

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Una hipótesis de base «impecable»

- La hipótesis de base que plantean los analistas es que el excepcionalismo que muestra Estados Unidos en materia de crecimiento e inflación persistirá. En lo que respecta al resto del mundo, las previsiones apuntan a un debilitamiento del crecimiento, sobre todo en el Reino Unido y Europa continental. Por otro lado, el descenso de la inflación posibilita la flexibilización de la política monetaria en todas las regiones.
- Esta hipótesis de base «impecable» en el caso de Estados Unidos constituyó un factor clave del «repunte generalizado» que comenzó a finales de 2023. No obstante, los precios de la renta variable han repuntado antes que los bonos, y las expectativas de beneficios empresariales han disminuido. Por su parte, la trayectoria de las primas de riesgo favorece a los activos de renta fija. Entretanto, en el plano del riesgo macroeconómico, este sigue apuntando a un descenso del crecimiento, de la inflación y de los beneficios empresariales.
- A finales de 2023, recogimos beneficios en la mitad de nuestras posiciones largas en duración. Pese a ello, conservamos nuestra sobreponderación en duración, principalmente a través de títulos del Tesoro estadounidense protegidos frente a la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) con vencimientos a largo plazo, deuda corporativa de grado de inversión de la Unión Europea y deuda de los mercados emergentes denominada en divisa local (véase la tabla). Asimismo, mantenemos un posicionamiento corto en deuda pública japonesa.
- En el segmento de la renta variable, recogimos beneficios en una serie de posiciones largas en Estados Unidos y los mercados emergentes durante enero, y en la actualidad contamos con un posicionamiento neutral prudente en esta clase de activos. Cabe destacar que Europa sigue constituyendo la región respecto de la que mayor prudencia mostramos.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

Una hipótesis de base «impecable»

La persistencia del excepcionalismo de Estados Unidos constituye un principio clave sobre el que se fundamentan numerosas previsiones de los analistas, entre las que figuran las nuestras. Las últimas previsiones del equipo de análisis económicos de BNP Paribas Asset Management para 2024 y 2025 se sitúan en consonancia con las del mercado en lo que respecta al crecimiento (revisado al alza) y la inflación (revisada a la baja) de Estados Unidos, por lo que ya no anticipan un periodo de crecimiento inferior a la tendencia y de inflación más persistente. A título de comparación, se espera que el crecimiento económico de Europa y el Reino Unido sea más débil y se sitúe significativamente por debajo de la tendencia.

Si bien las previsiones de nuestro equipo de análisis concuerdan en gran medida con las de la mayoría de los economistas en lo que respecta a la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, el equipo estima que el Banco de Inglaterra aplicará una política monetaria de orientación considerablemente más expansiva de lo que prevé el resto de los economistas. Así, opina que las expectativas del mercado y del consenso en relación con la política monetaria del Reino Unido resultan inadecuadas, en vista de la debilidad que presenta la economía del país.

En Europa, aunque el equipo piensa que asistiremos a un estancamiento del crecimiento y a una rápida disminución de la inflación que llevarán al Banco Central Europeo (BCE) a situar los tipos oficiales por debajo de su nivel neutral, se espera que la entidad se muestre reacia a actuar antes que la Reserva Federal. Con todo, habida cuenta de que se considera que los tipos de interés de la eurozona se encuentran en la actualidad 200 puntos básicos (o más) por encima de su nivel neutral, la tendencia que muestra la inflación y el hecho de que el crecimiento resulte cada vez más débil abogan por una rápida reversión de la trayectoria de los tipos.

El entorno de crecimiento e inflación «impecable» que existe en Estados Unidos y la solidez del apoyo brindado a través de las políticas monetarias a escala más amplia han creado una coyuntura propicia para los mercados de riesgo. En enero, la renta variable estadounidense continuó mostrando la misma tendencia que a finales de 2023, lo que le llevó a cosechar ganancias y alcanzar máximos históricos. La mayoría de los mercados europeos también cosecharon rentabilidades positivas.

¿Cuáles podrían ser los factores desestabilizadores?

Observamos cinco ámbitos principales de incertidumbre en nuestro horizonte de inversión (de entre 12 y 18 meses). Volveremos a abordar cada uno de ellos en los próximos comentarios mensuales de asignación de activos.

- El primero de ellos es el **debilitamiento de los datos de crecimiento**, a medida que los efectos retardados del considerable endurecimiento de la política monetaria se dejan sentir en las economías y en los beneficios empresariales. Si nos atenemos a las previsiones, los dos factores que actuaron de contrapeso ante las subidas de los tipos de interés y que resultaron clave a la hora de respaldar el crecimiento de Estados Unidos en 2023 (a saber, la flexibilización de la política fiscal y el exceso de ahorro derivado del periodo de la pandemia de COVID-19) brindarán un apoyo menos significativo en 2024^[1]. El debilitamiento del crecimiento nominal resulta coherente con la continuación de la normalización de los márgenes y con unos recortes de puestos de trabajo más significativos.
- En segundo lugar, **tenemos unas funciones de reacción de los bancos centrales más restrictivas o menos expansivas**, con una falta de claridad en lo que respecta al tipo de interés real neutral (también conocido como R-star) que se suma a las ventajas observadas a raíz de actuar con prudencia tras el marcado repunte de la inflación observado en los últimos años. El lugar preponderante que ocupa la política fiscal (lo cual está vinculado en parte a la celebración de elecciones en numerosas regiones) también podría propiciar un incremento de los tipos de interés finales.

- El tercero de los ámbitos de incertidumbre es la **posibilidad de que se produzca un «efecto contagio» desde los activos reales hacia la economía real**, ya sea a través del sector inmobiliario o mediante cauces como la concesión de préstamos no bancarios, que constituyen una mayor proporción de los préstamos estadounidenses que los préstamos para la compra de automóviles (y se sitúan tan solo ligeramente por debajo de las tarjetas de crédito). La presión derivada del aumento de los tipos de interés, el debilitamiento del crecimiento o de los beneficios o, sencillamente, la reducción del apoyo proporcionado a través de las políticas monetarias constituyen todos ellos posibles factores desencadenantes a este respecto.
- En cuarto lugar, figuran las **repercusiones que tienen las empresas de megacapitalización**. Estas últimas están pasando a ocupar un lugar más preponderante, sobre todo las compañías estadounidenses y asiáticas que operan en los ámbitos de la tecnología o la inteligencia artificial, lo que se traduce en un aumento del riesgo de concentración.
- Finalmente, el quinto ámbito de incertidumbre es el desapalancamiento con efectos deflacionistas que constatamos en China. En vista de que el gobierno del gigante asiático no tiene una «línea roja» clara en lo que respecta a cuándo debe estimular el crecimiento, el modelo de crecimiento de China, basado en la inversión y el apalancamiento inmobiliario, podría verse amenazado si las autoridades actúan demasiado tarde o no toman las medidas suficientes. El recrudecimiento de las tensiones comerciales también continúa siendo un riesgo, especialmente a medida que nos acercamos a las elecciones estadounidenses.

[1] Cabe destacar que las últimas previsiones de la Oficina de Presupuestos del Congreso de Estados Unidos (Congressional Budget Office) pronostican una variación del déficit fiscal estadounidense del 1,8% con respecto a los niveles observados a finales de 2022: <https://www.cbo.gov/publication/59946>

Renta fija, crédito y divisas

Los mercados de renta fija firmaron un repunte considerable a finales del año pasado, una circunstancia que aprovechamos para recoger beneficios de forma parcial en una serie de posiciones largas en duración que implementamos a lo largo de 2023. Cosechamos estas ganancias a raíz de que los mercados empezasen a descontar un cambio de orientación en las políticas monetarias de los bancos centrales en virtud del cual dejarían atrás las subidas de tipos y pasarían a flexibilizar de forma considerable su política monetaria en 2024 y 2025. En Japón, los tipos han continuado evolucionando en la dirección opuesta.

Seguimos favoreciendo los rendimientos reales de los títulos de deuda estadounidense con vencimientos largos, donde consideramos que las valoraciones actuales permiten obtener una rentabilidad ajustada al riesgo atractiva. Asimismo, mantenemos las posiciones en deuda corporativa europea de grado de inversión y en deuda emergente denominada en divisa local. Contrariamente a los diferenciales de la deuda de alto rendimiento y del crédito de grado de inversión de Estados Unidos, los diferenciales de la deuda de grado de inversión denominada en euros siguen ofreciendo una generosa compensación por el riesgo de impago, además de albergar el potencial de protagonizar una mayor compresión. Las curvas de tipos se han mantenido prácticamente estables, pero ello resulta menos preocupante en vista del reducido nivel en el que se encuentran los diferenciales. Por su parte, la deuda emergente denominada en divisa local ofrece un atractivo rendimiento del 6% de la mano de una coyuntura macroeconómica sólida.

Las valoraciones de la renta variable dejan escaso margen para el error

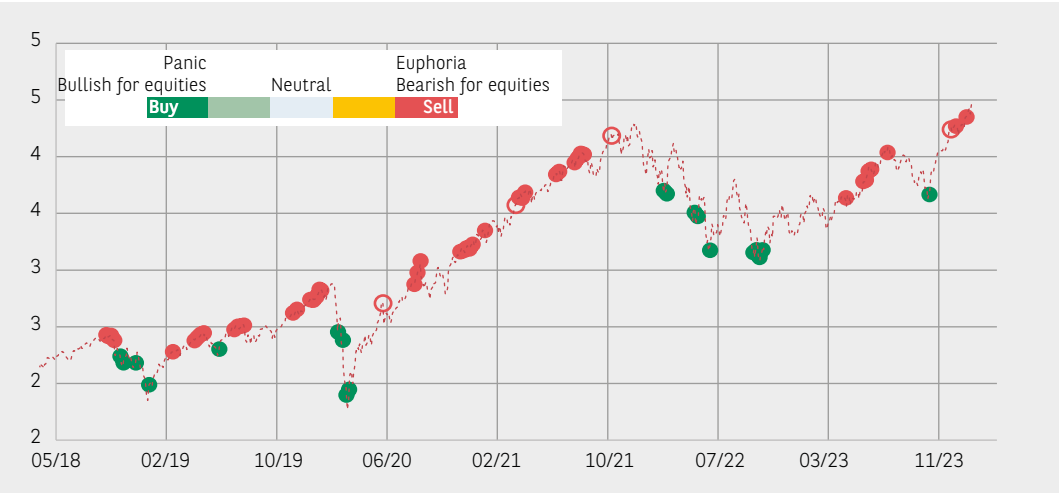
A diferencia de lo que sucede en el caso de la renta fija, las valoraciones de la renta variable parecen reflejar que los inversores esperan que esta clase de activos registre un desempeño óptimo (*priced for perfection*), por lo que consideramos que el margen de error resulta reducido. A principios de año, decidimos recoger beneficios en nuestra ligera posición larga en renta variable

en Estados Unidos y los mercados emergentes (en concreto, en América Latina). La posición corta que seguimos manteniendo en renta variable europea y nuestra ligera posición larga en el Reino Unido nos llevan a contar con una visión neutral sobre la renta variable durante nuestro horizonte de inversión que se inscribe en el marco de la adopción de una postura más prudente sobre el riesgo en términos generales (véase la tabla que figura más adelante).

No cabe duda de que las valoraciones de la renta variable se han visto impulsadas tanto por unas ganancias de precios fruto de un sentimiento de euforia, lo que provocó que nuestro indicador sobre la tendencia del mercado se tornase rojo en diciembre y enero (ello implica una recomendación de venta, véase el gráfico 1), como por la disminución de las expectativas de beneficios empresariales. En un contexto en el que los índices de renta variable han alcanzado nuevos máximos este año, constatamos una caída de las expectativas relativas a los beneficios para el año natural actual (en concreto, de un 1% para la renta variable mundial en general). Europa, que constituye la región respecto de la que mayor prudencia mostramos, parece especialmente débil. En efecto, las previsiones sobre los beneficios para 2024 apuntan a una caída de entre un 1,5% y un 2%, lo que contrasta con el elevado nivel que siguen mostrando las previsiones de beneficios para este punto del ciclo.

Gráfico 1

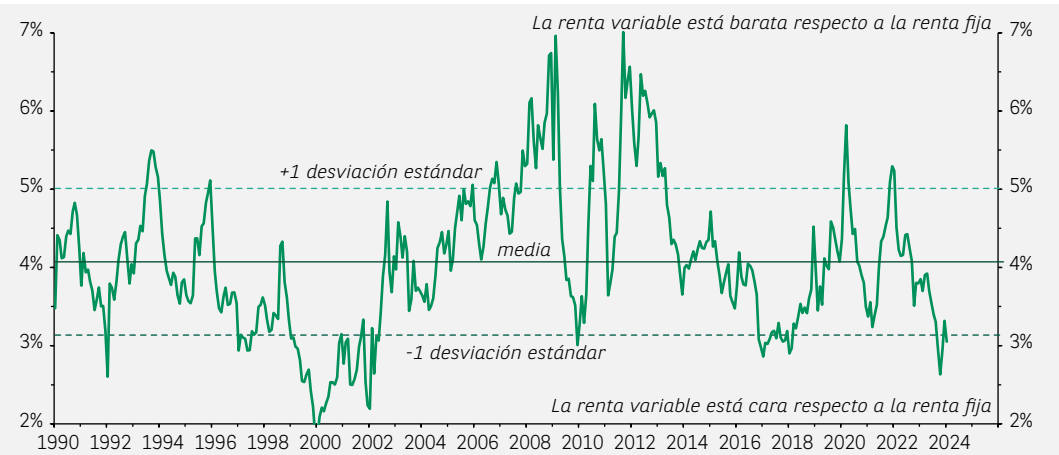
La temperatura del mercado se acerca al rojo



Información a 9 de febrero de 2024. Fuente: BNP Paribas Asset Management.

Gráfico 2

Prima de riesgo de la renta variable, índice S&P 500



Información a 1 de enero de 2024. Fuente: BNP Paribas Asset Management.

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	Estados Unidos Japón Reino Unido Mercados emergentes		
Volumen / estilo de renta variable			Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran cap. EE. UU. Pequeña cap. EE. UU.		
Deuda soberana		Japón	Australia Europa Australia	Deuda EE. UU. ligada a la inflación MBS EE. UU. Deuda emergente de nominada en divisa local	
Crédito			Deuda emergente Grado de inversión EE. UU. Deuda EE. UU. AR Deuda europea AR	Grado de inversión UE	
Materias primas			Energía Metales básicos	Metales preciosos	
Divisas			EUR, USD, AUD, GBP, JPY	Divisas emergentes	

Fuente: BNP Paribas Asset Management, febrero de 2024

Perspectiva ajustada al riesgo a doce meses. Las opiniones mostradas representan nuestro punto de vista en la fecha de esta presentación y pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso. Información a febrero 2024. Fuente: BNP Paribas Asset Management.

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**