

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Fases distintas del ciclo económico

Desde el punto de la vista de la inversión, vemos una desvinculación entre Estados Unidos y Europa.

- La economía estadounidense avanza hacia la recesión, con una caída del crecimiento y la inflación
- La inflación europea se ralentiza sin que se registre una desaceleración importante del crecimiento. El contexto apunta a una economía casi en equilibrio, aunque los datos de la economía alemana han mostrado recientemente una cierta debilidad.
- Las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes están mejorando a pesar del deterioro que registran las de los mercados desarrollados.

Sin embargo, a pesar del actual escenario macroeconómico, mayoritariamente favorable, las elevadas expectativas de beneficios de las empresas europeas están condicionadas por las perspectivas de sectores concretos y su ponderación en los índices de referencia.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

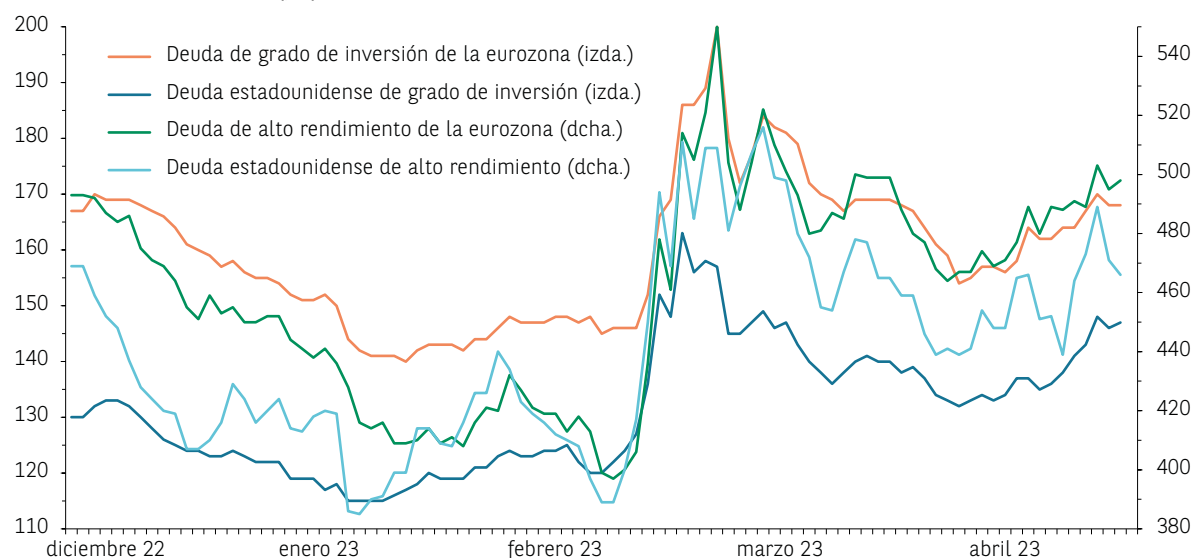
Renta fija y crédito de grado de inversión

Los diferenciales de crédito de la deuda corporativa han aumentado tras la inestabilidad que ha registrado el sector bancario (véase el gráfico 1). Hemos aprovechado esta circunstancia para reducir la exposición de las carteras multiactivo a la deuda corporativa europea de grado de inversión. Nuestras posiciones representan ahora una tercera parte de las que manteníamos en meses anteriores. Mantenemos la «preferencia» por la clase de activo (véase la tabla de la página 5), ya que la compensación que ofrece la prima de riesgo en relación con los posibles impagos sigue estando muy por encima de su rango histórico.

Gráfico 1

Los diferenciales de crédito se han recuperado parcialmente tras la crisis bancaria

Diferenciales de crédito (pb)



Información a 8 de mayo de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La opinión sobre el momento en que los tipos de interés en Estados Unidos y la eurozona podrían alcanzar su nivel máximo ha cambiado de forma notable. Justo antes de la inestabilidad registrada por el sector bancario se preveía que los tipos de interés en Estados Unidos alcanzan el 5,5-6,0%, pero ahora el mercado descuenta casi 150 puntos básicos de recortes en los próximos doce meses. En Europa el cambio no ha sido tan drástico, pero ahora se prevé que el tipo máximo del BCE se sitúe en torno al 3,75%, con uno o dos recortes de tipos en los próximos seis meses. En nuestra opinión, este excesivo optimismo justifica un posicionamiento corto.

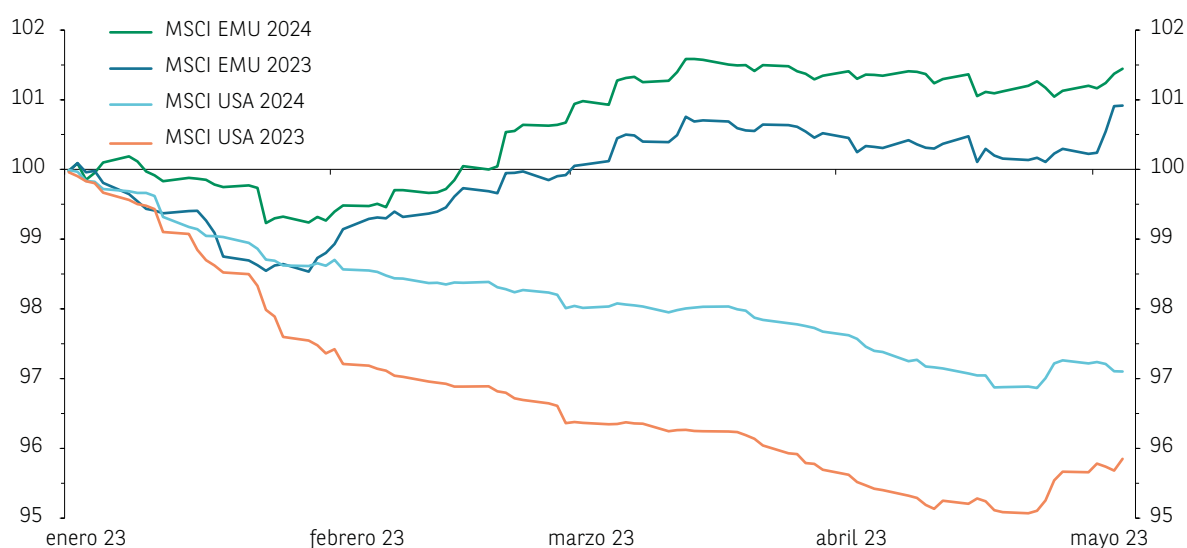
Renta variable estadounidense y europea

Actualmente vemos riesgos bajistas en las perspectivas relativas a la economía estadounidense y los beneficios empresariales. Además, por primera vez de 2021, nuestro marco de temperatura del mercado está en «rojo», lo que nos ha llevado a reducir la exposición a la renta variable estadounidense, si bien nos mantenemos en zona «neutral».

Aunque los analistas ya han reducido su previsión de beneficios en Estados Unidos, incluso el rango más bajo de estimaciones nos parece demasiado elevado, dada la debilidad de las perspectivas macroeconómicas (véase gráfico 2). Los datos procedentes de las empresas cíclicas y de consumo básico han avivado nuestra preocupación sobre los riesgos bajistas: muchas compañías de bienes de consumo básico han repercutido subidas de precios del 10% o más solo en el primer trimestre, lo que podría enturbiar sus perspectivas. Nuevas revisiones a la baja en las expectativas de beneficios de los analistas reducirían el atractivo de la renta variable estadounidense al aumentar los múltiplos de precio-beneficio.

Gráfico 2**La previsión de beneficios ha aumentado en la eurozona y caído en Estados Unidos**

Previsión de consenso de ganancias por acción



Información a 5 de mayo de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

En Europa, sin embargo, somos más optimistas en lo que respecta al sector bancario con respecto al estadounidense, lo que nos ha llevado a aumentar la exposición a los bancos europeos en relación con los índices. Los datos de beneficios que han presentado recientemente las entidades europeas muestran una provisión para insolvencias más favorable de lo esperado y unos sólidos ingresos netos por intereses. Además, muchos bancos están expuestos a las favorables tendencias de ingresos por intereses de América Latina.

Los fundamentales macroeconómicos también contribuyen al carácter persistente de la inflación, lo que favorece que los tipos de interés se mantengan en niveles elevados durante más tiempo del previsto y, por lo tanto, la posibilidad de que se vuelva a producir una expansión de los márgenes (netos de interés). Los bancos europeos están bien capitalizados y cuentan con grandes reservas de liquidez, así como con una base de depósitos diversificada que continúa creciendo. Además, el marco normativo ha sido mucho más riguroso que el aplicable a los bancos estadounidenses.

Las valoraciones resultan atractivas, ya que la previsión de ratio precio-beneficio a 12 meses se sitúa en el nivel más bajo de los últimos 23 años. En términos relativos, el precio del índice STOXX Europe 600 se acerca al nivel máximo registrado en 2023, mientras que el índice bancario SX7E sigue estando un 14% por debajo.

En lo que respecta al mercado europeo de renta variable en general, las previsiones de beneficios empresariales han logrado resistir mucho mejor que en otras regiones (véase el gráfico 2). En Estados Unidos continúan las revisiones a la baja, con datos que apuntan a la compresión generalizada de los márgenes. En conjunto, mantenemos un posicionamiento neutral en renta variable.

Renta variable emergente

En marcado contraste con las expectativas de recesión en Estados Unidos y de estabilidad en Europa, destaca la previsión de expansión de la economía china. Dado el tamaño de la economía del país, su crecimiento debería también favorecer al resto de países de Asia emergente. La inflación china se mantiene en niveles reducidos (la inflación subyacente actual se sitúa en el 0,5%), lo que significa que el Banco Popular de China aún tiene margen para reducir los tipos de interés para impulsar el crecimiento, si fuera necesario.

Más allá de la divergencia en las perspectivas macroeconómicas, las expectativas de beneficios empresariales de los mercados emergentes han caído con fuerza en los últimos dos años, aumentando así la brecha con respecto a los mercados desarrollados. Por lo tanto, según los niveles actuales, vemos un mayor potencial de ganancias en lo que respecta a los beneficios empresariales de los mercados emergentes y de caídas en los mercados desarrollados. Ante el rendimiento inferior que ha registrado la renta variable emergente en los últimos dos años, las valoraciones basadas en la previsión de múltiplos precio-beneficio son relativamente reducidas frente a las de los mercados desarrollados.

Podría pensarse que se trata de un argumento convincente a favor de la renta variable emergente frente a la de mercados desarrollados. Sin embargo, desde principios de año, la renta variable de mercados emergentes ha registrado un rendimiento en torno al 5% más bajo. ¿Qué podría explicar esta divergencia? Y, lo que es más importante, ¿se mantendrá?

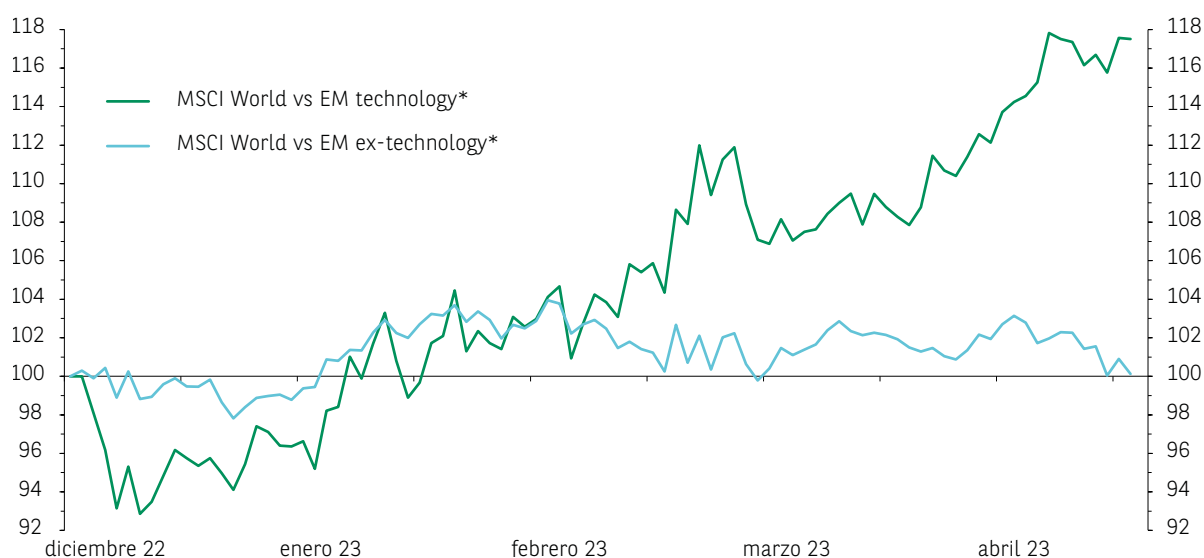
La pérdida de confianza es una de las causas. A los inversores les preocupa la posibilidad de que aumente la desvinculación entre las economías estadounidense y china, lo que podría perjudicar en mayor medida a esta última. También hay dudas sobre el compromiso del gobierno chino con el desarrollo de las empresas del sector privado frente a las de titularidad estatal. La pérdida de confianza de los inversores explica, en parte, las menores valoraciones de la renta variable emergente/china que hemos descrito anteriormente. Sin embargo, no parece probable que los inversores vayan perdiendo confianza de manera indefinida, y aún podrían recuperarla.

Un segundo factor han sido los sólidos resultados que ha registrado el sector tecnológico estadounidense, que no han compartido las empresas tecnológicas chinas, en contraste con la relación histórica en la que ambos mercados mostraban una correlación elevada. Fuera del sector tecnológico, los índices de renta variable de los mercados emergentes y desarrollados han registrado unos resultados bastante similares (aunque los emergentes no han registrado un rendimiento superior, como podría esperarse; véase el gráfico 3).

Las empresas tecnológicas estadounidenses se han visto favorecidas en dos frentes. El hecho de que el mercado descunte un cambio de tendencia a corto plazo de la trayectoria de subida de tipos de la Reserva Federal ha reducido la tasa de descuento de las acciones tecnológicas de larga duración. Por el contrario, las expectativas de tipos de interés en China se han mantenido prácticamente sin cambios. La caída de las tasas de descuento en Estados Unidos ha impulsado las valoraciones de las empresas tecnológicas, invirtiendo la tendencia del año pasado, cuando las expectativas de subidas de tipos de interés provocaron una fuerte caída de los ratios precio-beneficio.

Gráfico 3

El rendimiento superior de la renta variable de mercados desarrollados ha venido impulsado por el sector tecnológico - Rentabilidad total en USD



Información a 8 de mayo de 2023. *El sector tecnológico incluye la gran distribución (Amazon), ocio y medios de comunicación, y servicios y medios interactivos. Fuente: IBES, BNP Paribas Asset Management.

Además del impulso a corto plazo de las valoraciones, las empresas tecnológicas también se ven favorecidas por unas mejores expectativas de beneficios, invirtiendo también una tendencia más reciente. En las últimas temporadas de presentación de resultados, los beneficios de las empresas que componen el índice S&P 500 han superado las expectativas, salvo en el caso del sector tecnológico. A medida que los beneficios de las empresas tecnológicas se fueron normalizando tras la pandemia, los analistas tuvieron dificultades para determinar cuál debería ser el nivel de beneficios posterior al covid. Este trimestre, sin embargo, las cifras de beneficios del sector tecnológico han superado las expectativas en un 5%. Por el contrario, los resultados de las empresas chinas han resultado decepcionantes.

Estos dos factores, la pérdida de confianza de los inversores y el sólido rendimiento del sector tecnológico estadounidense, explican por qué la renta variable emergente ha registrado un rendimiento inferior al esperado. No obstante, dados los factores fundamentales descritos, pensamos que la confianza acabará tocando fondo y que los beneficios de las empresas de mercados emergentes comenzarán a superar a los de los mercados desarrollados. La evolución de las cotizaciones del índice debería seguir el mismo camino.

Perspectivas de las clases de activos

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

* Propensión al riesgo / rentabilidad en relación con el riesgo. Información a mayo de 2023. Las opiniones reflejan las del Comité de Inversión del equipo de multiactivos de MAQS (Multi Asset, Quantitative and Solutions). Además, pueden aplicarse otras operaciones específicas/tácticas.

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**