

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Más renta variable y oro, menos renta fija

En marzo y principios de abril realizamos **cinco cambios** en nuestra asignación de activos:

- Aumentamos la exposición a los mercados de renta variable, neutralizando nuestra posición corta en renta variable europea y aumentando la exposición a renta variable japonesa. En combinación con nuestro posicionamiento largo en renta variable de Asia emergente, nuestra asignación de activos favorece ligeramente la renta variable.
- Redujimos la duración larga recortando en una tercera parte nuestra posición larga en el rendimiento real estadounidense tras los fuertes repuntes registrados a principios de marzo. Mantenemos una duración larga de 0,5 años; en el nivel máximo de nuestra asignación, registrado en noviembre, la duración larga se situaba entre uno y dos años.
- En el ámbito de la deuda soberana europea, iniciamos un posicionamiento orientado al aumento de la curva entre los tramos de 5 y 30 años de la curva alemana (duración neutral), ante el incremento de las expectativas de mercado de cara a un posible recorte de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo este verano. El momento elegido resulta esencial, y pensamos que lo más eficaz sería operar dos meses antes del primer recorte.
- Eliminamos la cobertura de nuestra posición larga en renta variable japonesa, adoptando un posicionamiento largo en el yen japonés además de en renta variable, ante el fin de la política de tipos de interés negativos en el país. Lo hemos financiado con francos suizos, divisa que funciona como indicador del euro, ante la orientación del Banco Nacional Suizo, más favorable a próximos recortes de tipos. Tras el recorte sorpresa anunciado recientemente por la entidad, incorporamos una posición en JPY/CHF.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

- Incorporamos y formalizamos una posición larga en oro como cobertura principal frente a la inflación y con unos fundamentales favorables. Aumentamos nuestra asunción general de riesgos durante el periodo, hacia el quintil de riesgo neutral (para fondos multiactivos flexibles).

Ya comentamos en nuestro último informe mensual que el discurso que apuntaba a un escenario de equilibrio de la economía, con un aumento del crecimiento y una caída de la inflación, iba a tener que enfrentarse a ciertos riesgos en el primer semestre de 2024, más por el carácter persistente de la inflación en Estados Unidos que por la debilidad del crecimiento. Y así ha sido. Un crecimiento por encima de la tendencia en Estados Unidos y el notable impulso que ha sufrido la inflación a causa de ciertos factores puntuales (como los seguros de automóviles, que provocaron la mitad de la subida que registró el IPC en marzo) han cuestionado la narrativa que apuntaba a una depreciación sostenida de los precios.

El crecimiento de la economía, no obstante, se enfrenta a numerosos riesgos en los próximos trimestres. Si la inflación sigue siendo alta, los elevados tipos de interés reales podrían acabar afectando a la actividad en mayor medida de lo que hemos visto hasta ahora, sobre todo si se van agotando las reservas de ahorro acumuladas por los consumidores. La posibilidad de que se produjera alguna sorpresa desagradable en el ámbito de los bancos regionales estadounidenses ante los problemas que presenta el sector inmobiliario comercial también podría afectar al crecimiento. Además, el coste del crédito se ha disparado para las empresas y los consumidores, las medidas de ayuda fiscal están disminuyendo y los riesgos electorales son elevados.

Fuera de Estados Unidos, la situación parece más equilibrada. En la eurozona, los riesgos apuntan a un crecimiento moderadamente superior, salvo en Alemania. Los últimos datos han superado unas expectativas de consenso que van mejorando de manera gradual, los mercados laborales han mantenido su solidez y los datos de las encuestas realizadas a empresas y consumidores también parecen más favorables.

En lo que respecta al Reino Unido, vemos unas perspectivas ligeramente favorables a partir de un punto de partida de bajo crecimiento. Los datos correspondientes a la actividad manufacturera y al mercado de la vivienda han mejorado, al igual que los relativos al consumo y las ventas minoristas, y la inflación ha dejado de caer. Las perspectivas de beneficios empresariales futuros se han mantenido estables.

Por su parte, a pesar de la debilidad que han mostrado los datos macroeconómicos en Japón, el sector empresarial parece estar en un buen momento.

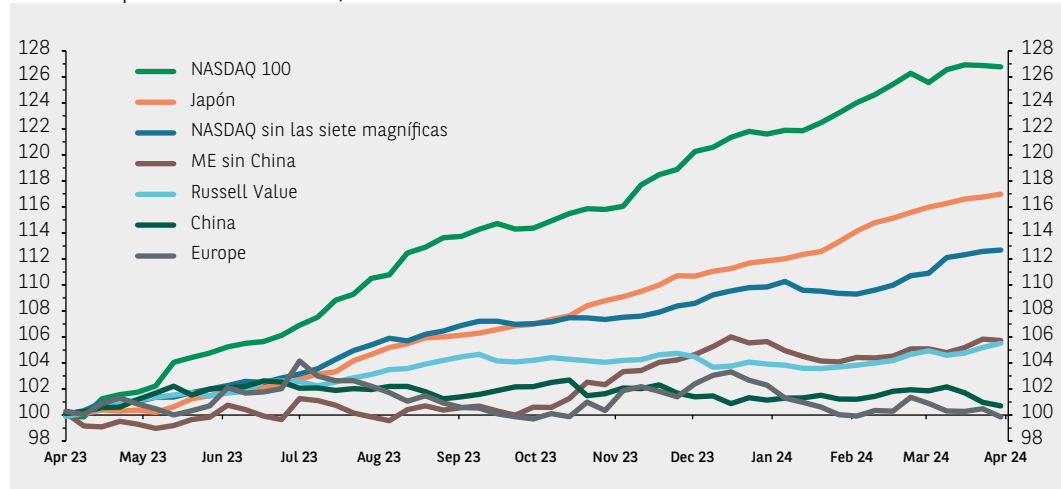
Mayor exposición a la renta variable

La renta variable japonesa parece atravesar un buen momento y ofrece a los inversores exposición a interesantes temáticas de inversión sectoriales y coyunturales, entorno que se ve también favorecido por sólidas reformas estructurales y precios atractivos. Tanto los fundamentales como las valoraciones parecen favorables, a pesar del fuerte repunte que ha registrado este año el mercado japonés.

En efecto, como los beneficios empresariales han continuado creciendo (mucho más de lo que podría explicarse por las fluctuaciones de la divisa), la renta variable japonesa ha mantenido su atractivo en términos de valoración. Cotiza con un descuento del 15% en lo que se refiere al ratio PER (precio-beneficio) proyectado en relación con la renta variable global y del 50% en los ratios proyectados de precio-valor contable y precio-ventas. Desde nuestro último informe mensual, hemos aumentado la exposición a la renta variable japonesa.

Gráfico 1**Las expectativas de beneficios empresariales aumentan con fuerza en Japón**

Previsión próximos 12 meses, en divisa local

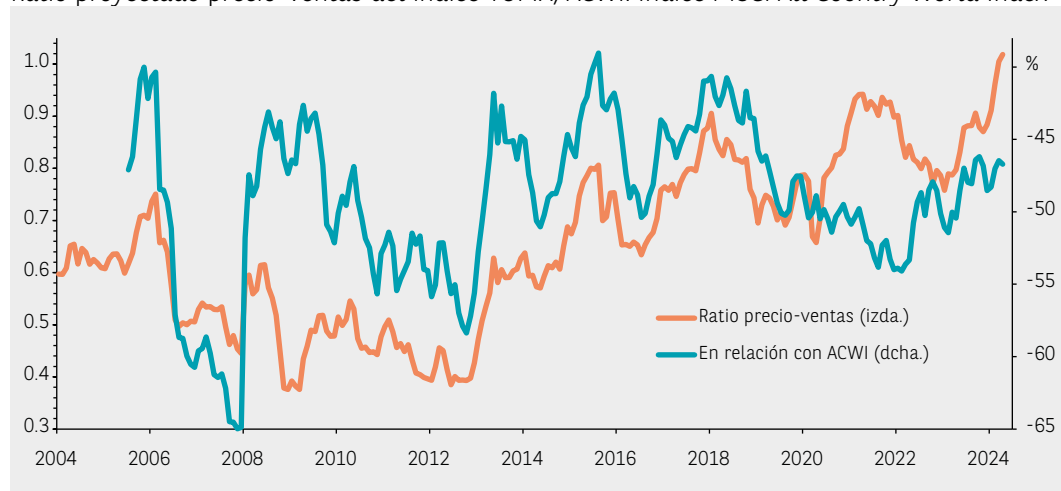


Información a 11 de abril de 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Por el contrario, aunque las expectativas de beneficios en China aún no han aumentado, los «brotes verdes» que está registrando el sector manufacturero en todo el mundo deberían favorecer a aquellas áreas que presentan una intensa actividad manufacturera, un apalancamiento operativo y una valoración atractiva, como es el caso de Asia emergente, que podría recibir el respaldo adicional de la política china.

Gráfico 2**Atractivas valoraciones del mercado de renta variable japonesa**

Ratio proyectado precio-ventas del índice TOPIX; ACWI: índice MSCI All Country World Index



Información a 12 de abril de 2024. Fuente: LSEG, BNP Paribas Asset Management.

Aumento de los diferenciales entre el franco suizo y el yen japonés

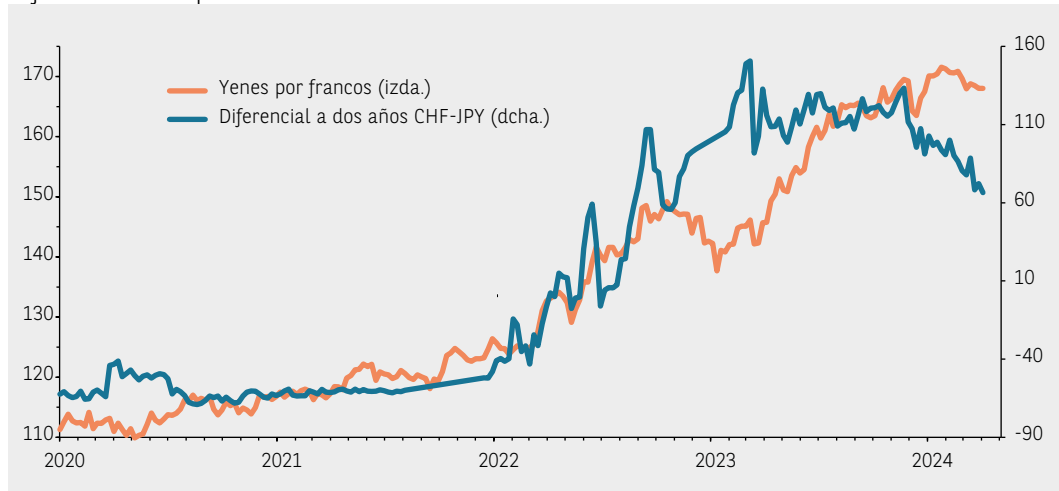
Durante el periodo cambiamos nuestra exposición larga al yen japonés (JPY) frente al euro, que resultaba caro en términos de carry, por la exposición larga frente al franco suizo (CHF), que se considera un indicador de alfa del euro (EUR). Las valoraciones del par de divisas (JPY/CHF) se sitúan en los niveles más extremos de las últimas décadas en una variedad de parámetros, y el banco central suizo ha comenzado a recortar los tipos de interés en línea con las expectativas de nuestros economistas, aunque en contra de la opinión de consenso.

Por su parte, el Banco de Japón inició un ciclo de subidas de tipos (tras varias décadas de política monetaria expansiva) en la misma semana que el Banco Nacional Suizo comenzó con los recortes. Los diferenciales de tipos de interés podrían continuar aumentando, ya que ambos bancos centrales han dejado abierta la posibilidad de intervenir en el mercado de divisas. El Banco Nacional Suizo ha mantenido la opción de venta de francos y el Ministerio de Economía de Japón amenaza con compras de yenes.

Gráfico 3

Gran diferencia entre el tipo de cambio CHF/JPY y el rendimiento de los bonos

Diferencial del tipo a dos años



Información a 12 de abril de 2024. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Es oro todo lo que reluce

El oro ha repuntado con fuerza desde mediados de febrero, pero hemos mantenido nuestro posicionamiento («preferencia» por los metales preciosos, véase la tabla), ya que el sentimiento de mercado no parece extremo, el factor estacional y los datos históricos son favorables, la volatilidad del oro sigue siendo baja y la posición de mercado parece poco significativa.

La sobreponderación en oro trata de aprovechar cuatro factores positivos:

- Funciona como cobertura frente a un regreso de la inflación
- Es un elemento de diversificación en las carteras de inversión
- Los tipos de interés reales están cayendo
- Es un activo refugio en un entorno cada vez más multipolar

En lo que respecta a este último factor, los bancos centrales han comprado una media de 330 toneladas de oro al trimestre desde la invasión de Ucrania por parte de Rusia hace dos años, es decir, más de 2,5 veces la media trimestral registrada en los diez años anteriores.

Aumento de la pendiente de la curva de tipos en Alemania

Hemos iniciado un posicionamiento a favor del aumento de la pendiente 5-30 años de la curva alemana, ante la previsión de caída de los tipos a corto plazo.

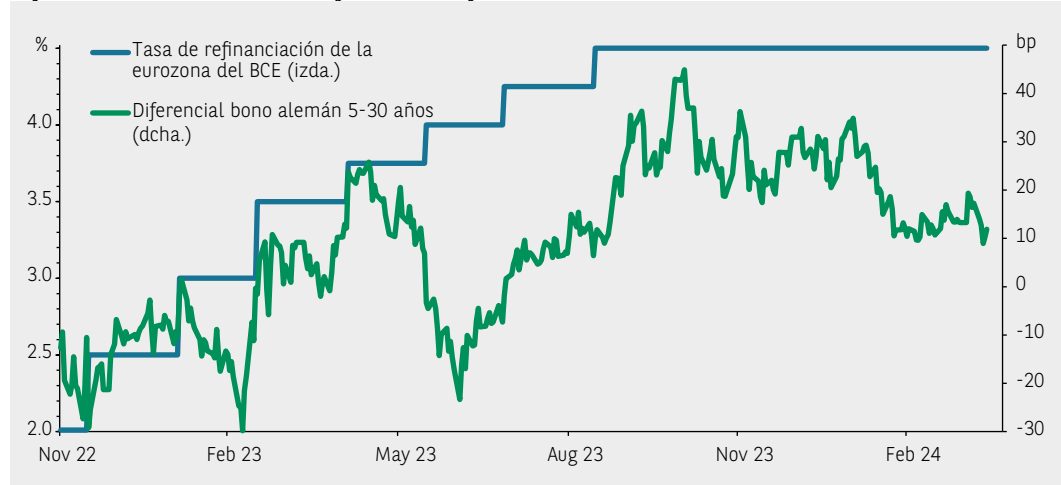
La debilidad del crecimiento de la economía alemana, combinada con la mejora de los datos de inflación en la eurozona, parece indicar que el Banco Central Europeo (BCE) adelantará a la Reserva Federal de Estados Unidos a la hora de recortar los tipos de interés, lo que provocará la reducción de los rendimientos de los bonos a corto plazo. El momento elegido resulta esencial, y lo ideal, en términos históricos, sería operar dos meses antes del primer recorte.

Además, el diferencial entre los títulos a 5 y 30 años refleja movimientos iniciales similares en el diferencial entre los títulos a 2 y 10 años, aunque a un coste mucho menor en términos de carry y de efecto roll-down.

Gráfico 4

El momento ideal para posicionarse a favor de un aumento de la pendiente es dos meses antes de un recorte de tipos de interés

Diferencial del bono alemán y tasa de refinanciación del BCE



Información a 12 de abril de 2024. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Clases de activo

En marzo y principios de abril realizamos cinco cambios en nuestra asignación de activos:

- Aumentamos la exposición a los mercados de renta variable, neutralizando nuestra posición corta en renta variable europea y aumentando la exposición a renta variable japonesa. En combinación con nuestro posicionamiento largo en renta variable de Asia emergente, nuestra asignación de activos favorece ligeramente la renta variable.
- Redujimos la duración larga recortando en una tercera parte nuestra posición larga en el rendimiento real estadounidense tras los fuertes repuntes registrados a principios de marzo. Mantenemos una duración larga de 0,5 años; en el nivel máximo de nuestra asignación, registrado en noviembre, la duración larga se situaba entre uno y dos años.
- En el ámbito de la deuda soberana europea, iniciamos un posicionamiento orientado al aumento de la curva entre los tramos de 5 y 30 años de la curva alemana (duración neutral), ante el incremento de las expectativas de mercado de cara a un posible recorte de tipos de interés por parte del BCE este verano. El momento elegido resulta esencial, y pensamos que lo más eficaz sería operar dos meses antes del primer recorte.
- Eliminamos la cobertura de nuestra posición larga en renta variable japonesa, adoptando un posicionamiento largo en el yen japonés además de en renta variable, ante el fin de la política de tipos de interés negativos en el país. Lo hemos financiado con francos suizos, divisa que funciona como indicador del euro, ante la orientación del Banco Nacional Suizo, más favorable a próximos recortes de tipos. Tras el recorte sorpresa anunciado recientemente por la entidad, incorporamos una posición en JPY/CHF.
- Incorporamos y formalizamos una posición larga en oro como cobertura principal frente a la inflación y con unos fundamentales favorables. Aumentamos nuestra asunción general de riesgos durante el periodo, hacia el quintil de riesgo neutral (para fondos multiactivos flexibles).

Perspectivas de las clases de activo

	Fuerte rechazo	Rechazo	Neutral	Preferencia	Fuerte preferencia
PRR/propensión al riesgo		X			
Asignación de activos			Bienes inmuebles LiquidezMaterias primas	Renta variable Deuda pública Crédito	
Regiones de renta variable			Europa sin RU Estados Unidos Reino Unido Mercados emergentes (sin Asia)	Japón Asia emergente	
Volumen / estilo de renta variable	Bienes de consumo básico	Servicios de utilidad pública	Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran capitalización EE. UU. Pequeña capitalización EE. UU.	Industria Sanidad Finanzas Tecnología	
Deuda soberana		Japón	Australia Europa Australia	Deuda estadounidense ligada a la inflación MBS EE. UU. Deuda emergente denominada en divisa local	
Crédito			Deuda emergente Grado de inversión EE. UU. Deuda estadounidense de alto rendimiento Deuda europea de alto rendimiento		
Materias primas			Energía Metales básicos	Metales preciosos	
Divisas		CHF	EUR, USD, AUD, GBP	Divisas emergentes, JPY	

Fuente: BNP Paribas Asset Management, marzo 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 marzo 2024. Fuente: BNP Paribas Asset Management.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe, "the investment management company", is a simplified joint stock company with its registered office at 1 boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, registered with the "Autorité des marchés financiers" under number GP 96002. This material is issued and has been prepared by the investment management company. This material is produced for information purposes only and does not constitute: 1. an offer to buy nor a solicitation to sell, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or 2. investment advice. This material makes reference to certain financial instruments authorised and regulated in their jurisdiction(s) of incorporation. No action has been taken which would permit the public offering of the financial instrument(s) in any other jurisdiction, except as indicated in the most recent prospectus of the relevant financial instrument(s), or on the website (under heading "our funds"), where such action would be required, in particular, in the United States, to US persons (as such term is defined in Regulation S of the United States Securities Act of 1933). Prior to any subscription in a country in which such financial instrument(s) is/are registered, investors should verify any legal constraints or restrictions there may be in connection with the subscription, purchase, possession or sale of the financial instrument(s). Investors considering subscribing to the financial instrument(s) should read carefully the most recent prospectus and Key Information Document (KID) and consult the financial instrument(s)' most recent financial reports. These documents are available in the language of the country in which the financial instrument(s) is authorised for the distribution and/or in English as the case may be, on the following website, under heading "our funds": <https://www.bnpparibas-am.com/> Opinions included in this material constitute the judgement of the investment management company at the time specified and may be subject to change without notice. The investment management company is not obliged to update or alter the information or opinions contained within this material. Investors should consult their own legal and tax advisors in respect of legal, accounting, domicile and tax advice prior to investing in the financial instrument(s) in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment therein, if permitted. Please note that different types of investments, if contained within this material, involve varying degrees of risk and there can be no assurance that any specific investment may either be suitable, appropriate or profitable for an investor's investment portfolio. Given the economic and market risks, there can be no assurance that the financial instrument(s) will achieve its/their investment objectives. Returns may be affected by, amongst other things, investment strategies or objectives of the financial instrument(s) and material market and economic conditions, including interest rates, market terms and general market conditions. The different strategies applied to financial instruments may have a significant effect on the results presented in this material. Past performance is not a guide to future performance and the value of the investments in financial instrument(s) may go down as well as up. Investors may not get back the amount they originally invested. The performance data, as applicable, reflected in this material, do not take into account the commissions, costs incurred on the issue and redemption and taxes. You can obtain this by clicking here: www.bnpparibas-am.fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs a summary of investor rights in French. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE may decide to discontinue the marketing of the financial instruments, in the cases covered by the applicable regulations. "The sustainable investor for a changing world" reflects the objective of BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France to integrate sustainable development into its activities, although not all funds managed by BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France fulfil the requirement of either Article 8, for a minimum proportion of sustainable investments, or those of Article 9 under the European Regulation 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR). For more information, please see www.bnpparibas-am.com/en/sustainability.

Abril de 2024 - Design: Creative Services BNPP AM - P2404054

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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