

PERSPECTIVAS PARA LA RENTA VARIABLE

ABRIL 2023



Daniel Morris
Estratega jefe
de mercado

Un frágil repunte

- Algunos observadores del mercado se han mostrado optimistas ante el próximo fin del ciclo de subidas de tipos de interés de la Reserva Federal. Sin embargo, si nos centramos en los tipos de interés, podemos perder un poco la perspectiva. La Reserva Federal está subiendo los tipos porque el crecimiento económico es demasiado sólido como para que la entidad pueda cumplir su objetivo de inflación. Las ganancias que ha registrado recientemente el mercado de renta variable reflejan el efecto favorable a corto plazo que ha provocado el crecimiento en los beneficios. Solo cuando la economía comience a ralentizarse de manera más significativa y nos aproximemos a la recesión iniciará la Reserva Federal el ciclo de recortes de tipos. Dicha desaceleración afectará tanto a los beneficios empresariales como a los mercados de renta variable.
- Pensamos que los índices de renta variable estadounidense y europea podrían verse superados por los de mercados emergentes, ya que tanto la Reserva Federal como el BCE mantienen el endurecimiento de sus respectivas políticas monetarias. Por el contrario, los mercados emergentes se verán favorecidos por la reapertura de la economía china. Las expectativas de beneficios empresariales ya se han ajustado a la baja en los mercados emergentes, pero las previsiones son excesivamente optimistas en los mercados desarrollados.
- La próxima caída de los tipos de interés podría impulsar a las empresas de crecimiento frente a las de valor y, por tanto, a Estados Unidos frente a Europa. Europa se ha visto más favorecida que Estados Unidos por la subida de los precios de las materias primas y la normalización de los tipos de interés. Estos factores favorables se convertirán en desfavorables a medida que avance el año.



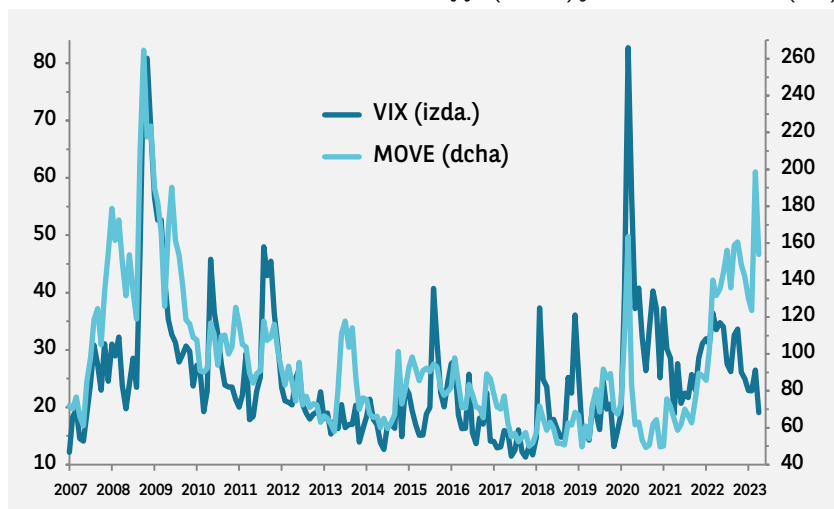
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor
sostenible para un
mundo en evolución

Gráfico 1

La volatilidad de la renta fija ha sido inusualmente alta en relación con la de la renta variable

Volatilidad máxima mensual de la renta fija (MOVE) y la renta variable (VIX)



Información a 18 de abril de 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Además de hacer frente a la volatilidad que registraron los mercados el año pasado (véase gráfico 1), los inversores han tenido también que enfrentarse a la volatilidad «retórica». La inestabilidad sin precedentes que han provocado las restricciones impuestas a causa del covid y las posteriores reaperturas ha dificultado a los inversores la construcción de una narrativa que explique los datos económicos y los movimientos del mercado, en ocasiones contradictorios. En solo unos meses, hemos pasado de anticipar un «aterrizaje suave» de la economía a escenarios de recalentamiento, estanflación y aterrizaje brusco.

Una de las razones que explica la falta de continuidad del discurso ha sido la incapacidad de «creerse» los datos. Los organismos estadísticos se han esforzado por aplicar factores de ajuste estacional para tratar de normalizar los datos en una época que no tiene nada de normal. Las revisiones han sido inusualmente acusadas.

Estos problemas, que también han afectado a la política de los bancos centrales, son el resultado de la fuerte conmoción económica que ha provocado la pandemia. Además, el regreso de la inflación acabó con una tendencia alcista del mercado de renta fija de más de 50 años, por lo que muchas de las correlaciones históricas posteriores a 1980 no resultan fiables.

La incertidumbre resultante puede apreciarse en la dispersión de las previsiones de ganancias por acción de las compañías que conforman el índice S&P 500, que ha superado los niveles registrados durante la crisis financiera mundial y los periodos de confinamiento impuestos a causa del covid (véase gráfico 2).

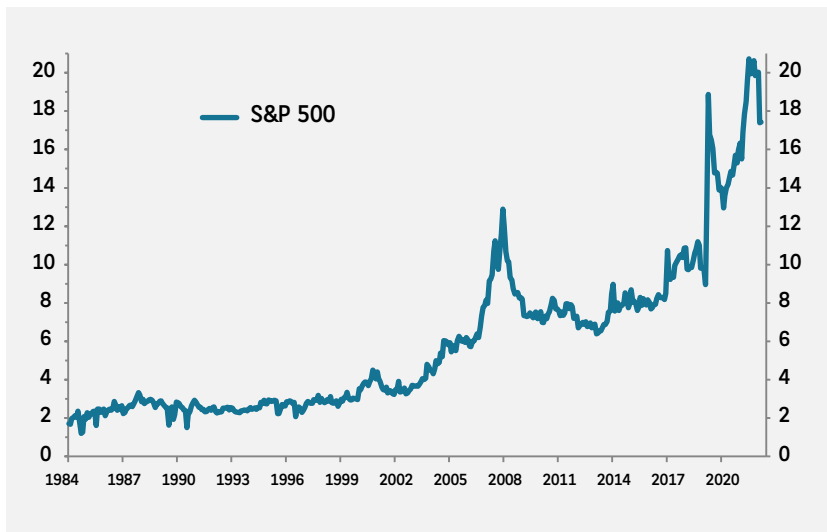
No obstante, los inversores deben poder contar con unas perspectivas del mercado, aunque actualmente no podamos confiar demasiado en ellas y debamos validarlas continuamente con los datos que se van conociendo.



“Los inversores han tenido también que enfrentarse a la volatilidad «retórica»”

Gráfico 2**La incertidumbre de los analistas sobre las perspectivas es muy elevada**

Desviación estándar de las previsiones de los analistas para la previsión de beneficios a 18 meses



Información a 18 de abril de 2023. Fuente: IBES, BNP Paribas Asset Management.

Lo que realmente va a determinar la rentabilidad en Estados Unidos y Europa este año será saber si finalmente va a producirse una recesión y, en caso afirmativo, cuándo y cómo de grave podría llegar a ser. En nuestra opinión, sin una ralentización de la economía (que podría comenzar en la segunda mitad del año en Estados Unidos y la eurozona), la inflación no volverá al nivel objetivo de los bancos centrales.

La inflación subyacente sigue siendo elevada; se está acelerando en la eurozona y desacelerando muy lentamente en Estados Unidos. La inestabilidad que se ha registrado recientemente en el sector bancario ayudará a los bancos centrales, ya que podría ralentizar el crecimiento y, por tanto, la inflación. Pero no parece probable que vaya a ser suficiente.

Por consiguiente, prevemos que los tipos de interés van a subir más de lo que esperan los mercados. Salvo que se produzca una caída mucho más significativa de los activos de riesgo, la Reserva Federal no puede permitirse abandonar su objetivo de reducción de la inflación. Por lo tanto, en un entorno en el que los tipos de interés podrían mantenerse en niveles elevados durante más tiempo del inicialmente previsto y la liquidez continúa reduciéndose, podrían producirse nuevas sorpresas en los mercados.

Estados Unidos: ¿descuentan los mercados una recesión?

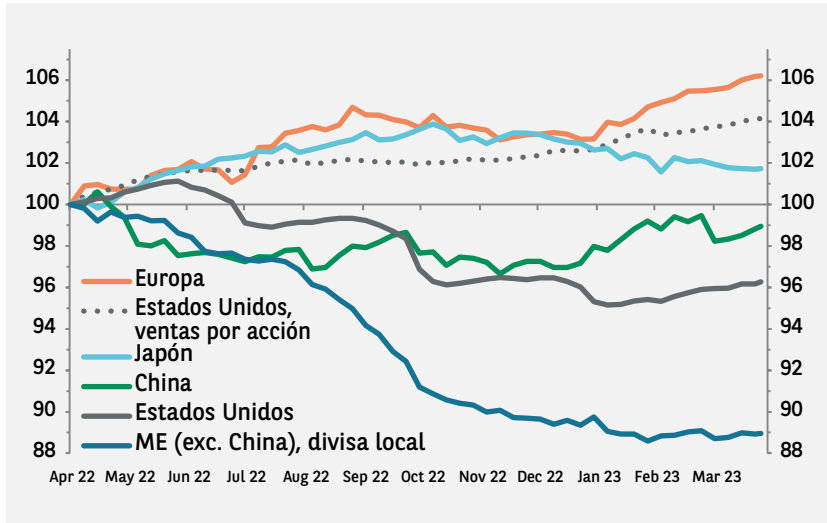
No cabe duda de que la opinión de consenso apunta a una recesión. Son numerosos los datos que así lo indican, y la curva de tipos estadounidense lleva ya varios meses invertida. La reciente inestabilidad que ha registrado el sector bancario de Estados Unidos ha consolidado las expectativas de recesión, ante la probable ralentización del crecimiento del crédito. Sin embargo, los desfavorables resultados que registró el año pasado el mercado estadounidense de renta variable y la revisión a la baja de las cifras de beneficios (véase gráfico 3), han llevado a algunos expertos a afirmar que los mercados ya descuentan una recesión.



“La pregunta clave es cómo de grave podría llegar a ser la recesión en Estados Unidos”

Gráfico 3

En Estados Unidos, las expectativas de beneficios han caído más que las ventas
 Previsión de ganancias por acción, próximos doce meses, divisa local



Información a 14 de abril de 2023. Fuente: IBES, BNP Paribas Asset Management.

En nuestra opinión, no es así. Aunque la previsión de beneficios empresariales ha disminuido, ello refleja la caída de los márgenes que han provocado los elevados costes de los insumos y de la mano de obra, más que la disminución directa de los beneficios que cabría esperar en un escenario de recesión.

Se prevé que las cifras de beneficios crezcan solo un 0,3% este año, pero gran parte de ello se debe a las caídas de beneficios que se han registrado en el sector de la energía, a medida que los precios del petróleo se han ido reajustando tras el fuerte aumento que sufrieron tras la invasión de Ucrania, y en el sector sanitario, conforme las ganancias de los fabricantes de vacunas se han ido normalizando tras la pandemia. Además, las expectativas de ventas continúan aumentando (gracias, al menos en parte, a la inflación).

Solo cuando comencemos a ver nuevos indicios que apunten a una ralentización del crecimiento empezará el mercado a descontar una caída de los beneficios empresariales.

Rendimiento por estilo

Las empresas de crecimiento y de valor han registrado resultados superiores en las últimas semanas (véase gráfico 4), ante la revisión a la baja de las expectativas de subidas de tipos en Estados Unidos por parte de los inversores. Esto puede ser un avance de lo que puede ocurrir a medida que se vaya acercando la recesión.

Estos resultados superiores se han visto impulsados por la reducción de la tasa de descuento que ha traído consigo la caída del rendimiento real, lo que favorece de manera desproporcionada a las empresas tecnológicas. Este movimiento invierte parte de los efectos que se produjeron el año pasado con las subidas de tipos. Además, las caídas registradas por las empresas energéticas (por la preocupación en torno al crecimiento) y los bancos (no solo por la inestabilidad del sector, sino también por la reducción de sus beneficios como consecuencia de la caída de los tipos de interés) han afectado a los índices de valor.

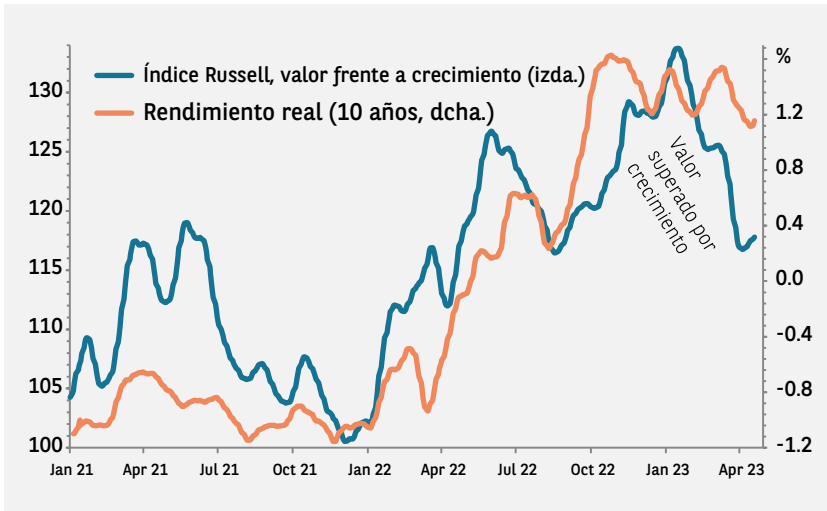
Aunque esperamos una reversión parcial de esta tendencia a corto plazo a medida que aumenten las previsiones de subidas de tipos, cuando la Reserva Federal comience a recortar los tipos, el crecimiento podría registrar resultados superiores de manera sostenida.



“Cuando el crecimiento se desacelere, de forma más visible, es probable que los mercados de renta variable caigan”

Gráfico 4

Rendimiento inferior del valor ante la caída de las expectativas de tipos y de rendimiento real



Información a 19 de abril de 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Europa: el BCE debe mantener el endurecimiento de su política monetaria

El rendimiento superior que registró el año pasado el mercado europeo de renta variable, y que ha seguido registrando en lo que va de año, ha sido una de las mayores sorpresas que nos ha ofrecido el mercado, dada la pérdida de confianza de los inversores tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

Los apagones energéticos, la recesión y el colapso de los beneficios no se produjeron finalmente, gracias a la conservación de la energía, unas temperaturas invernales suaves en términos comparativos y el impulso económico que trajo consigo la reapertura de las economías tras el confinamiento.

Los elevados precios del petróleo beneficiaron en 2021 a las empresas energéticas europeas, y el cambio de negativo a positivo que registraron los tipos de interés tuvo un enorme impacto en las expectativas de beneficios de los bancos en 2023. De hecho, se prevé que la mayor parte del crecimiento de las ganancias por acción en 2023 frente a 2022 proceda del sector financiero (véase gráfico 5). Igualmente, la reciente revisión al alza de las previsiones de beneficios que muestra el gráfico 3 se refiere fundamentalmente a dicho sector.

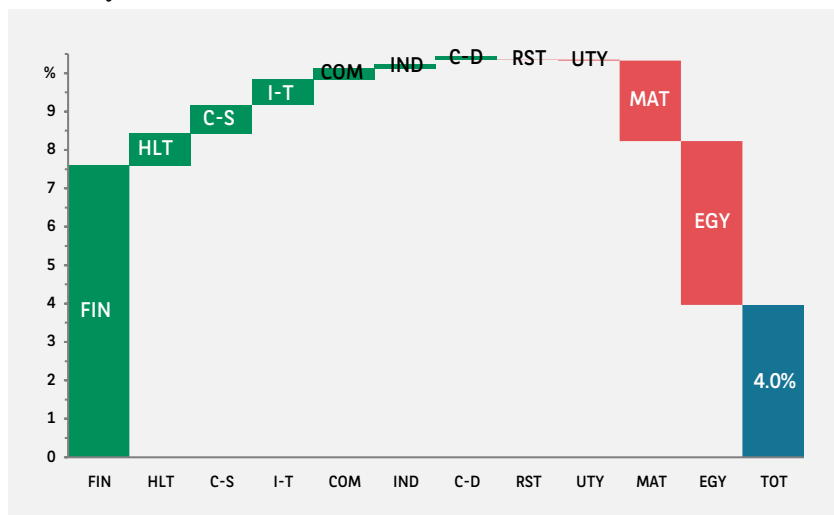


“El rendimiento superior que registró el mercado europeo de renta variable ha sido una de las mayores sorpresas”

Gráfico 5

El crecimiento de las ganancias por acción en Europa depende mucho del sector financiero

Contribución a las previsiones de crecimiento de las ganancias por acción en 2023 frente a 2022



Información a 18 de abril de 2023. FIN=finanzas, HLT=sanidad, I-T=tecnología de la información, C-S=consumo básico, COM=servicios de comunicaciones, RST=bienes inmuebles, UTY=suministros públicos, C-D=consumo discrecional, IND=industria, MAT=materiales, EGY=energía, TOT=índice total. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La posibilidad de que la renta variable europea continúe registrando buenos resultados dependerá de la interacción entre los tipos de interés y el crecimiento. Por un lado, el Banco Central Europeo es el banco central que está aplicando un enfoque más agresivo de endurecimiento monetario, y tendrá que seguir haciéndolo hasta que la inflación comience por fin a ralentizarse. Lo más probable es que la Reserva Federal comience a recortar los tipos en los próximos meses. Este relativamente mayor endurecimiento monetario en Europa favorece que el mercado estadounidense de renta variable supere al europeo. Por otro lado, la razón por la que la Reserva Federal va a comenzar a recortar los tipos es porque el país está entrando en recesión.

Las valoraciones favorecen a la renta variable europea, aunque eso ha sido así desde 2017. El rendimiento inferior que ha registrado recientemente la renta variable estadounidense ha reducido en cierto modo la prima, pero los ratios estadounidenses de precio-beneficio en relación con los europeos se sitúan aún más de dos desviaciones estándar por encima de la media (véase gráfico 6).

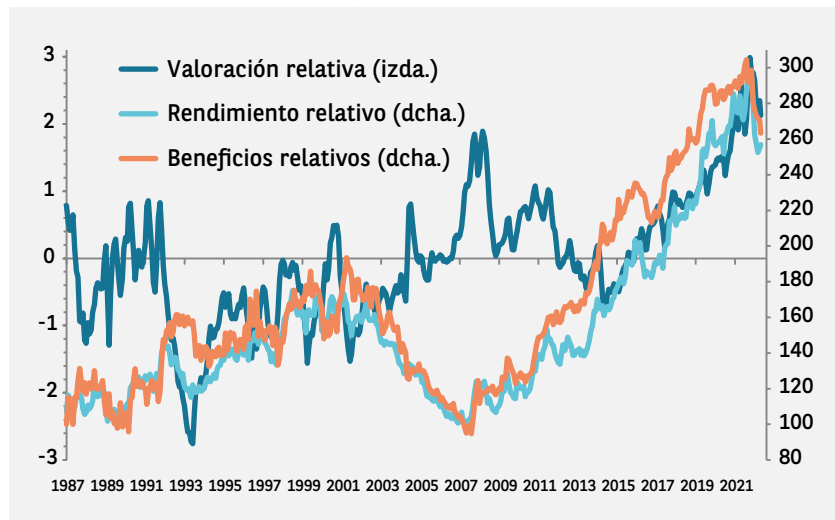


“El rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense debería comenzar a revertir su tendencia”

Gráfico 6

Aunque la renta variable estadounidense ha sido superada por la europea, las valoraciones siguen elevadas

Valoración relativa (puntuación z), rendimiento y beneficios del índice MSCI USA frente al MSCI Europe



Información a 18 de abril de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Aparte del periodo comprendido entre el estallido de la burbuja tecnológica y la crisis financiera mundial, los beneficios empresariales de Estados Unidos han superado de forma constante a los europeos, al igual que el rendimiento del mercado. Aunque esta tendencia de ganancias se revirtió el año pasado a medida que se iban desvaneciendo los beneficios anómalos registrados durante la pandemia, pensamos que Estados Unidos retomará su liderazgo.

Aun en el caso de que Estados Unidos acabe entrando en recesión, no está claro que las expectativas de beneficios empresariales en el país vayan a caer más que en Europa, dada la divergencia que vimos el año pasado (véase gráfico 3). Sin embargo, es probable que los precios no se revaloricen a un ritmo más rápido que los beneficios, lo que revertiría la tendencia de valoración relativa que existía desde 2015. En nuestra opinión, prevalecerá la capacidad demostrada que tienen las empresas estadounidenses para generar un crecimiento superior de los beneficios, sobre todo porque el mercado estadounidense, orientado al crecimiento, se beneficia de unos tipos de interés más bajos, y los índices europeos, orientados al valor, se ven afectados por estos tipos más bajos y por la caída de los precios de las materias primas.



“ La mayoría de los mercados emergentes están en una posición de ventaja con respecto a los mercados desarrollados ”

Mercados emergentes: el efecto de China

La mayoría de los mercados emergentes están en una posición de ventaja con respecto a los mercados desarrollados. La escasez de mano de obra no es tan acusada como en Europa y Estados Unidos, por lo que la inflación de los salarios y del sector servicios es menor y la política monetaria no supone un riesgo tan notable.

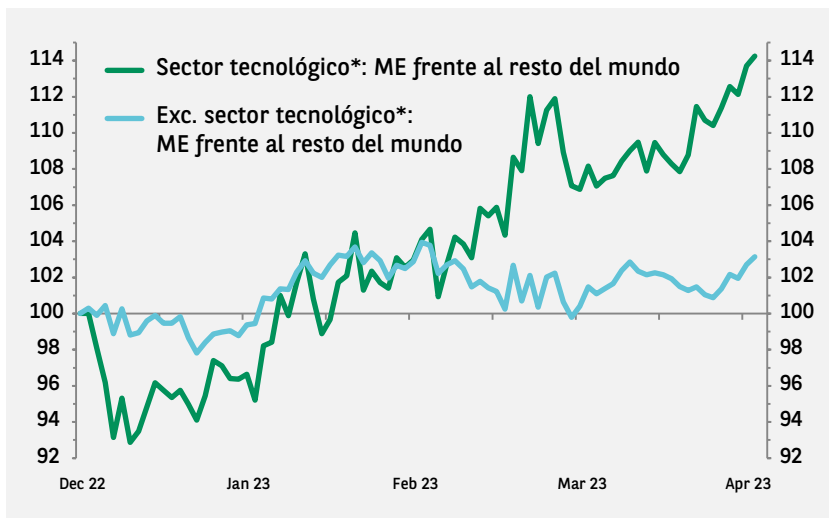
La reapertura de la economía china debería ofrecer un impulso más prolongado a toda la región asiática, aunque el beneficio para los exportadores de materias primas y el sector manufacturero sea menos acusado que en repuntes previos. Los índices de gestión de compras están mejorando y la mayoría de los países se encuentran en territorio de expansión.

No obstante, estas favorables perspectivas aún han de traducirse en un rendimiento superior del mercado de renta variable de la región (véase gráfico 7). Ha prevalecido el impulso que la tasa de descuento ha ofrecido a las empresas estadounidenses de crecimiento y las expectativas de beneficios de los mercados emergentes no acaban de despegar (véase gráfico 3). Los problemas geopolíticos y la preocupación por una posible desvinculación entre las economías china y estadounidense también han afectado a la confianza de los inversores.

Gráfico 7

El rendimiento inferior de los mercados emergentes se debe principalmente al sector tecnológico

Rendimiento relativo, rentabilidad total en USD



Información a 24 de abril de 2023. *El sector tecnológico incluye el comercio minorista por internet, los medios de comunicación y entretenimiento, y los medios y servicios interactivos. Fuente: IBES, BNP Paribas Asset Management.

No obstante, el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense debería comenzar este año a revertir su tendencia, a medida que la Reserva Federal empiece a recortar los tipos de interés y el crecimiento de la economía estadounidense se ralentice.

Las valoraciones de los mercados emergentes (excluida China) se sitúan actualmente en la media, por lo que el rendimiento superior de los mercados tendría que venir impulsado por un importante crecimiento de los beneficios. No obstante, vemos una oportunidad de valoración en el sector tecnológico chino, donde los múltiplos relativos han caído hasta situarse en niveles muy reducidos.



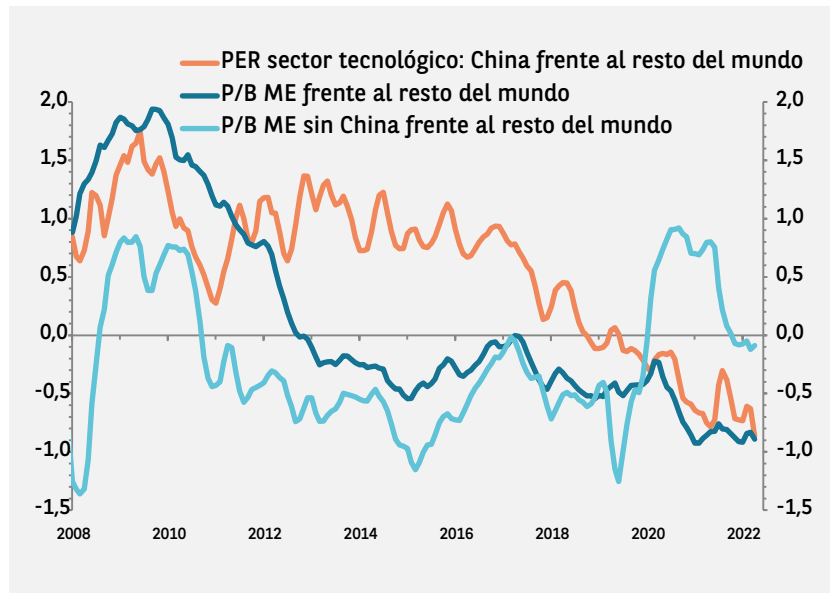
“El rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense debería comenzar a revertir su tendencia”

En nuestra opinión, la presión normativa a la que se han visto sometidas las compañías tecnológicas chinas en los últimos dos años comienza a perder impulso y las valoraciones comenzarán a recuperarse, aunque no necesariamente hasta alcanzar los niveles registrados previamente.

Gráfico 8

Las valoraciones relativas favorecen al sector tecnológico chino

Previsión de ratios precio-beneficio (PER) y puntuación z de ratios precio-valor contable (P/B)



Información a 14 de abril de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management

El presente informe ha sido finalizado en abril 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 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. 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 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. 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, con una mínima proporción de inversiones sostenibles, o como Artículo 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.

April 2023 - Design: Creative Services BNPP-AM - P2305007

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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