

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

No tan rápido

- El repunte de la renta variable y la caída de los rendimientos de la deuda a largo plazo en lo que va de año parecen indicar que los inversores han pensado que podríamos estar en un escenario «perfecto» de desinflación, en el que la caída de la inflación no afectaría al crecimiento en 2023. Estos movimientos del mercado también podrían reflejar la idea de que los bancos centrales ya han hecho lo que tenían que hacer en su lucha contra la inflación. Nuestra hipótesis de base es más cauta.
- Mantenemos un posicionamiento neutral en renta variable, donde la idea de un escenario «perfecto» de desinflación podría convertirse en un problema para los márgenes si el coste de los bienes vendidos no se ralentiza tan rápido como las ventas (o aumenta con mayor rapidez que los ingresos). Esta situación podría provocar una nueva revisión a la baja de las previsiones de beneficios empresariales, especialmente en Europa, donde dichas previsiones parecen excesivamente optimistas en relación con los últimos datos macroeconómicos.
- La reapertura de la economía china nos ha llevado a aumentar nuestra exposición a la renta variable de mercados emergentes. Las valoraciones resultan atractivas y, tras un largo periodo de revisiones negativas de beneficios empresariales, prevemos una tendencia más positiva a partir de aquí. La reapertura china podría favorecer especialmente a la región de Asia emergente y a los países exportadores de materias primas.
- Hemos incorporado una ligera posición larga en el yen japonés frente al euro. Dicho posicionamiento debería beneficiarse del hecho de que el Banco de Japón esté tratando de abandonar su política de control de la curva de tipos. En nuestra opinión, el yen presenta una valoración atractiva y puede cubrir el posicionamiento actual de las carteras.
- Continuamos favoreciendo la exposición al crédito europeo de grado de inversión, que ha registrado una reducción de los diferenciales desde que comenzamos a aumentar nuestra exposición (de 228 puntos básicos a 141 puntos en la actualidad). También favorecemos la inversión en materias primas.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

Un buen comienzo (quizás demasiado)

En términos generales, enero ha sido un buen mes para los mercados, que han mantenido el repunte que comenzó a finales del año pasado. La renta variable cerró el mes con fuertes subidas, prolongando el repunte previo a la última actualización de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y culminando un mes de sólidas ganancias.

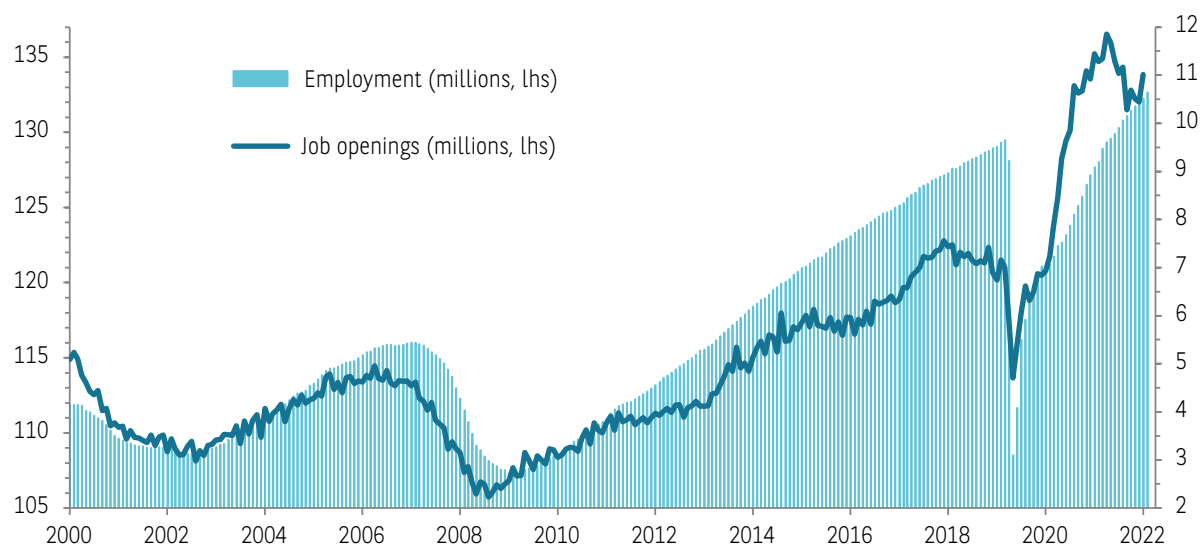
En concreto, Europa tuvo su mejor comienzo de año desde 2015, con una ventaja de las empresas de pequeña y mediana capitalización frente a las de gran capitalización. Todos los sectores y factores cerraron el mes de enero en positivo, con predominio del consumo discrecional entre los sectores y del valor en lo que se refiere a los factores. La renta fija europea también empezó el año con buen pie, con tendencia alcista en muchos índices de renta fija.

El repunte de la renta variable y la caída de los rendimientos de la deuda a largo plazo parecen indicar que los inversores se han creído que podríamos estar en un escenario «perfecto» de desinflación, en el que la caída de la inflación no afectaría al crecimiento en 2023. Estos movimientos del mercado también podrían reflejar la idea de que los bancos centrales ya han hecho lo que tenían que hacer en su lucha contra la inflación. En nuestra opinión, esta visión se ve especialmente cuestionada en Europa, donde las expectativas de beneficios empresariales se mantienen «en suspenso» (es decir, las previsiones de flujos de caja parecen demasiado elevadas), al tiempo que las expectativas sobre el nivel de los tipos de descuento podrían ser demasiado bajas. Pensamos que los flujos de caja y los tipos de descuento podrían ir en direcciones contrarias.

Gráfico 1

El mercado laboral estadounidense ha recuperado la pérdida de empleo prepandémica, pero se mantiene muy por debajo de la tendencia

Empleo y ofertas de trabajo



Datos 7 de febrero de 2023 – Fuentes: BLS, BNP Paribas Asset Management

Recesión y desvinculación

Las inusualmente suaves temperaturas que se están registrando este invierno y la reciente caída de los precios del gas han permitido al bloque del euro evitar una crisis de las relaciones de intercambio, lo que ha mitigado a su vez los efectos de la crisis energética. Nuestro equipo de análisis macroeconómico ha revisado al alza sus previsiones de crecimiento para el cuarto trimestre de 2022 y primer trimestre de 2023, pero también cree que lo que hemos hecho ha sido posponer la recesión, no evitarla. Esta visión no se refleja en las previsiones de los analistas de enfoque bottom-up, que siguen siendo positivas y se mantienen en un rango alto.

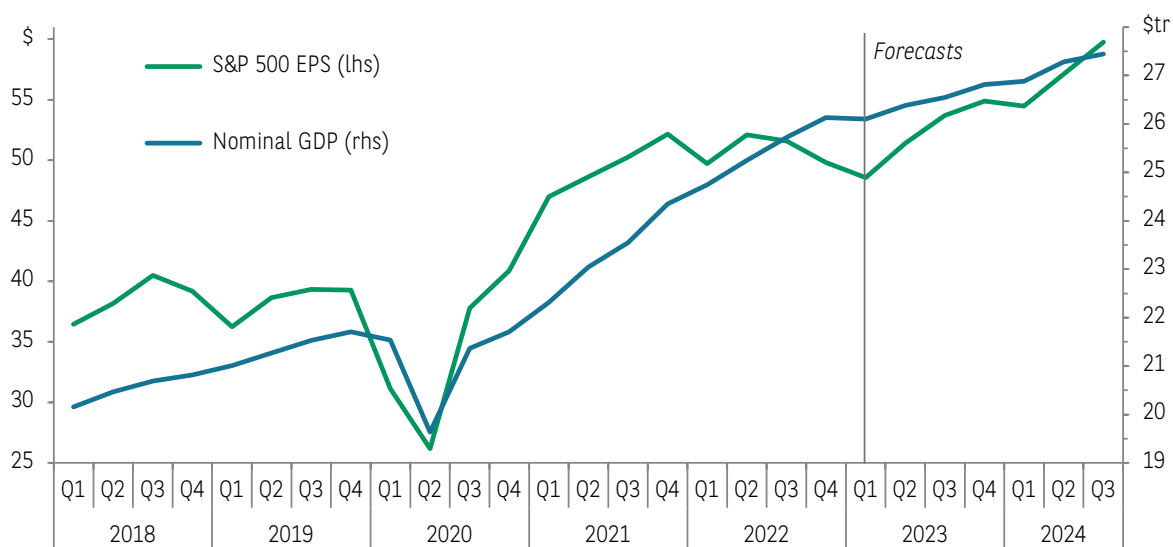
Nos llaman mucho la atención la magnitud y la rapidez con la que han caído las expectativas de ganancias por acción en Estados Unidos frente a Europa (lo que nos lleva a mostrar «preferencia» por la renta variable estadounidense y «rechazo» por la europea). La previsión de crecimiento de los beneficios anuales en Estados Unidos se mantiene en niveles reducidos. Los analistas ya han revisado a la baja sus expectativas intertrimestrales. A finales del pasado mes de septiembre, las previsiones apuntaban a un crecimiento interanual de los beneficios del 7% en la primera mitad de 2023. Hoy en día se sitúan en -1%, en línea con las expectativas de consenso, que señalan que el crecimiento económico podría tocar fondo en el segundo trimestre del año.

Como siempre, la cuestión más importante para los inversores de renta variable es determinar si las previsiones de crecimiento de los beneficios empresariales son realistas. Tras las revisiones a la baja que se han producido, hoy en día en Estados Unidos lo son mucho más que hace unos meses (véase gráfico 2). En Europa, las previsiones de beneficios parecen aún demasiado optimistas en relación con los recientes datos macroeconómicos, aunque la relación puede ser irregular (véase gráfico 3). Por el contrario, la previsión de ganancias por acción de la renta variable emergente se ha reducido de forma notable, aunque está en consonancia con las expectativas de baja rentabilidad de la renta variable (lo que nos ha llevado a mostrar «preferencia» por la región de Asia emergente).

Gráfico 2

La previsión de beneficios empresariales en Estados Unidos está en línea con unas perspectivas económicas no recesionistas

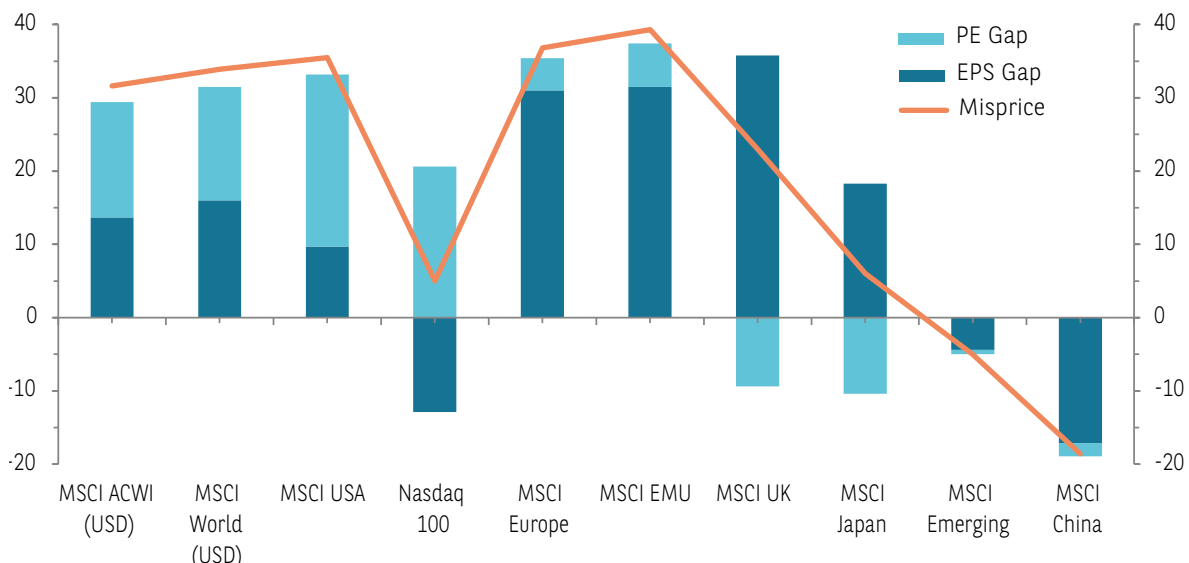
Ganancias por acción del índice S&P 500 EPS y PIB nominal estadounidense, previsiones a partir del primer trimestre de 2023



Datos 5 de febrero de 2023 – Fuentes: FactSet, Bloomberg, BEA, BNP Paribas Asset Management

Gráfico 3**Europa continúa anticipando un nivel elevado de beneficios empresariales**

Previsión de beneficios y previsión de ratio PER en relación con la tendencia/media a largo plazo



Datos 31 de enero de 2023- Fuentes: IBES, BNP Paribas Asset Management

En Europa, se mantiene el riesgo de que el BCE continúe endureciendo su política monetaria. Nuestro equipo de análisis macroeconómico prevé que la entidad cumpla sus propias previsiones y acabe situando el tipo aplicable a los depósitos en el 3,5% hacia mediados de año. No cabe duda de que existe una notable diferencia entre la inflación de Estados Unidos y la de la eurozona. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y los alimentos, está cayendo en Estados Unidos, pero en la eurozona ha continuado aumentando, lo que ha llevado a los miembros del consejo de gobierno del BCE a advertir sobre el riesgo de que la elevada inflación acabe consolidándose como consecuencia de los efectos secundarios. Es decir, la solidez del mercado laboral podría provocar un aumento de los salarios.

El factor China y la renta variable emergente

Por otro lado, las expectativas del mercado sobre el crecimiento de la economía china, que actúa como barómetro de la región asiática y de los mercados emergentes en su conjunto, han mejorado gracias al fin de las estrictas restricciones impuestas a causa del covid en el país. La reapertura de la economía debería impulsar la actividad, incluidos los viajes y el consumo, una vez que la pandemia llegue a su fin. El respaldo del gobierno al deteriorado mercado inmobiliario, que entró en crisis tras las drásticas medidas adoptadas en el país, podría impulsar el crecimiento a medida que la confianza de los consumidores se vaya restableciendo.

Existe la posibilidad de que asistamos a una falta de sincronización en el crecimiento de la economía mundial. Nuestro equipo de análisis macroeconómico considera que esta probabilidad es menor entre los mercados desarrollados, pero mucho mayor entre los emergentes y los desarrollados. En este sentido, la reapertura de la economía china marca una clara diferencia. En opinión de los miembros del equipo, la mayoría de los modelos económicos subestiman la influencia de China sobre otras economías, pero lo cierto es que tiene un impacto sustancial en las condiciones financieras y la confianza empresarial.

Las buenas noticias procedentes de China han mejorado nuestras perspectivas sobre la renta variable emergente en general, lo que nos ha llevado a aumentar recientemente nuestra exposición. Son varios los motivos que respaldan esta decisión:

- Cada vez son más los indicios que apuntan a una mejora del crecimiento en todo el mundo, lo que favorecería a los beneficios empresariales de los mercados emergentes. Hasta ahora, las revisiones han sido negativas y podrían haber alcanzado su nivel más bajo. En nuestra opinión, hay un gran potencial para revisiones al alza a partir de aquí, especialmente en relación con Europa.
- La reapertura de la economía china no favorece únicamente a la renta variable del país, sino también a la región de Asia emergente y a los países latinoamericanos exportadores de materias primas.
- El ciclo de los semiconductores podría haber alcanzado ya su nivel más bajo, o estar próximo a él, lo que beneficiaría a un sector con una fuerte presencia en los índices de renta variable emergente.
- La dirección de la política monetaria evoluciona de forma favorable tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. En su última reunión, la Reserva Federal transmitió un mensaje muy equilibrado. Por su parte, China continúa reforzando la economía. El exceso de liquidez está mejorando (según la relación entre el crecimiento del PIB nominal y el agregado monetario M1, que es la que impulsa a la renta variable en concreto). En términos más generales, también han resultado favorables la reducción de los tipos reales en los mercados emergentes frente a los de los mercados desarrollados, el fuerte impacto de la disminución de los precios de la energía y los alimentos en la inflación de los mercados emergentes, como consecuencia de su ponderación en las cestas de productos, y el debilitamiento del dólar estadounidense.
- Las valoraciones de la renta variable emergente resultan atractivas y nuestros analistas las consideran positivas, sobre todo en relación con Europa (de ahí nuestro posicionamiento corto). Incluso tras el repunte de este año, la previsión de ratio precio-beneficio a 12 meses de un índice compuesto por compañías tecnológicas y grandes empresas chinas continúa estando en su nivel más bajo de los últimos 16 años en relación con el índice MSCI ACWI (dicha previsión podría ser aún menor si las expectativas de beneficios de las empresas chinas estuvieran infravaloradas, tal y como creemos). Nuestro indicador agregado de los ratios precio-beneficio, precio-valor contable, rentabilidad por dividendo y precio-ventas se sitúa 0,5 desviaciones estándar por debajo del de los mercados desarrollados en los últimos 10 años.

Fin del posicionamiento neutral en el yen

Durante el periodo optamos por un posicionamiento ligeramente largo en el yen japonés frente al euro (véase nuestro resumen de clases de activo). Dicho posicionamiento debería beneficiarse de la fortaleza del yen, ya que el Banco de Japón está tratando de abandonar su política de control de la curva de tipos. El tipo de cambio entre el yen y el euro se sitúa en el nivel más alto de los últimos años, y pensamos que el yen presenta una valoración atractiva a largo plazo.

Pensamos que el mercado podría volver a poner a prueba al Banco de Japón en relación con su política de control de la curva, que le lleva a limitar el rendimiento de los títulos de deuda a diez años, aun en un entorno de aumento de la inflación en el país. En nuestra opinión, la entidad podría optar por un mayor endurecimiento de su política monetaria, lo que debería favorecer a la divisa.

Por el contrario, el euro parece descontar un escenario positivo poco realista para este año (estabilidad económica frente a recesión y un final sencillo a la crisis energética, aunque continúe la guerra de Ucrania). El mercado se muestra ahora más optimista, lo que hace pensar en una menor necesidad de que el BCE opte por nuevas subidas de tipos de interés para combatir la inflación. Tal y como hemos comentado, no compartimos esta opinión. Un posicionamiento largo en el yen frente al euro también puede considerarse una cobertura oportunista.

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 RU	Estado Unidos Reino Unido ME exc. Asia	Japón ME Asia	
Volumen / estilo de renta variable			Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran capitalización EE. UU. Pequeña capitalización EE. UU.		
Deuda soberana			Europa Japón DME en divisa local Australia Reino Unido Deuda indexada a la inflación		
Crédito			Deuda estadounidense de grado de inversión Deuda estadounidense de alto rendimiento Alto rendimiento UE Deuda emergente	Grado de inversión UE	
Materias primas			Precious metals	Energía Metales básicos Metales preciosos	
Divisas			USD, AUD, GBP divisas emergentes	JPY frente a posicionamiento corto en EUR	

* Propensión al riesgo / rentabilidad en relación con el riesgo. Información a 3 de febrero 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**