

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Repunte de la renta fija y prudencia en renta variable

- Los mercados de renta fija repuntaron con fuerza en noviembre ante la caída de la inflación y la debilidad de los datos económicos.
- El repunte favoreció de manera considerable a las carteras de asignación de activos de BNP Paribas Asset Management, donde el posicionamiento largo en duración constituye nuestra posición de riesgo más significativa.
- Seguimos considerando que existen riesgos bajistas para las previsiones de consenso relativas al crecimiento económico de cara a 2024, sobre todo en Estados Unidos y Europa.
- Las valoraciones, por su parte, continúan apuntando a un mayor atractivo de la renta fija frente a otras clases de activo. Creemos que las valoraciones del mercado de renta variable son caras, especialmente si tenemos en cuenta las perspectivas de beneficios más prudentes que ha dejado la última temporada de presentación de resultados.
- Recogimos beneficios en nuestra posición larga en deuda pública británica frente a la deuda pública alemana. Los principales posicionamientos largos en duración continúan siendo las posiciones centradas en los rendimientos reales de los títulos de deuda estadounidense a largo plazo, la asignación al crédito europeo de grado de inversión y a los bonos emergentes denominados en divisa local y, por último, un ligero posicionamiento largo centrado en los rendimientos nominales de los títulos de deuda estadounidense en el tramo intermedio de la curva. En esta publicación, brindamos más información sobre el crédito europeo de grado de inversión.
- En este contexto, mantenemos un posicionamiento prudente en renta variable, principalmente en Europa, y contamos con posicionamientos ligeramente largos en mercados más defensivos en Estados Unidos y el Reino Unido. Hemos reducido prácticamente a la mitad nuestros posicionamientos infraponderados en renta variable durante los últimos meses.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**El inversor
sostenible para un
mundo en evolución**

Un periodo de gran volatilidad en el discurso macroeconómico

Durante el año 2023, el discurso sobre la coyuntura macroeconómica ha experimentado una volatilidad extraordinaria. Hemos pasado de vaticinar una recesión a pronosticar un sobrecalentamiento de la economía, pasando por las predicciones de que esta iba camino de protagonizar un «aterrizaje suave», un proceso que se ha repetido en bucle varias veces. En la actualidad, la opinión de consenso en lo que respecta al caso de Estados Unidos es que asistiremos a un escenario económico caracterizado por un crecimiento moderado y una inflación reducida. No obstante, no estamos del todo convencidos de que vayamos a ser testigos de un escenario tan favorable. La situación de Estados Unidos contrasta con la de Europa y el Reino Unido, donde las expectativas de crecimiento e inflación son más prudentes.

Así, creemos que la balanza de los riesgos se inclina de manera bastante evidente hacia la posibilidad de que el crecimiento sea inferior a lo esperado. En nuestra opinión, las subidas de tipos en Estados Unidos (que ascienden a 525 puntos básicos en total) se dejarán sentir en la economía en 2024 en un contexto en el que los dos catalizadores principales que han contrarrestado el endurecimiento de la política monetaria este año ya no estarán presentes, a saber:

- La duplicación del déficit fiscal de Estados Unidos, que constituyó un fenómeno sin precedentes (hasta ahora solo se había dado cuando el país estaba en guerra o atravesaba una recesión de gran calado) y que difícilmente se repetirá en 2024.
- Un exceso de ahorro que se ha agotado en gran medida, especialmente en el caso de los grupos que perciben rentas más bajas.

Asimismo, consideramos que existen riesgos bajistas para una Europa que ya está experimentando dificultades. En cuanto al Reino Unido, creemos que el país podría encontrarse en el punto mínimo del ciclo y en proceso de recuperación. Por su parte, Japón constituye un verso libre y sigue su trayectoria particular.

Principales conclusiones de la temporada de presentación de resultados del tercer trimestre

La temporada de presentación de resultados del tercer trimestre se saldó con unos beneficios materializados de gran solidez en Estados Unidos y con unos beneficios débiles en Europa (en un contexto también de debilidad en lo que se refiere a las expectativas de los analistas de la región).

En Estados Unidos, los beneficios superaron las expectativas en un 7%, es decir, más del doble del porcentaje por el que los beneficios reales suelen batir a los esperados. Asimismo, el número de empresas que rebasaron las expectativas fue mayor de lo habitual. Por el contrario, los datos de beneficios empresariales en Europa se situaron un 1% por debajo de las ya de por sí débiles expectativas de los analistas.

En lo que respecta a los sectores, el impacto desproporcionado de los sectores de las materias primas afectó de manera diferente a los beneficios registrados en Estados Unidos y Europa. Cabe señalar que, en Estados Unidos, los beneficios se vieron impulsados por los siete pesos pesados del sector tecnológico conocidos como los «siete magníficos».

La previsión de beneficios fue claramente inferior en ambas regiones. A título de ejemplo, en el caso de las empresas que integran el índice S&P 500, las previsiones apuntan a que el beneficio por acción (BPA) del cuarto trimestre caerá un 4%, lo que representaría la mayor caída desde 2020. La tasa de proyección (run rate) actual para las revisiones a la baja de los analistas en relación con las revisiones al alza es de 2:1 de cara al cuarto trimestre, una proporción que asciende hasta un 6:1 en el caso de las empresas que no lograron batir las previsiones de beneficios del tercer trimestre.

Habida cuenta de que nuestros análisis macroeconómicos apuntan a la existencia de riesgos bajistas para el crecimiento en 2024 y de que nuestros análisis ponen de manifiesto que las valoraciones a futuro continúan siendo caras, creemos que no debemos perder de vista estas expectativas inferiores, especialmente si tenemos en cuenta la debilidad de los beneficios que observamos en el sector de consumo y la amenaza para los márgenes que han señalado los minoristas de gran capitalización.

En efecto, los analistas se han mostrado especialmente prudentes en lo que se refiere a los sectores relacionados con el consumo en Estados Unidos, y han rebajado sus previsiones de beneficios para las empresas de construcción, bienes duraderos y búsqueda de empleo. La combinación entre una demanda más débil y unos consumidores que se ven obligados a prestar más atención a los precios parece ser el denominador común en este sentido.

En Europa, por su parte, el final del ciclo de reducción de inventarios podría constituir un factor de apoyo para los beneficios en los próximos trimestres, pero las empresas han acusado el endeudamiento cíclico. En comparación con Estados Unidos, el mercado europeo se ve lastrado por el peso que tiene el sector manufacturero, por el impacto de los costes de la energía y por la falta de grandes empresas tecnológicas. Aunque Europa se está beneficiando de la inteligencia artificial, su margen para crear sus propios «siete magníficos» parece limitado.

Perspectivas de crecimiento por región

Estados Unidos: a pesar de la flexibilización de la política fiscal y del cierto exceso de ahorro del que todavía disponen los hogares, prevemos un mayor debilitamiento de los segmentos más cíclicos de la economía conforme se vayan notando los efectos de las medidas de endurecimiento de la política monetaria aplicadas durante en los últimos meses. Las fuertes subidas de los tipos de interés en los ámbitos de las hipotecas, las tarjetas de crédito y los préstamos para la compra de automóviles están empezando a traducirse en un aumento de la morosidad, y hemos observado una disminución de la intención de compra. Los datos de las encuestas apuntan a una marcada contracción de los inventarios. Entretanto, nuestro indicador sobre la evolución de los salarios apunta a un crecimiento salarial inferior al 3%.

Eurozona: consideramos que existen riesgos bajistas adicionales para el crecimiento. Las expectativas sobre el empleo en el sector manufacturero han entrado en terreno negativo por primera vez desde la pandemia, lo cual reviste importancia a la luz del peso que tiene este sector en la economía de la eurozona. Los datos han puesto de relieve la debilidad de los nuevos pedidos, el deterioro de la confianza y unos inventarios en niveles elevados. Aunque los salarios siguen aumentando, los datos sobre el consumo y sobre las ventas del sector minorista han mostrado una especial debilidad. Las drásticas caídas observadas en los indicadores relativos al dinero y al crédito suscitan nuestra preocupación. No obstante, los márgenes empresariales han mostrado mayor capacidad de resistencia en Europa que en Estados Unidos hasta la fecha.

Reino Unido: el crecimiento del país ha sido lento, y el mercado inmobiliario, en particular, se ha visto perjudicado por el endurecimiento de la política monetaria. El mercado laboral se está debilitando a pesar del elevado crecimiento de los salarios nominales. Los balances de las empresas se han deteriorado, lo que contrasta con la situación de los balances en Estados Unidos o Europa. No obstante, los datos recientes han mostrado indicios de estabilidad. El crecimiento de la oferta monetaria es reducido, pero hemos observado una mejora de las condiciones de crédito generales en el plano de la demanda.

Japón: el panorama en Japón es completamente diferente. El crecimiento está mejorando lentamente, los salarios (reales) están disminuyendo y el ratio que compara el número de ofertas de empleo con el número de solicitudes que se reciben tiende al alza. Los pedidos de maquinaria no han sido especialmente sólidos y apuntan a ciertos riesgos bajistas, pero el informe Tankan y la encuesta de confianza de los consumidores sugieren lo contrario. La inflación ha demostrado resultar más persistente de lo esperado en cotas más bajas. Los agregados monetarios y crediticios se están estabilizando, pero se han mantenido en terreno positivo. Los beneficios empresariales están al rojo vivo y se encuentran claramente por encima del nivel en el que los indicadores del mercado laboral suelen situarlos. El crecimiento del PIB nominal sigue aumentando, lo que debería respaldar las ventas y los beneficios y, a su vez, los márgenes.

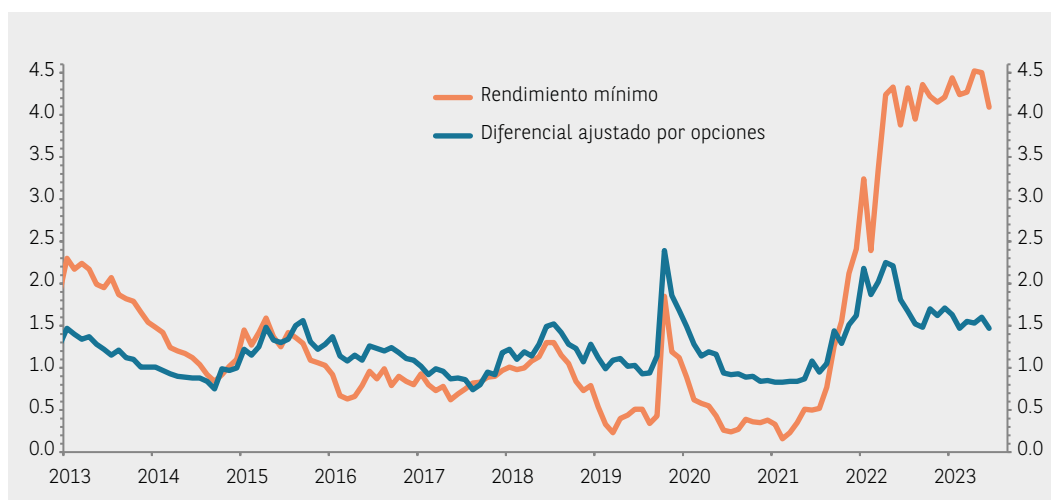
Un inciso sobre el crédito corporativo

El crédito corporativo descuenta la posibilidad de un debilitamiento de los resultados macroeconómicos. Su rendimiento es elevado (véase el gráfico 1), sobre todo en el caso del crédito europeo de grado de inversión, que continúa siendo una clase de activo por la que mostramos preferencia.

Gráfico 1

Las expectativas de beneficios caen más que las ventas

Aumento de los BPA netos



Información a 30 de noviembre de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Consideramos que las valoraciones (o los rendimientos que ofrece esta clase de activo) resultan interesantes, especialmente si tenemos en cuenta que los fundamentales de las empresas son en gran medida positivos, y es que el aumento de los tipos de interés ha tenido un impacto limitado. No cabe duda de que los fundamentales de crédito subyacentes resultan positivos. Así, observamos unos elevados niveles de efectivo en los balances de los emisores de deuda de grado de inversión, a lo que se suman unos cupones más reducidos que mitigan el coste de refinanciación que se deriva del incremento de los tipos de interés. El «muro» de vencimientos del crédito europeo de grado de inversión se ha retrasado hasta 2026. Finalmente, los factores técnicos del mercado también resultan positivos: el volumen de emisiones netas está cayendo y las tendencias de calificación son favorables.

¿Hacia dónde se dirigen las valoraciones?

Primas: las primas de la renta fija continúan estando claramente por encima de las primas de la renta variable. Los rendimientos reales se encuentran considerablemente por debajo de las previsiones de ratios precio-beneficio.

Renta fija: los tipos del tramo corto de la curva han empezado a descontar un mayor número de recortes de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en 2024 y en adelante, especialmente en la eurozona y en el Reino Unido. Después de que asistiésemos a un marcado aumento de la pendiente de la curva de tipos debido a que los tipos a largo plazo subieron más rápido que los tipos a corto plazo (lo que se conoce como *bear steepening*), esta ha registrado una trayectoria de aplanamiento a raíz de que los tipos a largo plazo descendiesen con mayor rapidez que los tipos a corto plazo (*bull flattening*), un fenómeno que ha constituido el catalizador del repunte del mercado de renta fija y que ha redundado en beneficio de nuestras posiciones. Las fluctuaciones de los bonos emergentes denominados en divisa local se han situado en línea

con las que han registrado los títulos del Tesoro estadounidense. Los diferenciales de los bonos emergentes denominados en divisa extranjera se encuentran en niveles ajustados en el caso de los bonos de grado de inversión, pero muestran una ampliación en el caso de los bonos de alto rendimiento. Asimismo, consideramos que los bonos de titulización hipotecaria resultan atractivos.

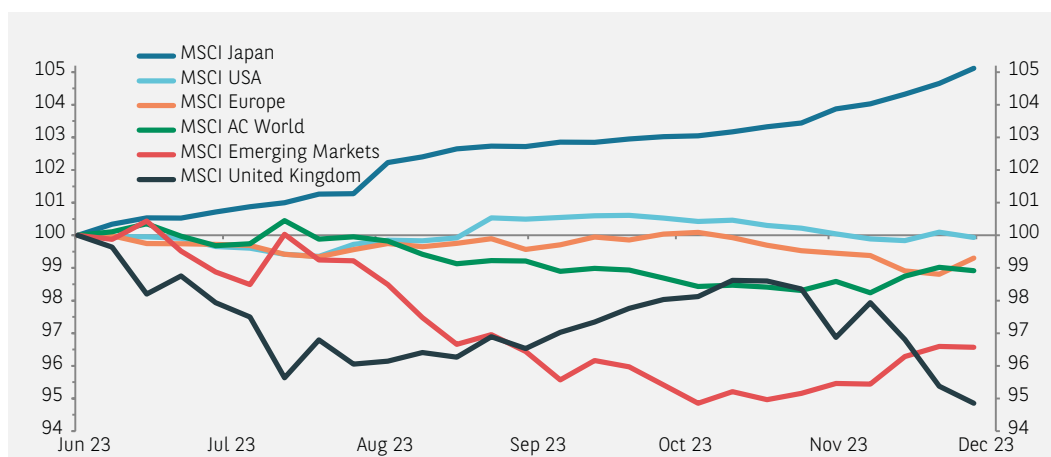
Crédito: los diferenciales han experimentado mucha menos volatilidad que los tipos libres de riesgo subyacentes y han vuelto a ajustarse después de la publicación de unos datos económicos más débiles y de que la Reserva Federal estadounidense adoptase una postura de orientación más expansiva. En nuestra opinión, la deuda corporativa europea de grado de inversión resulta interesante, ya que ofrece una compensación del 6% por el riesgo de impago. Este segmento también se beneficia de la contracción de los diferenciales de los *swaps* de activos.

Renta variable: las expectativas de beneficios de los analistas han empezado a disminuir, y las previsiones relativas al beneficio por acción (BPA) de las acciones que integran el índice MSCI All Country World (ACWI) de cara a 2024 han caído un 1% durante los últimos seis meses (véase el gráfico 2). En términos regionales, Japón está cosechando una rentabilidad superior al resto de regiones, mientras que Europa se está debilitando antes que otros mercados desarrollados. En Estados Unidos, las previsiones únicamente se orientan al alza en el caso de los sectores energético y de servicios de comunicación. Por su parte, los mercados emergentes podrían estar estabilizándose. Las valoraciones han pasado a revestir mayor atractivo durante los últimos tres meses: estas se encuentran actualmente en línea con las valoraciones medias en Europa y por encima de las valoraciones medias en Estados Unidos. En lo que respecta al Reino Unido, las valoraciones nos parecen baratas. En un horizonte a más largo plazo, las valoraciones se mantienen en cotas altas al verse impulsadas por las elevadas expectativas en relación con los beneficios en Estados Unidos.

Gráfico 2

Previsión de beneficios por acción, 2024

En términos de divisa local excepto índices ACWI y Emerging Markets en USD



Información a 1 de diciembre de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Divisas y materias primas: el 40% de los mercados de materias primas se encuentran actualmente en situación de *backwardation* (un fenómeno que se produce cuando el precio de los contratos de futuros de una materia prima resulta inferior al precio al contado para la materia prima en cuestión), lo que apunta a una disminución de los precios en el futuro conforme disminuya la demanda. La proporción del mercado que se encuentra en *backwardation* ha registrado un descenso frente al 50% del mes pasado y al máximo del 65% que llegó a marcar en compases anteriores del año, lo que refleja las expectativas de que se produzca una ralentización del crecimiento.

La importancia que tienen los diferenciales de los tipos de interés para las fluctuaciones en el dólar estadounidense sigue aumentando tanto para las divisas del G9 que presentan una beta reducida como para aquellas con una beta elevada.

Tendencia del mercado: nuestro indicador sobre la tendencia del mercado se sitúa en terreno neutral para la renta variable y la renta fija en términos generales.

Perspectivas de las clases de activo

	Fuerte rechazo	Rechazo	Neutral	Preferencia	Fuerte preferencia
PRR/propensión al riesgo			X		
Asignación de activos		Renta variable	Bienes inmuebles Liquidez Materias primas	Deuda pública Crédito	
Regiones de renta variable		Europa sin RU	ME Asia Estados Unidos Japón Reino Unido ME exc. Asia		
Volumen / estilo de renta variable			Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran cap. EE. UU. Pequeña cap. EE. UU.		
Deuda soberana			Japón Europa Reino Unido Australia	Estados Unidos Deuda indexada a inflación Deuda emergente denominada en divisa local	
Crédito			Deuda emergente Grado de inversión EE. UU. Alto rendimiento EE.UU. Alto rendimiento UE	Grado de inversión UE	
Materias primas			Energía Metales básicos	Metales preciosos	
Divisas			EUR, USD, AUD, GBP, JPY	Divisas emergentes	

Fuente: BNP Paribas Asset Management, 29 de noviembre de 2023

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, en adelante, «la sociedad gestora de inversiones», es una sociedad por acciones simplificada con domicilio social sito en 1 Boulevard Haussmann 75009 París, Francia, inscrita en el Registro Mercantil de París con el número 319 378 832 y registrada ante la «Autorité des marchés financiers» con el número GP 96002.

El presente documento ha sido elaborado y publicado por la sociedad gestora de inversiones.

Este material se elabora únicamente con fines informativos y no constituye:

1. una oferta de compra ni una invitación de venta, ni podrá ser la base o servir de referencia o utilizarse en relación con ningún contrato o compromiso cualesquiera o
2. asesoramiento de inversión.

El presente documento hace referencia a uno o varios instrumentos financieros autorizados y regulados en la jurisdicción de su constitución.

No se ha llevado a cabo ninguna actuación que se requiera obligatoriamente, en especial en Estados Unidos, para poder realizar la oferta pública de los instrumentos financieros en ninguna otra jurisdicción a personas estadounidenses (en el sentido que se da a esta expresión en el Reglamento S de la United States Securities Act de 1933), salvo por lo indicado en el folleto informativo más reciente de los instrumentos financieros correspondientes, o en el sitio web (en el apartado «Nuestros fondos»). Antes de cursar cualquier orden de suscripción en un país en el que estén registrados dichos instrumentos financieros, los inversores deben comprobar las limitaciones o restricciones legales que puedan existir para la suscripción, compra, posesión o venta de los instrumentos financieros.

Los inversores interesados en suscribir los instrumentos financieros deben leer detenidamente el folleto informativo y el documento de datos fundamentales (KID), así como consultar los informes financieros más recientes de los instrumentos financieros en cuestión. Estos documentos están disponibles en el idioma del país en el que dichos instrumentos financieros estén autorizados para su distribución y en inglés, según corresponda, en la siguiente dirección, en el apartado «Nuestros fondos»: <https://www.bnpparibas-am.com/>.

Las opiniones recogidas en este documento constituyen el criterio que la sociedad gestora adoptó en ese momento y podrían variar sin previo aviso. La sociedad gestora de inversiones no está obligada a actualizar o alterar la información u opiniones contenidas en este documento. Recomendamos a los inversores que consulten a sus propios asesores jurídicos y fiscales para obtener asesoramiento en relación con aspectos de índole jurídica, contable, domiciliaria o fiscal antes de invertir en los instrumentos financieros para tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y consecuencias de invertir en ellos, si se permite. Es importante tener en cuenta que los diferentes tipos de inversiones que se puedan mencionar en este sitio web tienen distintos niveles de riesgo y no puede garantizarse que una inversión en concreto sea adecuada, pertinente o rentable para la cartera de inversión de un cliente o cliente potencial.

Dado que existen riesgos económicos y de mercado, no se puede ofrecer la garantía de que los instrumentos financieros alcanzarán sus objetivos de inversión. El comportamiento de los instrumentos financieros puede variar considerablemente en función de los objetivos o de las estrategias de inversión empleadas, así como de las condiciones económicas y de mercado, especialmente los tipos de interés. Las distintas estrategias aplicadas a los instrumentos financieros pueden tener un efecto significativo en los resultados presentados en este documento. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras y el valor de las inversiones en los instrumentos financieros es susceptible, por su naturaleza, de variar tanto al alza como a la baja. Es posible que los inversores no recuperen su inversión inicial. Los datos de rentabilidad reflejados en este sitio web no tienen en cuenta las comisiones, los costes de emisión o reembolso ni los impuestos.

Podrá obtener esta información en la siguiente dirección: www.bnpparibas-am.fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs, un resumen de los derechos del inversor en francés. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE podrá decidir interrumpir la comercialización de los instrumentos financieros, en los casos previstos por la normativa aplicable.

La expresión «El inversor sostenible para un mundo en evolución» refleja el objetivo de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France de integrar el desarrollo sostenible en sus actividades, aunque no todos los fondos de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France están clasificados como artículo 8 o 9 del Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros («SFDR»). Para obtener más información consulte la dirección www.bnpparibas-am.com/en/sustainability.

VIEWPOINT



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**El inversor
sostenible para un
mundo en evolución**