política (debido a las posibles reformas constitucionales que podrían tener un impacto negativo en la inversión) y los posibles cambios en la política comercial de los Estados Unidos debido a la nueva administración. Estados Unidos es un importante socio comercial para México y la demanda estadounidense impulsa las exportaciones mexicanas.

La desaceleración de la inflación subyacente ha progresado conforme a nuestras expectativas en 2024, sin perjuicio de que la inflación de los servicios sigue siendo elevada y se ubica cerca del rango superior de Banxico del 2-4%. La inflación general sigue siendo elevada, impulsada por el aumento de los precios de los alimentos y la energía. Seguimos previendo que será difícil continuar progresando en la reducción de la inflación, considerando que el mercado laboral se mantiene tenso y el consumo resistente. Esperamos que la inflación general se ubique en un 4-4.25% y la subyacente en un 3.25-3.5% a finales de 2025.

Satisfecho con el progreso de la inflación, Banxico ha cambiado su enfoque hacia la conservación del crecimiento económico. Con la tasa de política volviéndose más restrictiva a medida que la inflación se desaceleraba, Banxico inició su ciclo de relajación recortando la tasa de política 25bps en marzo. Esperamos que el ciclo de relajación continúe hasta 2025 con unos recortes de entre 200 y 225bps que dejarán la tasa de política monetaria en un rango de entre 8-8.25% a finales de 2025.

Dadas nuestras expectativas para la tasa de política monetaria y la inflación, esperamos que la tasa de interés real disminuya alrededor de 150 puntos básicos (de 600bps en octubre de 2024 a 450bps a finales de 2025). El descenso de la tasa real y la reducción del diferencial de interés con Estados Unidos (se espera que la Fed recorte las tasas de interés hasta el 4% en 2025) podrían conducir a una mayor depreciación del peso hasta un rango de 20.75-21.75 por dólar.

El crecimiento de México seguirá por debajo de la tendencia



Notas: El PIB está indexado a 100 en el cuarto trimestre de 2012 (no se muestra). La línea de tendencia prepandémica se basa en los datos de 2015 a 2019.

Fuentes: Cálculos de Vanguard utilizando datos de Refinitiv al 30 de junio de 2024 y pronósticos de Vanguard posteriormente.

El desempeño superior de Estados Unidos se basa en el crecimiento de las ganancias

Durante la última década, los capitales de Estados Unidos han ofrecido un asombroso retorno anualizado del 12.8%, muy superior a los capitales internacionales (5.7% en USD; 7.6% en moneda local). Aunque la expansión de las valuaciones y el sector tecnológico han atraído la atención en Estados Unidos, el crecimiento general de las ganancias (impulsado principalmente por los ingresos) ha sido mayormente responsable del rendimiento superior de Estados Unidos. Por el contrario, los mercados desarrollados fuera de Estados Unidos han tenido un crecimiento de ganancias estancado, en parte debido a las brechas de resultados negativas desde 2010. La tecnología no estadounidense ha sido un punto brillante, pero su menor peso en el índice (13% contra 32% en Estados Unidos) ha menguado los rendimientos.

Históricamente, las rotaciones de los rendimientos superiores de Estados Unidos a los internacionales han coincidido con contracciones de las Ganancias estadounidenses. Los mercados internacionales obtuvieron resultados superiores en seis de los ocho periodos desde 1980 en los que las ganancias interanuales de Estados Unidos disminuyeron sustancialmente.

Valuaciones expandidas: Un obstáculo a largo plazo

Esta es la trampa: Replicar los rendimientos espectaculares de la última década no es tarea fácil: requeriría crecimiento sin precedentes de las ganancias o valuaciones históricamente altas. Pero el horizonte temporal

importa. A corto plazo, nuestro análisis sugiere que si el crecimiento económico y las ganancias se mantienen, los capitales de Estados Unidos podrían mantener valuaciones elevadas. Sin embargo, a medida que se amplía el horizonte, los impactos del crecimiento y las ganancias disminuyen, con las valuaciones eventualmente dominando los rendimientos como "gravedad fundamental".

Por estas razones, nuestras perspectivas a 10 años se inclinan a favor de que Estados Unidos obtenga resultados inferiores a los mercados internacionales. Sin embargo, sigue existiendo una probabilidad del 30% de que Estados Unidos aún pueda obtener resultados superiores a largo plazo, pero por un margen más estrecho que en los últimos años.

El estira y afloja de los cambios de política

De cara al futuro, el desafío es que las regiones con las valuaciones más atractivas son también las más expuestas a los riesgos de la política económica. Los mercados emergentes y Europa tienen valuaciones bajas, pero son especialmente vulnerables a la política comercial de Estados Unidos. El estira y afloja entre los recortes fiscales y las tarifas arancelarias será clave para conciliar las ganancias a corto plazo de los capitales estadounidenses. Esta tensión política eleva la proyección de una evolución económica adversa que puede revelar la actual sobrevaluación de los capitales estadounidenses.

Las valuaciones, los ingresos y el sector tecnológico impulsaron el desempeño superior de Estados Unidos

Retorno total anualizado a 10 años



Notas: La gráfica muestra los componentes motores de los retornos anualizados a 10 años de los valores tecnológicos frente al mercado general y frente al mercado general menos los valores tecnológicos, primero para el mercado de Estados Unidos y después para los mercados internacionales. Los motores fueron los coeficientes P/E (variación en la valuación), el rendimiento por dividendo y las ganancias por acción desglosadas por la expansión del margen de utilidad y el crecimiento de los ingresos. Se utilizaron los siguientes índices: Índice Standard & Poor's 500, Índice S&P 500 Tecnología de la Información, Índice MSCI ACWI ex-EUA de Rentabilidad Total en USD, y el Índice MSCI ACWI de Rentabilidad Total de Tecnología de la Información. **El desempeño pasado no garantiza retornos futuros. El desempeño de un índice no es una representación exacta de ninguna inversión concreta, ya que no se puede invertir directamente en un índice.**

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Bloomberg, al 30 de septiembre de 2024.

Profundizando en los capitales de Estados Unidos sobre la valuación

Las valuaciones han sido un tema central que ha guiado los retornos del capital en los últimos años. La relación precio/ganancias ajustada cíclicamente (CAPE, por sus siglas en inglés) para el mercado de capitales de Estados Unidos se ha mantenido por encima de nuestra estimación de valor razonable desde finales de 2020, con excepción de una breve liquidación en 2022. La concentración del mercado y el aseguramiento de las tasas de interés corporativas apoyan esta tendencia. Ambos pueden respaldar las valuaciones de capital a corto plazo. Pero existe una tensión creciente entre el impulso y la sobrevaluación.

Deconstruyendo las valuaciones estadounidenses

La elevada concentración del mercado significa que varias empresas de gran crecimiento dominan el Índice Standard & Poor's 500 (de hecho, las seis empresas más grandes del índice representan actualmente cerca del 30% de su capitalización de mercado general). Estas empresas se benefician de lagunas competitivas y de modelos de negocio en los que el ganador se lo lleva todo, lo que se ha traducido en una resiliencia de las ganancias a pesar del alza de las tasas de interés.

Las grandes empresas también aprovecharon los bajos costos del crédito que prevalecían antes de 2022 para proteger sus balances del alza de las tasas de interés –un lujo que no era fácilmente accesible para las empresas no estadounidenses y para las empresas más pequeñas de Estados Unidos.

El ajuste en atención a estos factores ofrece una imagen menos grave de la sobrevaluación de Estados Unidos. La gráfica muestra nuestra estimación "estándar" del valor razonable de CAPE en comparación con una estimación que considera la concentración del mercado y el menor costo de la deuda para las grandes empresas de tecnología. Este análisis sugiere que las valuaciones podrían estar alrededor de un 25% por encima del valor razonable en lugar de un 72% y que volver al nuevo valor razonable no requeriría tanta corrección del mercado.

Tres rutas para los retornos en los Estados Unidos

De cara al futuro, vemos tres posibles escenarios para los capitales estadounidenses. Primero, un aumento de la productividad similar al de mediados de la década de 1990 podría seguir respaldando las valuaciones de las acciones de capitalización a gran escala y de crecimiento e impulsar el mercado al alza. Segundo, un giro hacia tasas más bajas y un crecimiento más amplio podría catalizar una rotación hacia factores subvaluados como el valor y la capitalización a pequeña escala. Finalmente, el entorno actual puede ser más similar al de 1999: Un desarrollo económico adverso podría revelar la vulnerabilidad de las valuaciones bursátiles actuales e incrementar las probabilidades de una caída del mercado. Aunque estos riesgos serán importantes a corto plazo, anticipamos que las elevadas valuaciones y los márgenes expandidos serán factores adversos significativos para los retornos del capital de Estados Unidos a largo plazo.

El valor razonable puede no estar tan lejos



Notas: La gráfica muestra la relación CAPE de los capitales de Estados Unidos, medida por el índice MSCI EUA hasta el 30 de abril de 2003, y por el índice MSCI EUA de Mercado Amplio a partir de entonces. También muestra nuestra estimación "estándar" del valor razonable con base en un modelo estadístico que considera las tasas de interés y la inflación, así como una estimación ajustada del valor razonable que considera la reciente divergencia entre el costo de la deuda después de impuestos de las empresas y los rendimientos del mercado, al igual que la creciente participación del sector tecnológico en el índice general de capitales.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de Refinitiv, Bloomberg y GlobalFinancial Data. Estimaciones del valor razonable al 30 de septiembre de 2024 y datos reales al 8 de noviembre de 2024.

El "Muro de cupones" fortalece el caso de los bonos

Los rendimientos iniciales más elevados amortiguan los retornos de los bonos a la vez que permiten a los inversionistas aprovechar la caída de tasas. Este hecho, al que nos referimos como el "muro de cupones", crea un entorno asimétrico y favorable de riesgo/retorno. Los argumentos a largo plazo a favor de los bonos siguen sólidos.

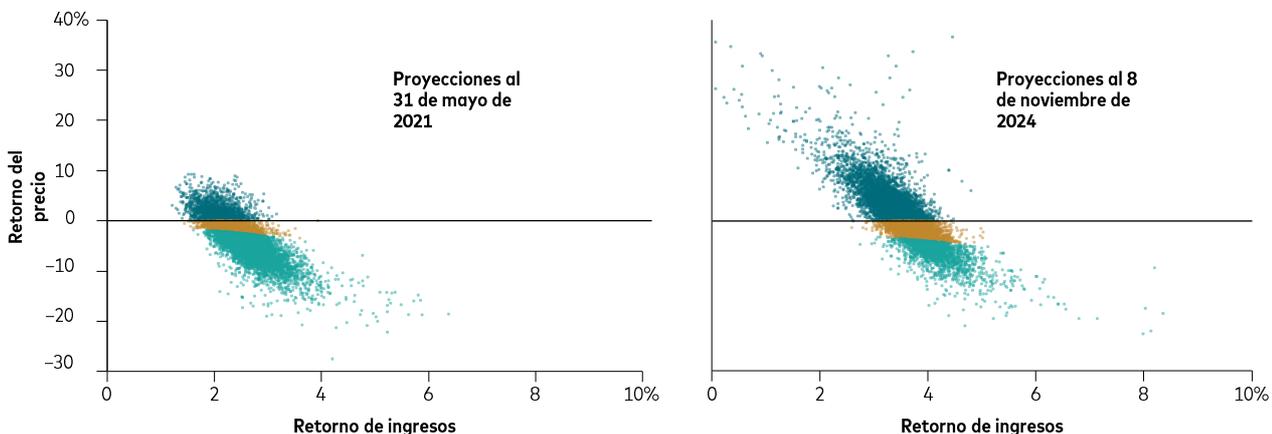
La curva de rendimientos del Tesoro de Estados Unidos está cerca de nuestra estimación del valor razonable que considera nuestra visión económica base para Estados Unidos consistente en un fuerte crecimiento en la productividad y una Reserva Federal cauta. Esperamos que la curva de rendimientos se mantenga cerca de los niveles actuales y que los cupones relativamente altos impulsen los retornos.

Los riesgos para nuestras perspectivas giran en torno a un estira y afloja entre las ganancias de productividad y una política potencialmente inflacionista. Si esta última se materializa, creemos que los rendimientos a lo largo de la curva probablemente aumentarían y la correlación entre acciones/bonos se volvería positiva, ya que los inversionistas exigen una mayor compensación por la incertidumbre.

Si las ganancias de productividad se sobreponen, cualquier presión a la baja sobre la inflación aumentaría las probabilidades de que la Fed recortara por debajo del 4% y de que los rendimientos a corto plazo cayeran más que los rendimientos a largo plazo. Esperamos que los rendimientos a largo plazo se mantengan por encima del 4% debido a nuestras sólidas perspectivas de crecimiento. Adicionalmente, si los rendimientos caen debido a un impacto negativo a la demanda, los bonos deberían proporcionar una cobertura en las carteras multiactivos.

Estimamos una probabilidad del 81% de que el Índice Agregado de Estados Unidos de Bloomberg proporcione un retorno total positivo durante el próximo año. Sólo se obtendrían retornos negativos si los rendimientos subieran lo suficiente como para traspasar el muro de cupones e inducir una pérdida de capital mayor que los ingresos generados por los cupones. Calculamos este umbral en torno a 0.8 a 0.9 puntos porcentuales por encima de los rendimientos actuales.

Los rendimientos iniciales son mucho más altos que hace tres años



	Efecto neto sobre el retorno total	2021	2024
● Retorno positivo de precio e ingresos	Retorno total positivo	19%	51%
● Retorno negativo de precio y retorno positivo de ingresos	Retorno total positivo	22%	30%
● Retorno negativo de precio y retorno positivo de ingresos	Retorno total negativo	59%	19%

Notas: Las dos gráficas muestran las previsiones de retorno del Vanguard Capital Markets Model (VCMM) a un año de los precios (eje y) y de los ingresos (eje x) del Índice Agregado de Estados Unidos Bloomberg al 31 de mayo de 2021 y a 8 de noviembre de 2024. Los pronósticos están ordenados por retornos positivos de los precios (las tasas de interés bajan) y dos escenarios bajo retornos negativos de los precios (las tasas de interés suben): los retornos de los ingresos por cupones compensan las pérdidas de los precios y los retornos de los ingresos no compensan las pérdidas de los precios, lo que lleva a retornos totales negativos.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, basados en datos de Bloomberg, al 31 de mayo de 2021 y al 8 de noviembre de 2024.

IMPORTANTE: Las proyecciones y demás información generada por el VCMM respecto a la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. La distribución de los resultados de retorno del VCMM derivan de 10,000 simulaciones para cada clase de activo modelada. Las simulaciones son al 31 de mayo de 2021 y al 8 de noviembre de 2024. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y en el transcurso del tiempo. Para más información, consulte la página 23

Capitales de los mercados emergentes: El suave crecimiento de las ganancias amortigua las perspectivas

Es probable que los inversionistas que busquen en capitales de mercados emergentes un refuerzo de los retornos internacionales se sientan decepcionados a corto plazo. Un perfil de ganancias moderadas, guiado por nuestras pesimistas perspectivas de crecimiento chino junto con nuestras expectativas de un potencial de revaluación limitado, sugiere perspectivas de retorno atenuadas.

Prevedemos que el crecimiento de las ganancias corporativas dentro de capitales en mercados emergentes será de apenas 2.2% anual durante la próxima década. Esto supone menos de un tercio de su promedio histórico de 20 años (7.2%) y cerca de la mitad del crecimiento de las ganancias que se espera del mercado bursátil de Estados Unidos. Nuestra perspectiva moderada se debe a la óptica más débil que el consenso que tenemos sobre el crecimiento económico chino, que representa el 27% del índice MSCI de Mercados Emergentes.

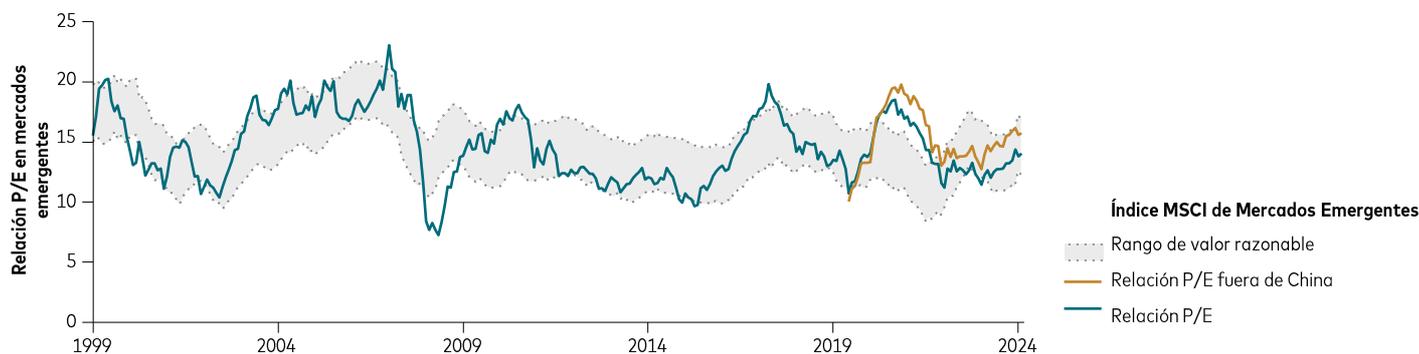
Entretanto, las valuaciones de capital de los mercados emergentes han aumentado durante el último año, guiadas en mayor medida por expectativas de estímulo en China en la segunda mitad de 2024. En nuestra opinión, las valuaciones de capital de los mercados emergentes son ahora "razonables" más que "subvaluadas", e incluso se acercan a

"sobreevaluadas" si se excluye a China. La fortaleza continua del dólar estadounidense y la incertidumbre adicional sobre la política comercial podrían limitar aún más el alza de los retornos en mercados emergentes a corto plazo.

¿Qué podría hacernos cambiar de opinión? La principal posibilidad es una "bazuca" política china que eleve de forma significativa y sostenible las proyecciones de crecimiento de las ganancias tanto para el mercado local como para los mercados emergentes en general. Otra influencia que podría beneficiar a los mercados emergentes en un horizonte temporal más largo es la remodelación en curso de las cadenas de suministro de manufactura. Algunos mercados emergentes podrían beneficiarse más de lo que esperamos si son capaces de posicionarse con éxito como piezas integrales de una red comercial mundial en evolución.

Sin perjuicio de los riesgos a corto plazo, las perspectivas a largo plazo para los mercados emergentes son razonables en relación con los mercados desarrollados, donde las valuaciones están más expandidas. Además, los mercados emergentes continúan aportando beneficios de diversificación a una cartera global dada su baja correlación con el resto del mundo.

Las valuaciones de capital de los mercados emergentes están dentro de nuestro rango de valor razonable



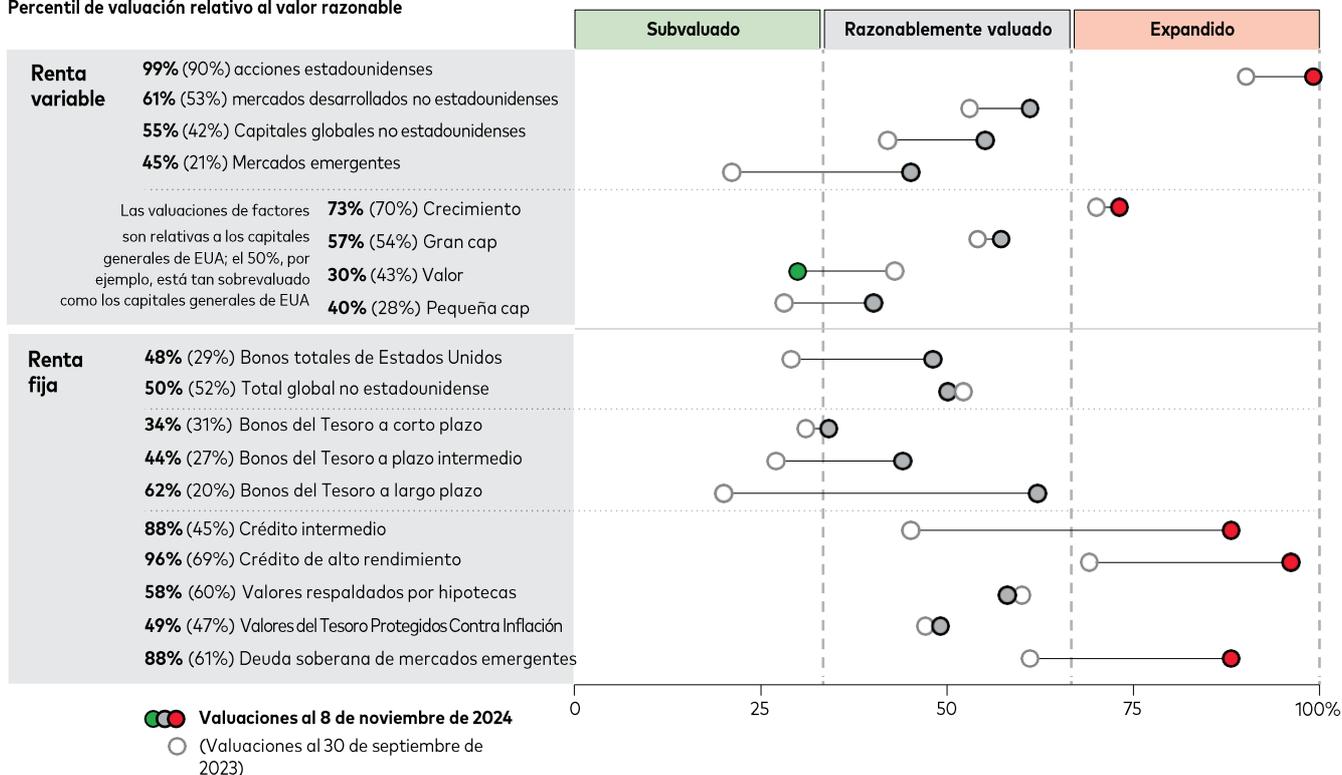
Notas: La relación precio-ganancias refleja el precio dividido por las ganancias promedio de los 3 últimos años del índice MSCI de Mercados Emergentes. Nuestra estimación del valor razonable (el valor "previsto" a medio camino entre la parte superior e inferior de nuestro rango de valor razonable) se basa en un modelo estadístico en el que los datos de entrada incluyen la inflación de los mercados emergentes, las tasas de políticas de los mercados emergentes menos la tasa de los fondos federales, los Indicadores Económicos Guía de Vanguard para mercados emergentes y el rendimiento del Tesoro de Estados Unidos a 2 años ajustado a la inflación.

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos de la base FRED del Banco de la Reserva Federal de St. Louis y de Bloomberg, al 8 de noviembre de 2024.

Cómo han cambiado las valuaciones de acciones y bonos en el último año

Las valuaciones de los activos de riesgo están más expandidas, pero existen oportunidades

Percentil de valuación relativo al valor razonable



Notas: La medida de valuación de capitales estadounidenses es el percentil actual de la relación precio/beneficios ajustada cíclicamente (CAPE, por sus siglas en inglés) respecto a nuestra estimación del valor razonable CAPE para el índice MSCI EUA del Mercado General. Las valuaciones de los factores son relativas a capitales de Estados Unidos como base en el percentil 50. Las medidas de valuación de crecimiento, valor y pequeña capitalización se fundamentan en el rango percentil basado en nuestro modelo de valor razonable en relación con el mercado. La medida de valuación de gran capitalización es una medida de valuación compuesta del factor de estilo con respecto a las valuaciones relativas de Estados Unidos y el percentil CAPE actual de Estados Unidos con respecto a su valor razonable CAPE. La medida de valuación de los mercados emergentes se fundamenta en el rango percentil basado en nuestro modelo de valor razonable relativo al mercado. Las medidas de valuación de los mercados desarrollados fuera de EUA y de capital mundial fuera de EUA son los percentiles CAPE ponderados por capitalización de mercado en relación con nuestra estimación del valor razonable CAPE para el Índice MSCI EMU, el Índice MSCI R.U., el Índice MSCI Japón, el Índice MSCI Canadá, el Índice MSCI Australia y el Índice MSCI Mercados Emergentes; el Índice MSCI Mercados Emergentes únicamente se utiliza para capital mundial fuera de EUA.

Las medidas de valuación de los bonos totales son los promedios ponderados por capitalización de mercado de los percentiles de valuación del crédito a plazo intermedio y del Tesoro para Estados Unidos y mundial fuera de Estados Unidos (promedios ponderados por capitalización de mercado de la zona euro, el Reino Unido, Japón, Canadá y Australia). Las medidas de valuación del Tesoro son el promedio ponderado por la duración de la tasa clave de nuestro modelo de valor razonable. Las medidas de valuación del diferencial de crédito intermedio, el diferencial de crédito de alto rendimiento, el diferencial de los valores respaldados por hipotecas (MBS) y el diferencial de la deuda soberana de los mercados emergentes se basan en los diferenciales actuales en relación con la simulación del VCMM de los diferenciales en el año 30 de nuestro pronóstico. La medida de valuación de los valores del Tesoro protegidos contra inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) se basa en el pronóstico de inflación anualizada a 10 años en relación con nuestro pronóstico de equilibrio para la inflación. Los percentiles de valuación corresponden al 8 de noviembre de 2024 y al 30 de septiembre de 2023 (entre paréntesis).

Fuentes: Cálculos de Vanguard, con base en datos del sitio web de Robert Shiller en shillerdata.com/, la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, la Junta de la Reserva Federal y Refinitiv, al 8 de noviembre de 2024.

IMPORTANTE: Las proyecciones y demás información generada por el VCMM respecto a la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. La distribución de los resultados de retorno del VCMM derivan de 10,000 simulaciones para cada clase de activo modelada. Las simulaciones son al 8 de noviembre de 2024 y al 30 de septiembre de 2023. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y en el transcurso del tiempo. Para más información, consulte la página 23.

Una inclinación constante hacia la renta fija

Las elevadas tasas de interés y las altas valuaciones iniciales de capitales siguen implicando una prima de riesgo de capitales reducida. En consecuencia, nuestra asignación de activos variable en el tiempo y consciente de la valuación (TVAA, por sus siglas en inglés) está infraponderada en renta variable y sobreponderada en renta fija en relación con un índice de referencia 60/40. Nuestra TVAA está orientada a los inversionistas que se sienten cómodos con el riesgo de pronóstico del modelo, que es un tipo de riesgo activo.

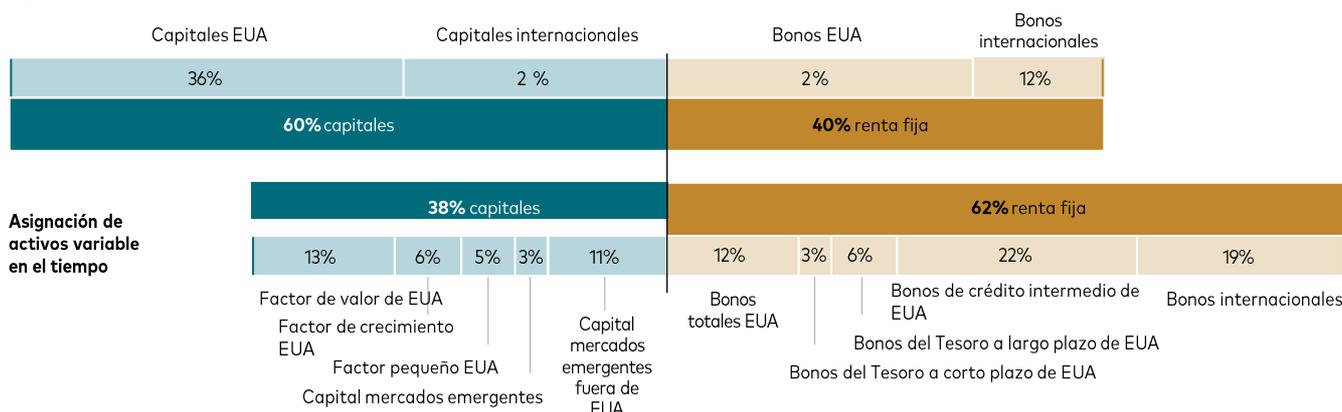
Dentro de las subclases de activos de capital, el portafolio sigue sobreponderado en capitales de valor de Estados Unidos, de pequeña capitalización de Estados Unidos y de mercados desarrollados fuera de Estados Unidos debido a sus valuaciones más atractivas y a los mayores retornos previstos. El cambio más notable es una reducción en capitales de

mercados emergentes, ya que el menor crecimiento de las ganancias y el sentimiento del inversionista han ponderado las perspectivas. Dentro de la renta fija, la cartera sigue sobreponderada en crédito estadounidense, dados sus rendimientos previstos más favorables a pesar de las valuaciones expandidas, así como en bonos estadounidenses a largo plazo.

Nuestra TVAA arroja rendimientos esperados ligeramente superiores a los esperados del índice de referencia 60/40, con una volatilidad menor. Esto se genera a costa de un riesgo activo (error de seguimiento con respecto al índice de referencia) del 4.27%.

Para los inversionistas conscientes de la valuación, nuestro modelo aún favorece la renta fija

Índice de referencia



Notas: Las asignaciones de cartera variables en el tiempo se determinaron mediante el Vanguard Asset Allocation Model (VAAM). Los activos de capital considerados fueron valor de EUA, crecimiento de EUA, pequeña capitalización de EUA, mercados desarrollados fuera de EUA y mercados emergentes. Los activos de capital considerados fueron bonos totales de Estados Unidos, crédito a mediano plazo de EUA, bonos del Tesoro a corto plazo de EUA, bonos del Tesoro a largo plazo de EUA y bonos internacionales con cobertura. Véase "Índices para las simulaciones del VCMM" en la página 24 para más detalles sobre los índices de las clases de activos. Restricciones aplicadas: El intervalo de sesgo del capital de EUA es del 60%-70% del capital y los bonos internacionales con cobertura se limitan a un mínimo del 30% de la renta fija. El capital de EUA de valor y de crecimiento está limitado, cada uno, a un rango del 30%-70% del capital estadounidense, el capital de EUA de pequeña capitalización está limitado al 20% del capital estadounidense y el capital de los mercados emergentes está limitado al 20% del capital total. El crédito de EUA y los bonos del Tesoro a corto y largo plazo están limitados a un máximo del 50% de todos los bonos, y los bonos del Tesoro a largo plazo están limitados a un máximo del 15% de los bonos de EUA.

Fuente: Cálculos de Vanguard, utilizando datos al 8 de noviembre de 2024.

Características de la cartera

	Asignación de capital	Retorno anualizado esperado a 10 años	Volatilidad anualizada esperada a 10 años	Ratio de Sharpe esperada	Disminución máxima esperada	Error de seguimiento comparado con el índice de referencia	Probabilidad de obtener resultados debajo del índice de referencia
TVAA	38%	5.9%	7.0%	0.22	-4.6%	4.27%	48.2%
Índice de referencia	60%	5.7%	9.8%	0.13	-9.6%	—	—

Notas: Los cálculos de Vanguard se basan en carteras optimizadas por el VAAM, utilizando proyecciones de retorno del VCMM. La ratio de Sharpe es una medida de retorno por encima de la tasa sin riesgo que ajusta la volatilidad. Una mayor ratio de Sharpe indica un mayor retorno esperado ajustado al riesgo. La reducción máxima esperada es la media de la caída del valor de la cartera entre el máximo y el mínimo en 10,000 simulaciones del VCMM. La probabilidad de obtener un retorno por debajo del índice de referencia es en un año determinado.

Source: Cálculos de Vanguard, utilizando datos al 8 de noviembre de 2024.

IMPORTANT: Las proyecciones y demás información generada por el VCMM respecto a la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. La distribución de los resultados de retorno del VCMM derivan de 10,000 simulaciones para cada clase de activo modelada. Las simulaciones son al 8 de noviembre de 2024. Los resultados del modelo pueden variar con cada uso y en el transcurso del tiempo. Para más información, consulte la página 23.

Referencias

Aliaga-Díaz, Roger. *Fed Cuts: How Far Matters More Than How Fast*. The Vanguard Group, 4 de noviembre de 2024.

corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/fed-cuts-how-far-matters-more-than-how-fast.html.

Aliaga-Díaz, Roger, Andrew Patterson y Shaan Raithatha. *Assessing U.S. Fiscal Space*. The Vanguard Group, diciembre de 2023.

corporate.vanguard.com/content/dam/corp/public-policy/policy-research/assessing_us_fiscal_space_122023.pdf.

Blinder, Alan S. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, Invierno de 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.

Clark, Jack y Ray Perrault. *The AI Index Report: Measuring Trends in AI*. Universidad Stanford, 2024. aiindex.stanford.edu/report/.

Davis, Joe. *Savers Will Benefit From a Return to Sound Money*. The Wall Street Journal, 30 de enero de 2023. <https://www.wsj.com/articles/a-return-to-sound-money-will-be-a-boon-for-savers-bond-savings-interest-yield-stability-vanguard-inflation-fed-11675107380?msockid=24937982b07360e22ce96cbb1c3617a>.

Davis, Joe. *Technology and Demographics: The Economic Tug-of-War*. The Vanguard Group, 25 de abril de 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/technology-and-demographics-economics-tug-of-war.html.

Davis, Joe. *Joe Davis: AI as a General-Purpose Technology*. The Vanguard Group, 25 de junio de 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/joe-davis-ai-as-general-purpose-technology.html.

Davis, Joseph, Roger A. Aliaga-Díaz, Jumana Saleheen, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray y Joshua M. Hirt. *Vanguard Economic and Market Outlook for 2024: A Return to Sound Money*. The Vanguard Group, diciembre de 2023. corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/isg_vemo_2024.pdf.

Davis, Joseph H., Lukas Brandl-Cheng y Kevin Khang. *Megatrends and the U.S. Economy, 1890–2040*. Social Science Research Network, 10 de junio de 2024.

papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4702028.

Davis, Joseph H., Ryan Zalla, Joana Rocha y Josh Hirt. *R-Star Is Higher. Here's Why*. Social Science Research Network, 14 de junio de 2023. ssrn.com/abstract=4478413.

Hirt, Josh e Ian Kresnak. *For Bond Investors, Near-Term Pain but Long-Term Gain*. The Vanguard Group, 28 de julio de 2023.

corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/near-term-pain-but-long-term-gain.html?sf268121686=1.

Jefferson, Philip N. *Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect*. Banco de Pagos Internacionales, 22 de febrero de 2023.

bis.org/review/r240223a.htm.

Khang, Kevin. *Less Globalization May Not Mean Higher Inflation*. The Vanguard Group, 18 de junio de 2024.

corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/less-globalization-may-not-mean-higher-inflation.html.

Sathe, Asawari y DanielWu. *Why the Fed Will Not Cut Rates This Year*. The Vanguard Group, 7 de junio de 2023.

corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/why-fed-wont-cut-rates-this-year.html.

Schlanger, Todd, Roger A. Aliaga-Díaz, ChengLi y Harshdeep Ahluwalia. *Time-Varying Asset Allocation: Vanguard's Approach to Dynamic Portfolios*. The Vanguard Group, octubre de 2024. corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/time_varying_asset_allocation_vanguards_approach_to_dynamic_portfolios.pdf.

Acerca del Vanguard Capital Markets Model

IMPORTANTE: Las proyecciones y demás información generada por el Vanguard Capital Markets Model respecto a la probabilidad de diversos resultados de inversión son de naturaleza hipotética, no reflejan resultados reales de inversión y no son garantía de resultados futuros. Los resultados del VCMM varían con cada uso y en el transcurso del tiempo.

Las proyecciones del VCMM se basan en un análisis estadístico de los datos históricos. Los retornos futuros pueden comportarse de forma diferente a los patrones históricos capturados en el VCMM. Aún más importante, el VCMM puede estar subestimando escenarios extremadamente negativos no observados en el período histórico en el que se basa la estimación del modelo.

El VCMM es una herramienta propia de simulación financiera desarrollada y mantenida por los principales equipos de investigación y asesoría en inversiones de Vanguard. El modelo pronostica distribuciones de retornos futuros para una amplia variedad de clases de activos. Esas clases de activos incluyen los mercados de capitales de Estados Unidos e internacionales, diversos vencimientos del Tesoro de Estados Unidos y los mercados de renta fija corporativa, los mercados de renta fija internacionales, los mercados de dinero de Estados Unidos, las materias primas y ciertas estrategias de inversión alternativas. El fundamento teórico y empírico del VCMM es que los retornos de las distintas clases de activos reflejan la compensación que exigen los inversionistas por tolerar distintos tipos de riesgo sistemático (beta). Al centro del modelo se encuentran las estimaciones de la relación estadística dinámica entre los factores de riesgo y los retornos de los activos, obtenidas a partir de un análisis estadístico basado en los datos financieros y económicos mensuales disponibles desde 1960. Utilizando un sistema de ecuaciones estimadas, el modelo posteriormente aplica un método de simulación Monte Carlo para

proyectar en el tiempo las interrelaciones estimadas entre los factores de riesgo y las clases de activos, así como la incertidumbre y la aleatoriedad. El modelo genera un amplio conjunto de resultados simulados para cada clase de activo a lo largo de múltiples horizontes temporales. Los pronósticos se obtienen calculando medidas de tendencia central en estas simulaciones. Los resultados producidos por la herramienta variarán con cada uso y en el transcurso del tiempo.

El valor principal del VCMM yace en su aplicación para analizar las carteras de clientes potenciales. Los pronósticos de clases de activos del VCMM –que comprenden distribuciones de retornos esperados, volatilidades y correlaciones– son clave para la evaluación de los riesgos potenciales a la baja, las diversas compensaciones entre riesgo-retorno, así como los beneficios de la diversificación de las diversas clases de activos. Aunque en cualquier distribución de retornos se generan tendencias centrales, Vanguard pone de manifiesto que centrarse en la totalidad de la gama de resultados potenciales de los activos considerados, tales como los datos presentados en este documento, es la forma más eficaz de utilizar los resultados del VCMM.

El VCMM intenta representar la incertidumbre en el pronóstico, generando una amplia gama de resultados potenciales. Es importante reconocer que el VCMM no impone la “normalidad” a las distribuciones de retornos, sino que se ve influenciado por las llamadas distribuciones de cola gruesa y la asimetría en la distribución empírica de los retornos de las clases de activos modelados. Dentro de la gama de resultados, las experiencias individuales pueden ser muy diferentes, lo que subraya la naturaleza variada de las trayectorias futuras potenciales. De hecho, esta es una razón clave por la que enfocamos las perspectivas de retorno de los activos en un marco de distribución.

Índices para las simulaciones del VCMM

Los retornos a largo plazo de nuestras carteras hipotéticas se basan en datos de los índices de mercado correspondientes hasta el 8 de noviembre de 2024. Elegimos estos índices de referencia para proporcionar el historial más completo posible y prorrateamos las asignaciones globales para alinearnos con los lineamientos de Vanguard en la construcción de carteras diversificadas. Las clases de activos y sus índices de pronóstico representativos son los siguientes:

- **Capitales de EUA :** Índice MSCIUS de Mercado Amplio (*MSCIUS Broad Market Index*).
- **Capital Global fuera de EUA:** Índice MSCI de IA por País del Mundo fuera de EUA (*MSCI All Country World ex USA Index*).
- **Capital Global de mercados desarrollados fuera de EUA:** Índice MSCI Mundial fuera de EUA (*MSCI World ex USA Index*).
- **Capital de mercados emergentes:** Índice MSCI de Mercados Emergentes (*MSCI Emerging Markets Index*).
- **REITs de EUA:** Índice Inmobiliario FTSE Nareit de Estados Unidos (*FTSE Nareit U.S. Real Estate Index*).
- **Bonos del Tesoro de EUA:** Índice del Tesoro de EUA (*Bloomberg U.S. Treasury Index*).
- **Bonos del Tesoro de EUA a corto plazo:** Índice para Bonos del Tesoro de EUA de 1-5 Años de Bloomberg (*Bloomberg U.S. 1–5 Year Treasury Bond Index*).
- **Bonos del Tesoro de EUA a plazo intermedio:** Índice para Bonos del Tesoro de EUA de 5-10 Años de Bloomberg (*Bloomberg U.S. 5–10 Year Treasury Bond Index*).
- **Bonos del Tesoro de EUA a largo plazo:** Índice para Bonos del Tesoro de EUA a Largo Plazo de Bloomberg (*Bloomberg U.S. Long Treasury Bond Index*).
- **Bonos de crédito a plazo intermedio de EUA:** Índice de Bonos de Crédito de EUA de Bloomberg (*Bloomberg U.S. Credit Bond Index*).
- **Bonos corporativos de alto rendimiento de EUA:** Índice de Bonos Corporativos de Alto Rendimiento de EUA de Bloomberg (*Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond Index*).
- **Bonos de EUA:** Índice de Bonos Totales de EUA de Bloomberg (*Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index*).
- **Bonos Globales fuera de EUA:** Índice Bloomberg Global Total sin USD Cubierto por USD (*Bloomberg Global Aggregate ex-USD Index USD Hedged*).
- **TIPS de EUA:** Índice de Valores Protegidos contra la Inflación del Tesoro de Estados Unidos Bloomberg (*Bloomberg U.S. Treasury Inflation Protected Securities Index*).
- **Bonos soberanos de mercados emergentes:** Índice de Bonos Soberanos en USD de Mercados Emergentes de Bloomberg—Límite al 10% por País (*Bloomberg Emerging Markets USD Sovereign Bond Index—10% Country Capped*).
- **Valores respaldados por hipotecas (MBS):** Índice de Valores Respaldados por Hipotecas en EUA de Bloomberg (*U.S. Mortgage Backed Securities Index*).

Los índices de capital de IA que figuran a continuación están ponderados por capitalización de mercado:

- **Capitales de pequeña capitalización:** Acciones con capitalización de mercado en los dos tercios inferiores del Índice Russel 3000.
- **Capitales de gran capitalización:** Acciones con capitalización de mercado en el tercio superior del Índice Russel 1000.
- **Capitales de crecimiento:** Acciones con una relación precio/valor contable en el tercio superior del Índice Russel 1000.
- **Capitales de valor:** Acciones con una relación precio/valor contable en el tercio inferior del Índice Russel 1000.

Índices utilizados en nuestros cálculos históricos

Los retornos a largo plazo de nuestras carteras hipotéticas se basan en datos de los índices de mercado correspondientes hasta el 8 de noviembre de 2024. Elegimos estos índices de referencia para proporcionar el mejor historial posible y desdoblamos las asignaciones globales para alinearlas con los lineamientos de Vanguard en la construcción de carteras diversificadas.

Bonos de EUA: Índice Corporativo de Alta Calificación por Standard & Poor's (*Standard & Poor's High Grade Corporate Index*) de 1926 a 1968; Índice de Alta Calificación por Citigroup (*Citigroup High Grade Index*) de 1969 a 1972; Índice de Crédito AA a Largo Plazo de EUA por Lehman Brothers (*Lehman Brothers U.S. Long Credit AA Index*) de 1973 a 1975; y el Índice de Bonos Totales de EUA de Bloomberg (*Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index*) posteriormente.

Bonos fuera de EUA: Índice de Bonos de Gobiernos Mundiales fuera de EUA (*Citigroup World Government Bond Ex-U.S. Index*) de 1985 a enero de 1989 y el Índice Global Total sin USD de Bloomberg (*Bloomberg Global Aggregate ex-USD Index*) posteriormente.

Bonos globales: Antes de enero de 1990, 100% de bonos de Estados Unidos, según definidos previamente. De enero de 1990 en adelante, 70% de bonos de Estados Unidos y 30% de bonos fuera de Estados Unidos, reequilibrados mensualmente.

Capitales de EUA: Índice S&P 90 (*S&P 90 Index*) de enero de 1926 a marzo de 1957; Índice S&P 500 (*S&P 500 Index*) de marzo de 1957 a 1974; Índice Dow Jones Wilshire 5000 (*Dow Jones Wilshire 5000 Index*) desde el inicio de 1975 hasta abril de 2005; y Índice MSCIUS de Mercado Amplio (*MSCI US Broad Market Index*) posteriormente.

Capitales fuera de EUA: Índice MSCI Mundial fuera de EUA (*MSCI World ex USA Index*) de enero de 1970 a 1987 y Índice MSCI de IA por País del Mundo fuera de EUA (*MSCI AI Country World ex USA Index*) posteriormente.

Capitales globales: Antes de enero de 1970, 100% de capitales de Estados Unidos, según definidos previamente. De enero de 1970 en adelante, 60% de capitales de Estados Unidos y 40% de capitales fuera de Estados Unidos, reequilibrados mensualmente.

Notas sobre el riesgo

Toda inversión está sujeta a riesgos, incluida la posible pérdida del dinero invertido. El desempeño previo no es garantía de retornos futuros. La diversificación no asegura utilidades ni protege contra una pérdida. Considere que las fluctuaciones de los mercados financieros y otros factores pueden provocar descensos en el valor de su cuenta. No existe ninguna garantía de que una determinada asignación de activos o combinación de fondos cumpla con sus objetivos de inversión o le proporcione un determinado nivel de ingresos. El desempeño de un índice no es una representación exacta de ninguna inversión en particular, ya que no se puede invertir directamente en un índice.

El respaldo del gobierno de Estados Unidos a los valores del Tesoro o de agencias únicamente se aplica a los valores subyacentes y no evita las fluctuaciones del precio de las acciones. A diferencia de las acciones y los bonos, las letras del Tesoro de Estados Unidos están garantizadas en cuanto al pago puntual del principal y los intereses. Los fondos que se concentran en un sector de mercado relativamente estrecho se enfrentan al riesgo de una mayor volatilidad de precio por acción. Las inversiones en acciones y bonos emitidos por empresas no estadounidenses están sujetas a riesgos que incluyen el riesgo país/región y el riesgo de divisas. Estos riesgos son especialmente altos en mercados emergentes.

Los fondos amparados por bonos están sujetos al riesgo de que un emisor no realice los pagos a tiempo y que los precios de los bonos bajen debido al alza de las tasas de interés o a percepciones negativas sobre la capacidad de un emisor para realizar los pagos. Los bonos de alto rendimiento suelen tener calificaciones de calidad crediticia de rango medio e inferior y, por lo tanto, están sujetos a un mayor nivel de riesgo crediticio que los bonos con calificaciones de calidad crediticia más altas. Aunque los ingresos de las obligaciones del Tesoro de Estados Unidos mantenidas en el fondo están sujetos al impuesto sobre la renta federal, algunos o todos esos ingresos pueden estar exentos de los impuestos estatales y locales.

Nuestros equipos detrás del presente informe



Dr. Joseph Davis
Economista en Jefe
Global



Dr. Roger A. Aliaga-Díaz
Economista en Jefe para
América y Director Global de
Construcción de Cartera



Dra. Jumana Saleheen
Economista en Jefe de
Europa



Dra. Qian Wang
Economista en Jefe de Asia y
el Pacífico y Directora Global
del VCMM

Equipos de economía, mercados y construcción de cartera globales de Vanguard

Dr. Joseph Davis, Economista en Jefe Global

América

Dr. Roger A. Aliaga-Díaz, Economista en Jefe, América

Dr. Kevin Khang, Economista Internacional Senior

Joshua Hirt, CFA

Adam Schickling, CFA

Vytautas Maciulis, CFA

Rhea Thomas

Dr. Ryan Zala

Asia y el Pacífico

Dra. Qian Wang, Economista en Jefe, Asia y el
Pacífico

Dra. Grant Feng

Mtra. Victoria Zhang

Dra. Jumana Saleheen, Economista en Jefe, Europa

Shaan Raithatha, CFA

Mtra. Josefina Rodriguez

Mtra. Aly Maghraby

Equipo de Investigación del Capital Markets Model

Dra. Qian Wang, Directora Global del VCMM

Kevin DiCiurcio, CFA, Director de Desarrollo del
VCMM

Dr. Daniel Wu

Mtra. Olga Lepigina

Ian Kresnak, CFA

Mtro. Lukas Brandl-Cheng

Dr. Junhao Liu

Alex Qu Ben Vavreck, CFA

Sarina Fard

Ziqi Tan, CFA

Equipo de Investigación de Asignación de Activos

Dr. Roger Aliaga-Díaz, Director Global de Construcción de Cartera

Mtro. Harshdeep Singh Ahluwalia, Director de Asignación de
Activos, América

Mtro. Giulio Renzi-Ricci, Director de Asignación de Activos, Europa

Victor Zhu, CFA, CAIA

Mtro. Asawari Sathe

Todd Schlanger, CFA

Dr. Yu Zhang

Mtro. Cheng Li, CFA

Mtro. Yiran Zi

Yan Zilbering

Hirumi Samarakoon

Lucas Baynes

Mtro. Olie Harvey

Mtra. Joana Rocha

Dr. Maziar Nikpour

Dr. Dimitris Korovilas

Contacte con Vanguard®

vanguard.com

CFA® es una marca registrada propiedad del Instituto
CFA (CFA Institute).

Para inversionistas institucionales y sofisticados únicamente. No destinado
para su distribución al público.

Vanguard®

© 2024 The Vanguard Group, Inc.
Todos los derechos reservados.

ISGVEMO 122024