Comunicación de marketing - julio de 2024 - Exclusivamente para inversores profesionales

PERSPECTIVAS SEMESTRALES

JULIO 2024

Oportunidades en un contexto de inestabilidad política

- La ralentización de la economía estadounidense podría continuar afectando al empleo y a los salarios, lo que contribuiría a la reducción de la inflación y a los recortes de tipos de interés de la Reserva Federal en los próximos trimestres. Es probable que la rentabilidad de los títulos del Tesoro estadounidense en el tercer trimestre del año venga principalmente impulsada por los rendimientos de los bonos.

- No obstante, a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales del próximo mes de noviembre van aumentando los riesgos, sobre todo en lo que respecta a las perspectivas fiscales del gobierno estadounidense.

- El panorama político europeo ha cambiado y la incertidumbre ha aumentado, por lo que es probable que la volatilidad se mantenga en niveles elevados. En el caso concreto de Francia, las perspectivas políticas seguirán siendo inciertas.

Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

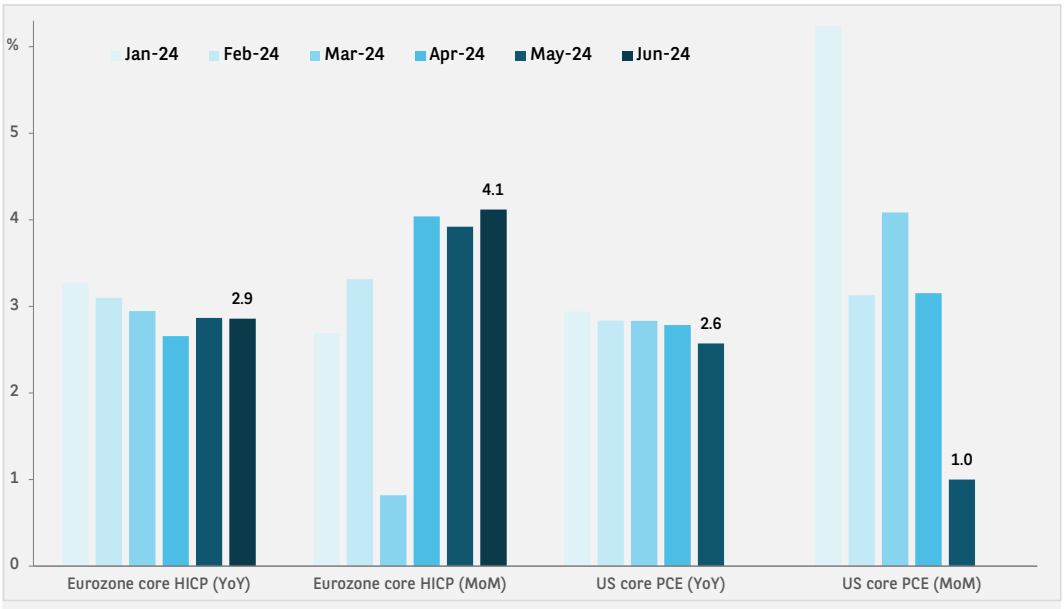
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor sostenible para un mundo en evolución

La economía estadounidense aún parece encaminarse hacia un escenario de «aterrizaje suave», aunque las opiniones sobre la velocidad y el momento cambien tras la publicación de una nueva serie de datos económicos. En Estados Unidos, los últimos datos apuntan a una mayor desaceleración de la inflación. En la eurozona, por el contrario, la inflación se mantiene al alza (véase el gráfico 1).

Gráfico 1

La inflación subyacente baja en Estados Unidos, pero se mantiene en niveles elevados en la eurozona



Información a 2 de julio de 2024. IPCA: índice de precios al consumo armonizado. PCE: índice de gastos en consumo personal. Fuente: Haver Analytics, BNP Paribas Asset Management.

La ralentización de la economía estadounidense podría continuar afectando a la creación de empleo y a los salarios, lo que contribuiría a la reducción de la inflación y a los recortes de tipos de interés de la Reserva Federal en los próximos trimestres. Los mercados de renta fija ya han descontado este escenario, lo que parece indicar que la rentabilidad de los títulos del Tesoro estadounidense en el tercer trimestre del año vendrá principalmente impulsada por los rendimientos de los bonos.

No obstante, a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales del próximo mes de noviembre van aumentando los riesgos, sobre todo en lo que respecta a las perspectivas fiscales del gobierno estadounidense. En este sentido, la incertidumbre en torno al déficit presupuestario podría impulsar al alza las expectativas de inflación.

La ralentización del consumo podría afectar a la economía estadounidense

A pesar de la ralentización del crecimiento de la economía estadounidense, no pensamos que vaya a producirse una recesión, ya que los sectores empresariales y de consumo mantienen su solidez. Pero sí que pensamos que el consumo está perdiendo algo de fuelle. El ahorro acumulado durante la pandemia se ha ido agotando y los salarios ajustados por inflación no son lo suficientemente altos como para mantener los niveles de gasto que vimos el año pasado.

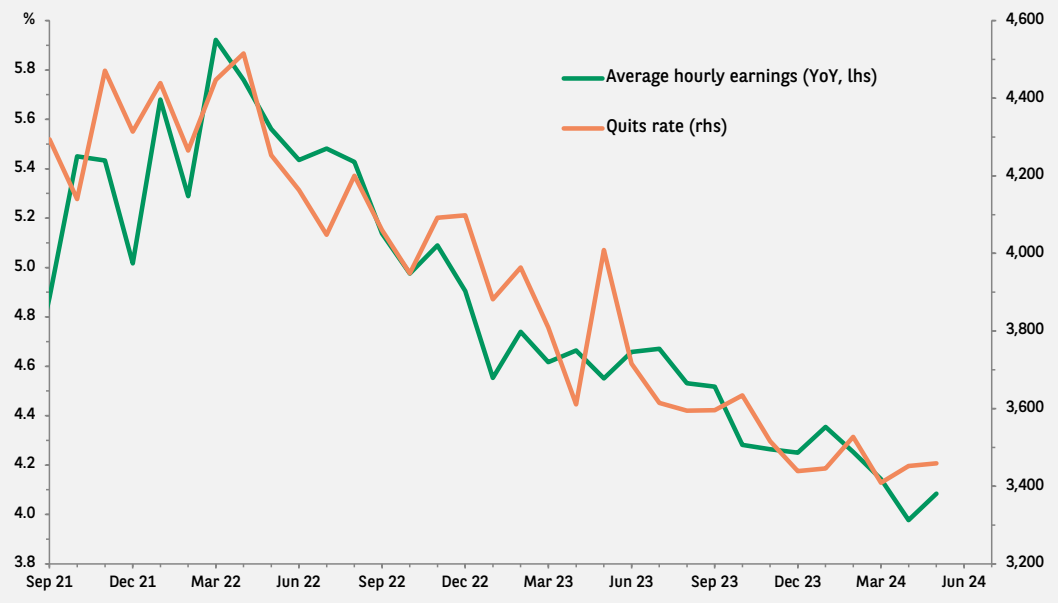
En particular, los hogares de rentas medias y bajas empiezan a mostrar indicios de tensión económica. Los préstamos para la compra de automóviles, los préstamos al consumo y la morosidad de las tarjetas de crédito han superado los niveles previos a la pandemia.

El incremento de los precios de la vivienda, aunque ha impulsado el patrimonio de los propietarios, ha afectado al gasto discrecional. Cada vez son más los compradores que consideran prohibitivo el elevado desembolso inicial que se exige para adquirir una vivienda y se ven obligados a permanecer como inquilinos en un mercado de alquiler cada vez más caro. En nuestra opinión, hasta que los tipos de interés caigan lo suficiente como para que los pagos de los préstamos y la compra de viviendas resulten más asequibles, los consumidores se mostrarán cada vez más prudentes a la hora de gastar.

El mercado laboral comienza a recuperar el equilibrio

El mercado laboral se ha mostrado sólido, pero el aumento de la inmigración y de la tasa de participación en el mercado ha creado un entorno poco habitual en el que los incrementos salariales se ralentizan a pesar del aumento de las ofertas de trabajo. El aumento de trabajadores ha contribuido a impulsar el consumo. Sin embargo, pensamos que este periodo tan atípico está llegando a su fin. La diferencia entre las ofertas de trabajo y el número de personas que busca empleo se está reduciendo, y también se ha ralentizado el ritmo al que los empleados abandonan sus puestos de trabajo. Como era de esperar, el ritmo de crecimiento salarial se ha moderado recientemente (hasta situarse en torno al 4,2% anual), ya que los trabajadores tienen menos capacidad para exigir salarios más altos (véase el gráfico 2).

Gráfico 2:
Se ralentiza el crecimiento salarial y se estabiliza la tasa de abandono de los puestos de trabajo



Información a 5 de julio de 2024. Fuente: BLS, BNP Paribas Asset Management.

Pensamos que el crecimiento salarial continuará cayendo a medida que el mercado laboral vaya recuperando el equilibrio. Estamos especialmente atentos a posibles indicios de ralentización en el ritmo de contratación y al potencial repunte de los despidos. Cualquiera de estas circunstancias podría confirmar que nos encontramos en el pico del ciclo del empleo, lo que ejercería una presión bajista adicional sobre el crecimiento salarial y la inflación.

Se mantienen los riesgos de inflación

A pesar de la normalización del mercado laboral, se mantiene el riesgo de aumento de la inflación. El coste de la vivienda podría aumentar si se mantiene la escasez de unidades de alquiler. Aunque la construcción de edificios se recuperó tras la crisis financiera mundial, el fuerte aumento de los costes de construcción que se registró durante la pandemia y el incremento de los costes de financiación han enfriado la inversión en el sector de la vivienda, justo cuando más se necesita para satisfacer la demanda de una población creciente.

La buena noticia es que la inflación de los servicios no relacionados con la vivienda podría continuar moderándose a medida que se ralentiza el crecimiento salarial, y la inflación de los bienes ha vuelto a caer hasta situarse próxima a cero.

Más recientemente, el rápido aumento de las primas de los seguros como consecuencia de los desastres naturales (incendios forestales en California, aumento del nivel del mar en Florida) y las subidas de impuestos en algunos estados han servido para echar aún más leña al fuego y reducir el interés por la nueva construcción.

La buena noticia es que la inflación de los servicios no relacionados con la vivienda podría continuar moderándose a medida que se ralentiza el crecimiento salarial, y la inflación de los bienes ha vuelto a caer hasta situarse próxima a cero. Aun así, pensamos que la última etapa de desinflación podría ser la más difícil como consecuencia de los efectos secundarios. Además, nos encontramos con numerosos factores de carácter exógeno, desde el conflicto en el Canal de Suez, que amenaza las cadenas globales de suministro, a la posibilidad de aumento de los precios del petróleo o de relajación de la disciplina fiscal en Europa y Estados Unidos como resultado de las elecciones.

Efecto inflacionista de las elecciones

Aunque aún quedan cuatro meses para las elecciones presidenciales estadounidenses, los dos candidatos principales se han mostrado cómodos con un escenario de aumento del gasto, rebaja de impuestos e incremento de los aranceles, aspectos que podrían influir en gran medida en la inflación. Una política migratoria más restrictiva, que es la que respaldan ambos candidatos, aunque en distinto grado, podría reducir la oferta de mano de obra y ejercer una presión al alza sobre el crecimiento salarial. Hasta ahora, los mercados no se han mostrado especialmente preocupados por la posibilidad de que estas políticas acaben convirtiéndose en ley, pero pensamos que la preocupación por la política fiscal podría intensificarse a medida que vaya avanzando el trimestre y se acerquen las elecciones. Sabemos que la intención de estas políticas es captar la atención de los votantes y que lo más probable es que se moderen tras las elecciones, pero existe una cierta posibilidad de que las perspectivas de política fiscal en Estados Unidos sean muy diferentes después del 5 de noviembre.

El riesgo de inflación está infravalorado

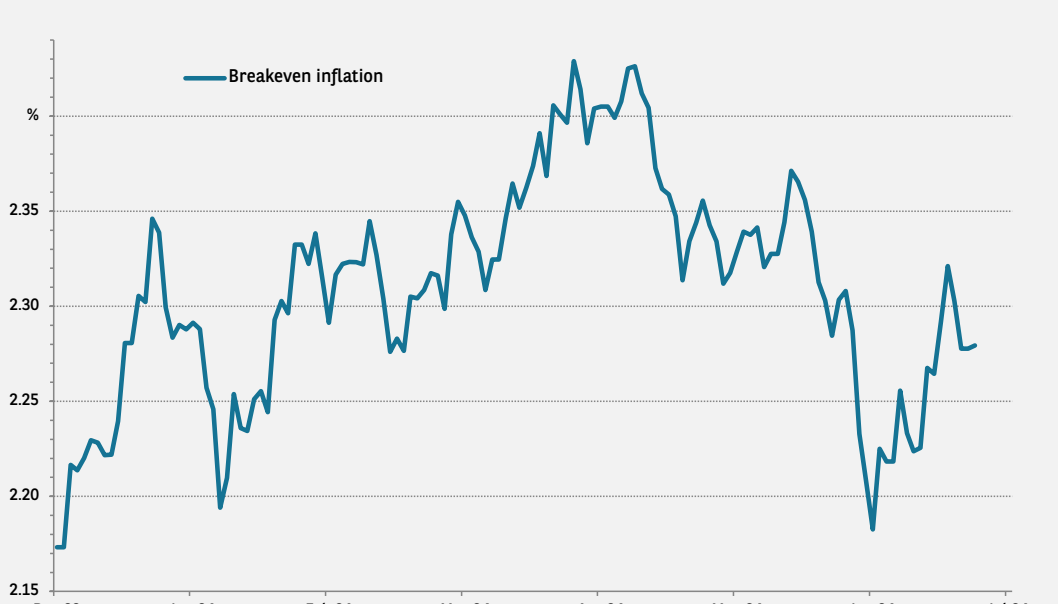
Los precios actuales de los títulos del Tesoro estadounidense y de los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) ya descuentan la opinión de consenso del mercado, que apunta a que la inflación irá disminuyendo lentamente y que los tipos de interés irán también disminuyendo de forma moderada. Aunque no estamos en desacuerdo con que la inflación y los tipos podrían disminuir en los próximos meses, sí que pensamos que el riesgo de aumento de la inflación, o al menos el riesgo de que se mantenga en un nivel elevado de manera persistente, es mayor que el riesgo de que caiga más rápido de lo que descuenta actualmente el mercado.

En nuestra opinión, una caída de la inflación más rápida de lo previsto exigiría unos datos económicos notablemente más débiles, una fuerte caída de los precios de la energía o un problema exógeno que afecte a la economía mundial o al sistema financiero. Como ninguno de estos escenarios parece especialmente probable, seguimos pensando que el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense podría seguir siendo volátil dentro de un rango, entre el 4,1% y el 4,6% en el caso de los títulos a diez años.

Aunque nuestra hipótesis de base apunta a la ralentización de la inflación, animamos a los inversores a ser ligeramente más conservadores que la opinión de consenso. Además, hemos podido comprobar que el coste de proteger una cartera frente al aumento de la inflación resulta, en nuestra opinión, curiosamente bajo.

Aunque existe el riesgo de que la inflación se mantenga en niveles elevados o que incluso aumente tras las elecciones, la tasa de inflación implícita de los TIPS a diez años se sitúa próxima al 2,3% (véase el gráfico 3). Es decir, el mercado asume actualmente que la inflación media se situará en el 2,3% en los próximos diez años. El índice de precios al consumo (IPC) se sitúa actualmente en torno al 3,4%, por lo que el mercado parece estar descontando el mejor escenario.

Gráfico 3
Tasas de inflación implícita (EE. UU. 10 años)



Información a 5 de julio de 2024. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Unión Europea: vuelve el riesgo político

La fuerte subida de los partidos de extrema derecha en las elecciones al Parlamento Europeo de principios de junio tuvo un gran impacto en los mercados y provocó una huida inmediata hacia los bonos de mayor calidad. El impacto resultó especialmente acusado, ya que muchos inversores activos habían posicionado sus carteras para un verano tranquilo, sin incidentes y con escasa volatilidad. Los diferenciales de crédito aumentaron de manera sustancial, al igual que los diferenciales de la deuda soberana de Francia y otros países periféricos de la eurozona en relación con los bonos alemanes.

El panorama político europeo ha cambiado y la incertidumbre ha aumentado, por lo que es probable que la volatilidad se mantenga en niveles elevados. En el caso concreto de Francia, las perspectivas políticas seguirán siendo inciertas incluso tras la segunda vuelta de las elecciones parlamentarias. Si el resultado trae consigo una menor cooperación con las políticas de la Unión Europea, podría aumentar la fragmentación o, al menos, frenar la consolidación. En términos generales, los mercados financieros creen que la eurozona necesita más, y no menos, reformas estructurales para poder competir de manera eficaz con Estados Unidos y China, por lo que un enfoque más proteccionista en sectores industriales estratégicos y en materiales clave podría decepcionar a los inversores y afectar a las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Mejora de los fundamentales económicos

En términos generales, el crecimiento económico de la eurozona ha sido más sólido de lo esperado, liderado principalmente por los países periféricos. El aumento de la renta real disponible ajustada por inflación ha impulsado al sector del consumo. Además, han comenzado a remitir las dificultades derivadas del endurecimiento de las condiciones financieras y de la ralentización de la economía alemana.

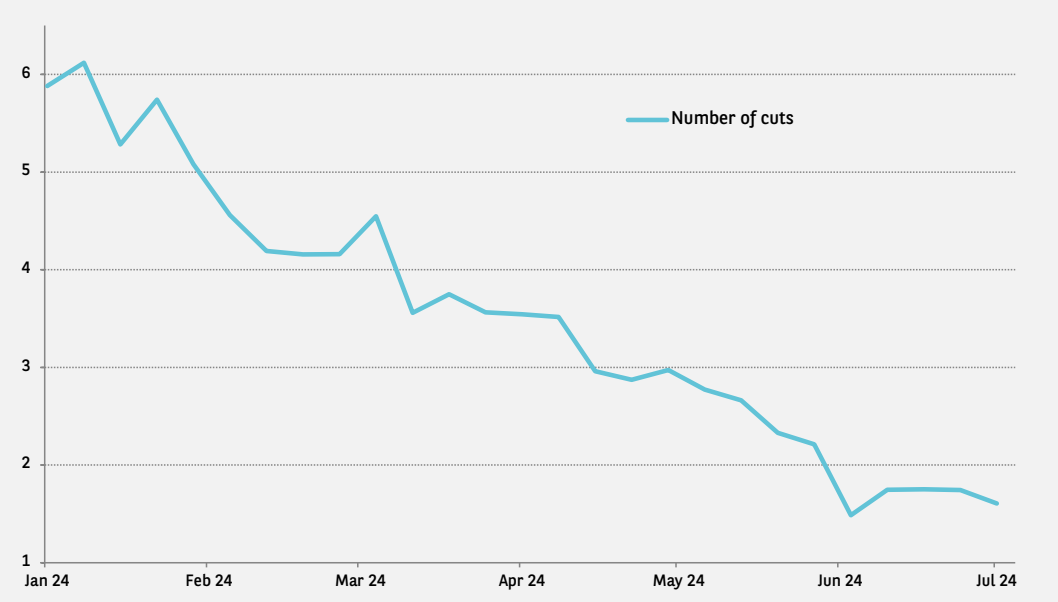
**En términos generales,
el crecimiento económico de la eurozona
ha sido más sólido de lo esperado,
liderado por los países periféricos.**

Por su parte, la inflación general está disminuyendo y se prevé que tanto la inflación general como la subyacente continúen acercándose al objetivo del Banco Central Europeo (BCE) y alcancen el 2% el próximo año, lo que permitiría a la entidad continuar bajando los tipos de interés. Por último, también están mejorando las perspectivas fiscales de la región, con el restablecimiento de las normas fiscales en toda la Unión Europea y el reconocimiento de la necesidad de disciplina fiscal.

La volatilidad puede generar oportunidades

En nuestra opinión, las perspectivas económicas seguirán siendo el principal motor de los rendimientos de la deuda soberana en los próximos meses. Un resultado político extremo podría provocar un cambio en las expectativas, pero, en un escenario de ralentización del crecimiento económico y disminución de la inflación, el BCE prevé realizar dos nuevos recortes de tipos de interés de 25 puntos básicos este año (véase el gráfico 4). Nosotros anticipamos uno o dos recortes de tipos y, si se produjera una desviación significativa en la previsión del mercado con respecto a este escenario, lo consideraríamos como una oportunidad para adoptar una postura contraria.

Gráfico 4
Previsión de nuevos recortes de tipos de 25 puntos básicos por parte del BCE en 2024



Información a 2 de julio de 2024. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Pensamos que los bonos alemanes podrían cotizar en un rango relativamente estrecho durante el próximo trimestre y que un posible aumento de los diferenciales de los países de la eurozona derivado de la incertidumbre política podría suponer una oportunidad para aumentar el nivel de riesgo.

El comodín de las elecciones estadounidenses

El resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses podría tener un importante impacto en el sentimiento inversor en todo el mundo, independientemente de qué partido asuma el poder. Ambos partidos han puesto de manifiesto a lo largo de la campaña electoral su disposición a aumentar el gasto, reducir los impuestos e incrementar los aranceles. Cualquiera de estas medidas podría afectar de manera considerable al nivel de inflación y generar una cierta inquietud en torno a los déficits fiscales y la emisión de bonos. Si los mercados llegan a creer que los políticos estadounidenses van a acabar favoreciendo el populismo sobre la prudencia fiscal, la pendiente de la curva de tipos de los títulos del Tesoro estadounidense podría aumentar.

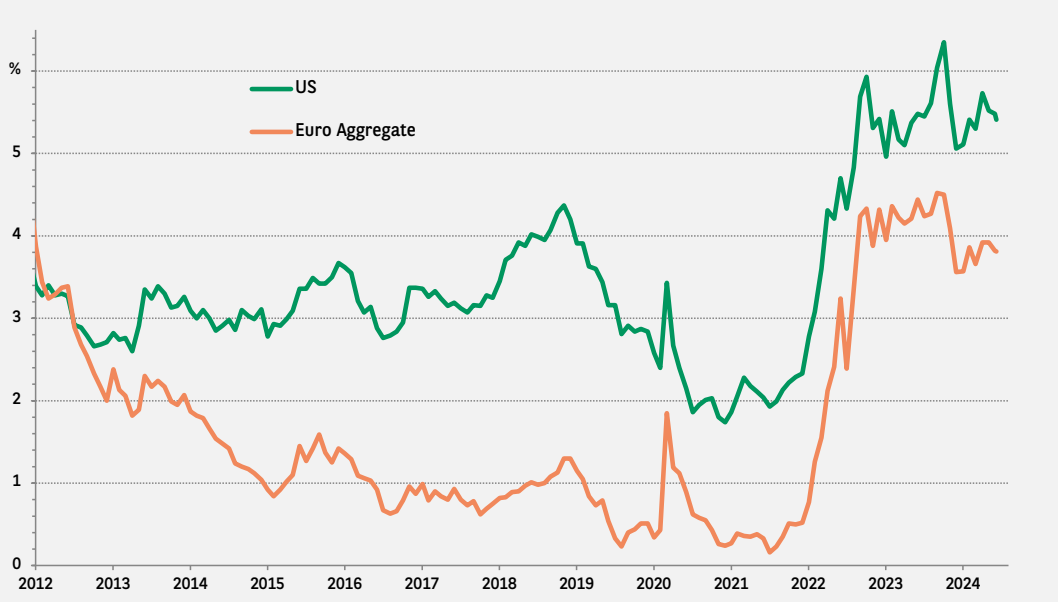
Aunque los países de la eurozona tienen un gran interés en cumplir con el marco fiscal de la Unión Europea, la pendiente de la curva de tipos de la región también podría aumentar en sintonía con la estadounidense, ante el temor a una posible exportación de la inflación o el deterioro fiscal de Estados Unidos.

Deuda corporativa: enfoque en el rendimiento

La volatilidad de la deuda corporativa global ha aumentado, pero los fundamentales subyacentes de la clase de activo siguen siendo favorables, lo que justifica que los inversores a largo plazo mantengan su exposición a este segmento. Las economías de Estados Unidos y la eurozona están creciendo y lo más probable es que logren evitar la recesión. La demanda de la clase de activo sigue siendo sólida.

En nuestra opinión, con unos rendimientos en la eurozona que se sitúan actualmente entre el 3% y el 4% y en casi el 5,5% en Estados Unidos, la deuda corporativa de grado de inversión sigue generando un nivel de rentas atractivo (véase el gráfico 5). No esperamos que los diferenciales experimenten un gran cambio en los próximos meses y consideramos que los mercados de renta fija limitarán la subida de los rendimientos de la deuda corporativa.

Gráfico 5
Atractivo rendimiento de la deuda corporativa de grado de inversión



Información a 2 de julio de 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Las elecciones han aumentado la volatilidad

Durante la primera mitad de 2024, los diferenciales de crédito corporativo registraron un nivel de volatilidad relativamente reducido. Sin embargo, las elecciones al Parlamento Europeo celebradas a principios de junio tuvieron un fuerte efecto en los mercados de la eurozona.

Los inversores habían mostrado una gran confianza en la deuda corporativa, pero los resultados de las elecciones desviaron la atención hacia los riesgos que podrían derivarse de las elecciones estadounidenses y francesas.

Sin embargo, los rendimientos mantienen su atractivo

El rendimiento de la deuda de grado de inversión es elevado en términos históricos, y el nivel de rentas que ofrece la clase de activo puede ofrecer protección frente al aumento de la volatilidad, que afecta al precio de los bonos.

En Estados Unidos, la combinación de unos fundamentales económicos estables y unos datos de inflación aún dispares ha llevado a los mercados a prever un escenario en el que los tipos de interés se mantienen en niveles elevados durante más tiempo de lo que se pensaba a principios de año. Esta previsión podría favorecer el rendimiento de la deuda corporativa en la región, aunque podría afectar a ciertos sectores y empresas. La selección de títulos y sectores sigue resultando crucial.

La deuda de alto rendimiento sigue resultando atractiva

Las valoraciones de la deuda de alto rendimiento pueden parecer algo elevadas, pero reflejan una dinámica subyacente positiva: el mercado de nueva emisión se ha mostrado muy activo (en mayo se registró la mayor emisión de deuda de alto rendimiento en la eurozona desde la crisis financiera mundial), y la demanda ha logrado satisfacer, por el momento, el aumento de oferta, retrasando los vencimientos previstos en 2025/2026. Pensamos que la demanda de deuda de alto rendimiento va a mantener su solidez, lo que protegería al mercado frente a nuevos retrasos en los recortes de tipos de interés.

En este contexto, pensamos que las tasas de impago de la deuda de alto rendimiento podrían haber alcanzado su nivel máximo, y nos centramos en las empresas más sensibles a los tipos de interés, lo que pone de manifiesto la importancia de la selección de emisores.

Favorecemos la eurozona frente a Estados Unidos

Aunque la volatilidad relacionada con las elecciones ha reducido nuestro entusiasmo por la deuda de grado de inversión de la eurozona, pensamos que las valoraciones resultan más atractivas que las de la deuda estadounidense. En Estados Unidos, los diferenciales han vuelto a situarse próximos a los niveles registrados antes de la pandemia, mientras que en la eurozona se mantienen por encima de estos niveles mínimos.

Las empresas de la eurozona han mantenido unos fundamentales favorables durante la reciente desaceleración económica y sus elevados niveles de efectivo podrían ayudarlas a hacer frente al entorno de incertidumbre económica o política.

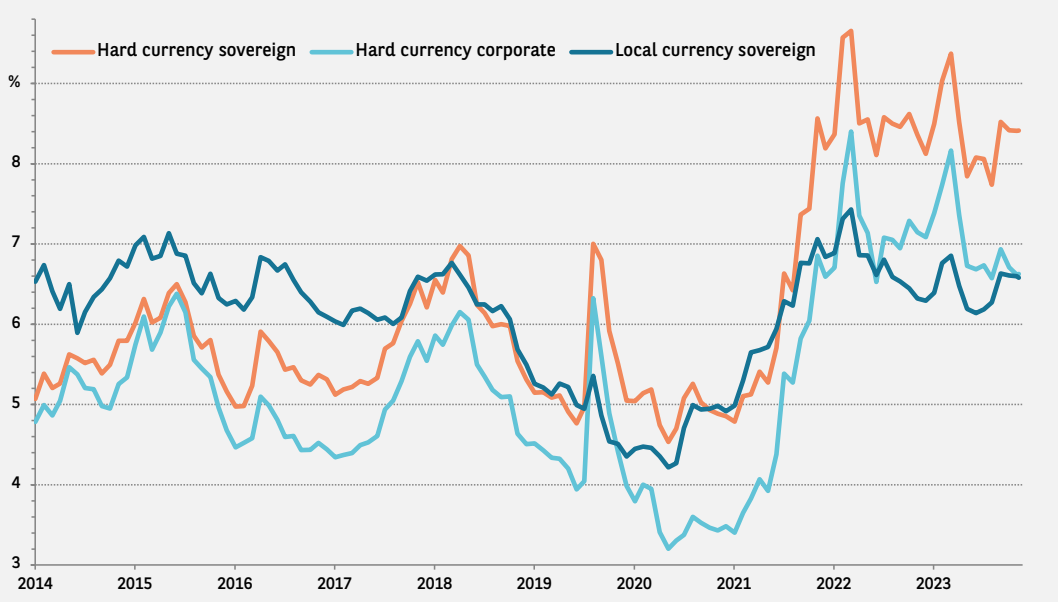
Mercados emergentes: hay que mantener la inversión, pero con criterio selectivo

El elevado rendimiento de la deuda emergente ofrece un nivel competitivo de generación de rentas. En nuestra opinión, la recuperación de las economías, la reducción de los tipos de interés y el fortalecimiento de las divisas han convertido a la clase de activo en una buena oportunidad para los inversores (véase el gráfico 6).

Gráfico 6

La deuda emergente ofrece unos niveles competitivos de generación de rentas

Rendimientos del índice de mercados emergentes



Información a 2 de julio de 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Los mercados desarrollados están comenzando a enfrentarse a la volatilidad relacionada con las elecciones, pero los mercados emergentes han tenido ya un apretado calendario electoral. La volatilidad derivada de las elecciones puede ofrecer oportunidades a los inversores activos.

En los países con fundamentales sólidos, como Sudáfrica o México, las noticias relativas a las elecciones pueden hacer que los mercados reaccionen de forma exagerada. En nuestra opinión, el análisis de la trayectoria de crecimiento económico de un país y de su nivel de compromiso con las reformas permite identificar oportunidades atractivas.

Los bonos en dólares ofrecen rendimientos atractivos y oportunidades selectivas

La deuda emergente denominada en divisa extranjera ha repuntado con fuerza en los últimos meses, impulsada por unos fundamentales favorables, una tendencia a la baja de las tasas de impago y unos rendimientos atractivos. Aun con las ganancias recientes, la deuda soberana en divisa extranjera ofrece diferenciales sobre la deuda corporativa estadounidense de calificación similar superiores a 200 puntos básicos (2%). Además, prevemos una limitación de la oferta en los próximos meses de 2024 y en 2025.

Este año, varios países emergentes han asistido a un repunte significativo de su deuda pública, ya que se han embarcado en procesos de reestructuración de la deuda o de negociación de ayuda financiera externa (Egipto, Turquía, Zambia). De cara al futuro, algunos países como Sri Lanka, que aún está inmersa en un proceso de reestructuración, y Ghana, que debería finalizarlo antes de las próximas elecciones, podrían ofrecer más potencial alcista. Incluso Argentina, que aún se está adaptando al programa económico del nuevo presidente, podría ofrecer a los inversores reformas de mercado constructivas y buenas noticias.

Selección de títulos en deuda corporativa

Pensamos que la deuda corporativa emergente continúa resultando atractiva en relación con la estadounidense, sobre todo en el ámbito del alto rendimiento.

Los fundamentales de las empresas de mercados emergentes son más favorables que los de las empresas estadounidenses con calificación similar. Las de los mercados emergentes presentan unos niveles agregados de efectivo superiores, unos ratios comparables de cobertura por intereses y unos ratios de apalancamiento inferiores. Además, al igual que ocurre con la deuda pública de los mercados emergentes, prevemos un nivel relativamente moderado de oferta de deuda corporativa en 2025.

Los fundamentales de las empresas de mercados emergentes continúan siendo más favorable que los de las estadounidenses con calificación similar

Los diferenciales del índice de deuda corporativa aumentaron el año pasado, lo que ha favorecido que ciertos segmentos del mercado parezcan más caros, sobre todo en el ámbito de la deuda de grado de inversión. Vemos más oportunidades en los mercados frontera.

Oportunidades en la deuda denominada en divisa local

El precio de la deuda emergente denominada en divisa local ha caído recientemente, aun cuando los fundamentales siguen siendo favorables. Las economías se están recuperando sin las grandes medidas de estímulo fiscal que hemos visto en muchos países desarrollados, y los bancos centrales han logrado en gran medida cumplir sus objetivos de inflación. Continuamos valorando positivamente la revalorización de las divisas y la caída de los rendimientos de los bonos en los mercados emergentes.

En nuestra opinión, las valoraciones siguen resultando atractivas en América Latina y en la mayor parte de la región EMEA. Las oportunidades en Asia son más moderadas, dado el retraso en los ciclos de recortes de tipos que se observa en Corea del Sur, la India y Filipinas.

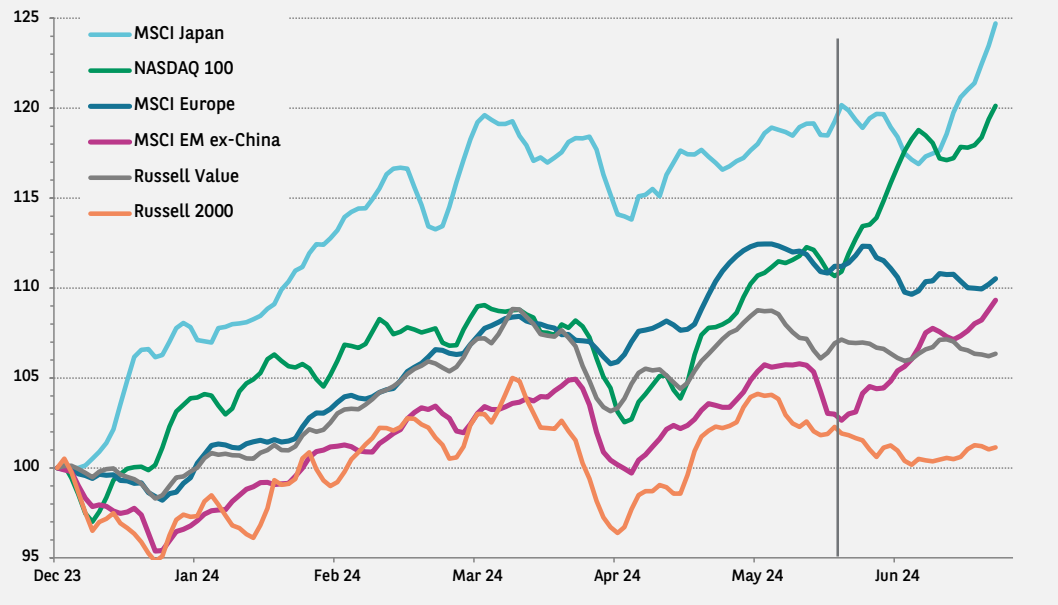
Renta variable estadounidense

A principios de año, la opinión de consenso era que las ganancias del mercado de renta variable estadounidense vendrían impulsadas por los seis o siete recortes de tipos de interés que descontaban los mercados. Dichas expectativas cayeron a uno o dos recortes de tipos, pero la renta variable estadounidense repuntó igualmente, sobre todo las empresas de crecimiento (véase el gráfico 7).

Gráfico 7

El rendimiento del mercado comienza a diferenciarse

Índices de rentabilidad total en términos de divisa local salvo en el caso de los índices regionales (en USD)



Información a 5 de julio de 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La razón que estuvo detrás de la subida de los mercados a pesar del aumento de las tasas de descuento fueron los beneficios empresariales: en lo que va de año, la previsión de beneficios para los próximos doce meses ha aumentado un 10% (un 7% si excluimos a las llamadas «siete magníficas»). El repunte registrado más recientemente por el índice ha venido en parte impulsado por la posibilidad de que la Reserva Federal acabe recortando los tipos en mayor medida o antes de lo previsto, tras conocerse la caída de la inflación que se ha producido en el mes de mayo (véase el gráfico 1).

No obstante, esta posibilidad resulta aún bastante incierta. Los datos de mayo marcaron una fuerte caída con respecto al patrón registrado en los cuatro meses anteriores, y es posible que la inflación de junio vuelva a acercarse al nivel registrado en esos meses. Además, en nuestra opinión, el aumento de las probabilidades de una victoria de Trump en las elecciones de noviembre (y las políticas inflacionistas que podrían derivarse de ello) reducen la posibilidad de que la Reserva Federal recorte los tipos de interés este año. Si se diera este escenario, el índice NASDAQ podría perder parte de las ganancias registradas en el mes de junio, pero seguimos confiando en las perspectivas de beneficios a medio plazo.

No cabe duda de que las valoraciones son motivo de preocupación, pero es posible que lo sean menos en el caso del NASDAQ que para otras partes del mercado estadounidense. Aunque el NASDAQ ha subido de manera notable desde el pasado mes de octubre, cuando mayor era el optimismo sobre el posible inicio de los recortes de tipos por parte de la Reserva Federal, las expectativas de beneficios empresariales también han aumentado, lo que ha permitido mantener el ratio precio-beneficios (PER).

En la actualidad, la puntuación z del ratio PER del NASDAQ 100 es solo de 0,4, bastante inferior a la del índice Russell 1000 Value (0,8), lo que aumenta el atractivo de las empresas de crecimiento desde el punto de vista de las valoraciones. Las valoraciones de las empresas de pequeña capitalización son similares a las de las empresas de valor (véase el gráfico 8).

Gráfico 8
Puntuación Z del ratio proyectado de precio-beneficios

Market	United States	Japan	EM ex-China	Developed Markets	Russell Value	US Small Cap	NASDAQ	Emerging Markets	Europe	China
z-score	1.6	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8	0.4	-0.1	-0.2	-0.7

Shading					
z-score	>1	>0.5	-0.5 - 0.5	<-0.5	<-1

Información a 5 julio 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management

Esta combinación de perspectivas favorables de beneficios empresariales y valoraciones razonables explica la sobreponderación en el NASDAQ de nuestro equipo multiactivos.

Es más probable que los riesgos que puedan amenazar a estos resultados positivos de la renta variable estadounidense se materialicen el próximo año. El crecimiento debe ralentizarse aún más para que la inflación estadounidense alcance el objetivo fijado por el banco central, por lo que es posible que los beneficios no aumenten tanto como prevén actualmente los analistas (la previsión actual apunta a un crecimiento interanual de los beneficios del 18,8% en 2025 frente a los niveles registrados en 2024 para el índice NASDAQ y del 13,3% para el Russell Value).

Es imposible anticipar cómo reaccionaría la Reserva Federal a las políticas inflacionistas que pudiera poner en marcha el gobierno de Trump, pero un aumento de los tipos de interés, en lugar de un recorte, también tendría un efecto negativo en los mercados. No obstante, las perspectivas a medio plazo nos siguen resultando favorables.

Renta variable europea

Al menos hasta finales del mes de mayo, la renta variable europea registró unos resultados similares a los del índice NASDAQ, algo bastante inusual. Más recientemente, el mercado europeo se ha visto superado por el índice, con una caída del 1% en junio, frente a la subida del 6% del NASDAQ.

Esta reciente divergencia refleja un fenómeno más amplio: en la primera parte del año, los mercados mostraban una elevada correlación, y la mayoría de los índices subían o bajaban de forma similar (aunque, como es obvio, en distintos grados).

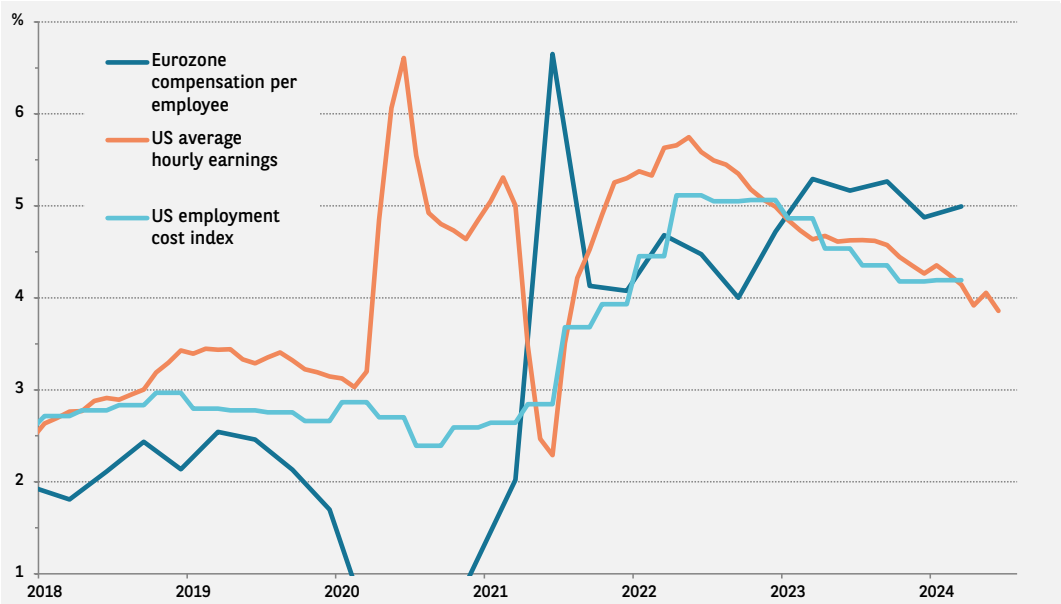
Últimamente, los factores idiosincráticos han comenzado a cobrar mayor importancia. En Estados Unidos, la reducción de la inflación ha impulsado a las empresas de crecimiento, pero en Europa la inflación ha mostrado un carácter más persistente. El riesgo político es superior actualmente en Europa, y los datos económicos más recientes han resultado decepcionantes (producción industrial, ventas minoristas, índices de gestión de compras).

La debilidad de las ventas minoristas, con caídas intermensuales en Francia y España en mayo, y en Alemania e Italia en abril, resulta especialmente sorprendente, ya que hay razones que nos llevan a pensar que la demanda de los consumidores debería acelerarse. La tasa de desempleo de la región se sitúa en mínimos históricos y las ganancias salariales han aumentado, superando a las registradas en Estados Unidos (véase el gráfico 9).

Gráfico 9

El crecimiento salarial de la eurozona supera al de Estados Unidos

Variación interanual



Información a 5 julio 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La razón de que ello no se haya traducido en un aumento del consumo podría estar en el origen de estas ganancias salariales. Aunque algunos trabajadores sí que han registrado un aumento de los salarios, el aumento de los ingresos también ha procedido de bonificaciones puntuales realizadas para compensar la inflación anterior. Dado que no se trata de un aumento permanente del nivel de renta de los hogares, es posible que los consumidores prefieran ahorrar esta cantidad en lugar de gastarla.

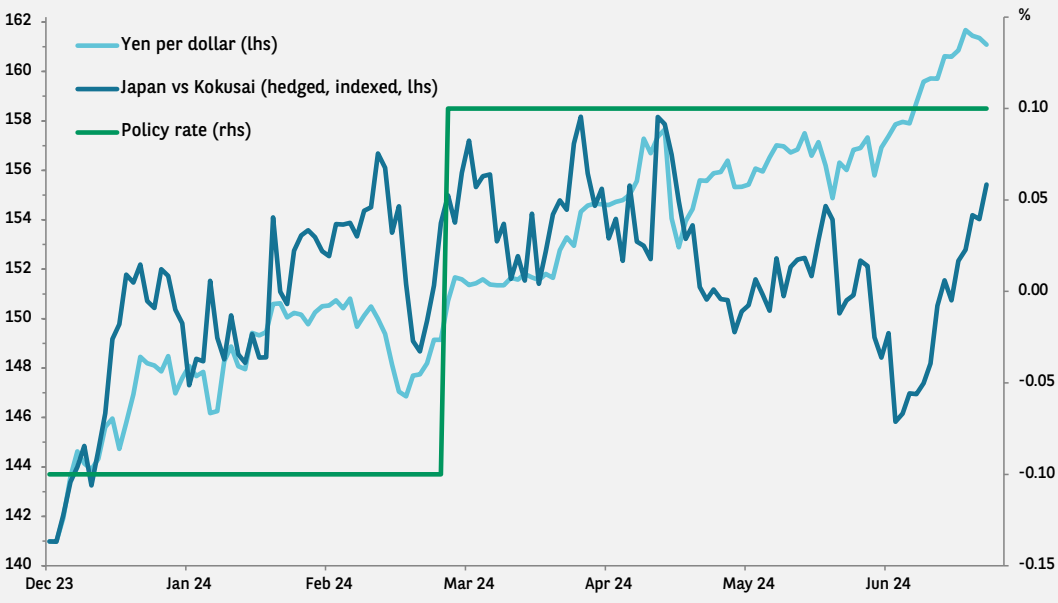
No obstante, pensamos que la demanda aumentará, sobre todo ahora que el BCE ha empezado a recortar los tipos de interés. Por lo tanto, nuestro equipo multiactivos mantiene una exposición sobreponderada al índice de empresas de pequeña capitalización de la eurozona frente al de gran capitalización, ya que el aumento del consumo de los hogares debería favorecer especialmente a las empresas orientadas al mercado nacional. Las valoraciones también resultan atractivas, ya que el ratio PER relativo se sitúa por debajo de su media a largo plazo.

Renta variable asiática

En lo que va de año, Japón (índice MSCI Japan, con una capitalización de mercado de 3,9 billones de dólares) y China (MSCI China, con una capitalización de 1,9 billones), que son los dos principales mercados asiáticos, han ofrecido resultados muy diferentes. Japón se ha situado entre los cinco mayores mercados de renta variable con mejores resultados, el segundo después de Estados Unidos (rentabilidad total en términos de divisa local a 4 de julio de 2024), y China ha sido el que ha registrado peores resultados.

Las ganancias del mercado japonés han venido impulsadas en gran medida por el debilitamiento del yen (la rentabilidad registrada desde principios de año por el índice MSCI Japan en términos de yen es del 26%, y solo del 10% en dólares). Cuando el Banco de Japón pasó de una política de tipos de interés negativos a otra de tipos positivos, dicha depreciación quedó frenada, y con ella el resultado superior de la renta variable japonesa con respecto al resto del mundo (índice Kokusai; véase el gráfico 10).

Gráfico 10
La renta variable japonesa recupera parte del rendimiento perdido



Información a 4 julio 2024. Nota: Kokusai: renta variable global excluido el mercado japonés. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

El reciente episodio de debilidad del yen ha ayudado al mercado a recuperar parte del rendimiento perdido en los dos últimos meses, pero nos preguntamos si esta tendencia del yen continuará y, por tanto, si la renta variable japonesa podrá mantener sus favorables resultados relativos.

Renta variable china

Los resultados registrados por el índice de renta variable MSCI China han sido igual de sorprendentes que los del MSCI Japan, pero para mal. Quizás no tenía mucho sentido esperar un comportamiento del mercado de renta variable china similar al de Estados Unidos y Europa tras la reapertura de las respectivas economías, dadas las grandes diferencias que existieron entre las restricciones impuestas por los distintos países durante la pandemia. Sin embargo, tras tres años de grandes restricciones en China, parecía razonable pensar que se produciría un aumento importante y continuado de los beneficios empresariales y, por tanto, de las cotizaciones bursátiles. En lugar de ello, las expectativas de beneficios se han estancado, con un aumento de solo el 2% en los últimos doce meses.

Los resultados registrados por el índice de renta variable MSCI China han sido igual de sorprendentes que los del MSCI Japan.

Las razones son numerosas: aranceles y restricciones a la importación por parte de Estados Unidos, decepción de los inversores con la política gubernamental, situación del mercado inmobiliario, etc. Tras la celebración de las «dos sesiones» en el mes de marzo, el índice MSCI de acciones H registró buenos resultados gracias al cambio de tendencia que se produjo en el sentimiento inversor. Sin embargo, los inversores nacionales no parecieron tan entusiasmados (el índice de acciones A subió mucho menos).

Desde entonces, la mayor parte de los resultados superiores registrados por el índice de acciones H ha ido desapareciendo. La próxima celebración del tercer pleno del Partido Comunista podría volver a impulsar las ganancias del mercado, aunque sería necesario que las autoridades anunciaran sólidas medidas de estímulo, algo que no pensamos que vaya a ocurrir.

En la elaboración de este informe han participado Cedric Scholtes, director de deuda soberana global, tipos de interés e inflación; Alberto Talero, gestor de deuda soberana europea; Christophe Auvity, director de crédito corporativo global; y Alaa Bushehri, director de deuda de mercados emergentes.

Los artículos pueden contener lenguaje técnico, por lo que podrían no resultar adecuados para lectores que no tengan experiencia profesional en inversiones. Todos los pareceres expresados en el presente documento son los del autor en la fecha de su publicación, se basan en la información disponible y podrían sufrir cambios sin previo aviso. Los equipos individuales de gestión podrían tener opiniones diferentes y tomar otras decisiones de inversión para distintos clientes. El presente documento no constituye una recomendación de inversión. El valor de las inversiones y de las rentas que generan podría tanto bajar como subir, y es posible que el inversor no recupere su desembolso inicial. Las rentabilidades obtenidas en el pasado no son garantía de rentabilidades futuras. Es probable que la inversión en mercados emergentes o en sectores especializados o restringidos esté sujeta a una volatilidad superior a la media debido a un alto grado de concentración, a una mayor incertidumbre al haber menos información disponible, a una liquidez más baja o a una mayor sensibilidad a cambios en las condiciones sociales, políticas, económicas y de mercado. Algunos mercados emergentes ofrecen menos seguridad que la mayoría de los mercados desarrollados internacionales. Por este motivo, los servicios de ejecución de operaciones, liquidación y conservación en nombre de los fondos que invierten en emergentes podrían conllevar un mayor riesgo.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe, 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 venta o una invitación de compra, y no debe tenerse en cuenta o constituir, en ningún caso, la base de ningún tipo de contrato o compromiso. 2. Una recomendación de inversión. 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 de gestión de carteras no tiene obligación de actualizarlas o modificarlas. Se recomienda a los inversores consultar con sus propios asesores jurídicos o fiscales cualquier aspecto legal, fiscal, domiciliario o contable que sea aplicable en su caso antes de invertir en los instrumentos financieros con el fin de poder tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y las consecuencias de su inversión, en caso de estar autorizados a realizarla. 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. La documentación concernida por el presente aviso está disponible en www.bnpparibas-am.com

VIEWPOINT

July 2024 - Design: Creative Services BNPP AM - P2407024

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor sostenible para un mundo en evolución