

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Mark Richards
Director de carteras
multiactivo flexibles
y de rentabilidad absoluta



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

No es oro todo lo que reluce

- La opinión del mercado sobre la economía estadounidense ha cambiado y ya no apunta a una recesión, sino a un escenario de «aterrizaje suave». Nosotros tenemos nuestras dudas al respecto. La solidez del mercado laboral ha sido el pilar fundamental del discurso macroeconómico. En nuestra opinión, dicha solidez podría ir perdiendo fuerza hacia final de año.
- La inflación se ha ralentizado de manera notable en los últimos meses, lo que ha impulsado la renta real disponible. No obstante, este factor podría cambiar si los precios de las materias primas reanudan su tendencia alcista.
- Las perspectivas de inflación a medio plazo resultan más inciertas. La relocalización de las cadenas de suministro, las subvenciones a la transición energética y el aumento de los salarios provocado por la escasez de mano de obra tienen efectos inflacionistas.
- Los beneficios empresariales se han visto favorecidos por la llamada «ilusión monetaria»: en un periodo de inflación elevada, los beneficios nominales aumentan a medida que las empresas suben los precios, pero el crecimiento subyacente del volumen se muestra débil. A medida que la inflación disminuya, la rentabilidad puede verse afectada. Además, los emisores deberán refinanciar su deuda a unos tipos de interés mucho más altos, lo que reducirá los beneficios. Todo ello hace que adoptemos una postura de prudencia con respecto a la renta variable.
- Pensamos que la venta generalizada que ha registrado recientemente el mercado de renta fija tiene un límite. Los bonos parecen atractivos, sobre todo si, como pensamos, los tipos de interés han alcanzado ya su nivel máximo y el crecimiento comienza a debilitarse.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

En los últimos doce meses, el mercado ha contemplado numerosas posibilidades macroeconómicas. La opinión de mercado ha pasado de defender de manera prácticamente unánime una próxima recesión de la economía estadounidense a una convicción casi igual de firme sobre la posibilidad de un aterrizaje suave de la economía a pesar del ritmo sin precedentes del proceso de endurecimiento monetario. No obstante, no cabe duda de que centrar la atención únicamente en la política monetaria es propio de la época previa al covid y de que, hoy en día, la política fiscal ha ido adquiriendo una importancia cada vez mayor. Ha sido la base del crecimiento en los últimos trimestres y también ha provocado un aumento del rendimiento de los bonos a medida que aumentaba la preocupación del mercado por el nivel del gasto deficitario y la sostenibilidad de la deuda.

Se prevé una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre

La falta de sincronización continúa siendo una característica propia del periodo posterior al covid. En el tercer trimestre de 2023, el impulso de crecimiento de la economía mundial se vio afectado por la debilidad de China y la Unión Europea, pero favorecido por la fortaleza mostrada por la economía estadounidense. Aunque la política establecida por las autoridades chinas comienza a resultar más favorable, las medidas adoptadas hasta el momento no han sido suficientes para cambiar la trayectoria de crecimiento de la economía del país. En Europa, el ritmo de crecimiento sigue siendo lento.

En Estados Unidos, varios elementos de la economía han evolucionado en direcciones diferentes. El sector de la vivienda, el segmento de la economía más sensible a los tipos de interés, tuvo un 2022 complicado, pero comenzó a repuntar a principios de 2023. No obstante, la recuperación se basó en la venta de nuevas viviendas, mientras que la de viviendas ya existentes mantuvo su debilidad. Los recientes datos del sector inmobiliario han resultado decepcionantes en relación con las expectativas de consenso, y el sector ha comenzado a registrar un rendimiento inferior al del mercado de renta variable en general.

Por el contrario, la actividad manufacturera parece estar mejorando. La diferencia entre los nuevos pedidos y los inventarios se ha ido reduciendo a medida que las existencias han ido disminuyendo. Es posible que las empresas se excedieran en sus pedidos en 2022, cuando China seguía cerrada. Ahora que esos inventarios ya se han reducido, las perspectivas de producción podrían mejorar. Los últimos datos de los índices de gestión de compras del sector manufacturero parecen respaldar esta opinión. Algunos sectores se han visto también favorecidos por la tendencia de relocalización de la producción en Estados Unidos y por las subvenciones a la inversión verde que otorga la Ley estadounidense para la Reducción de la Inflación.

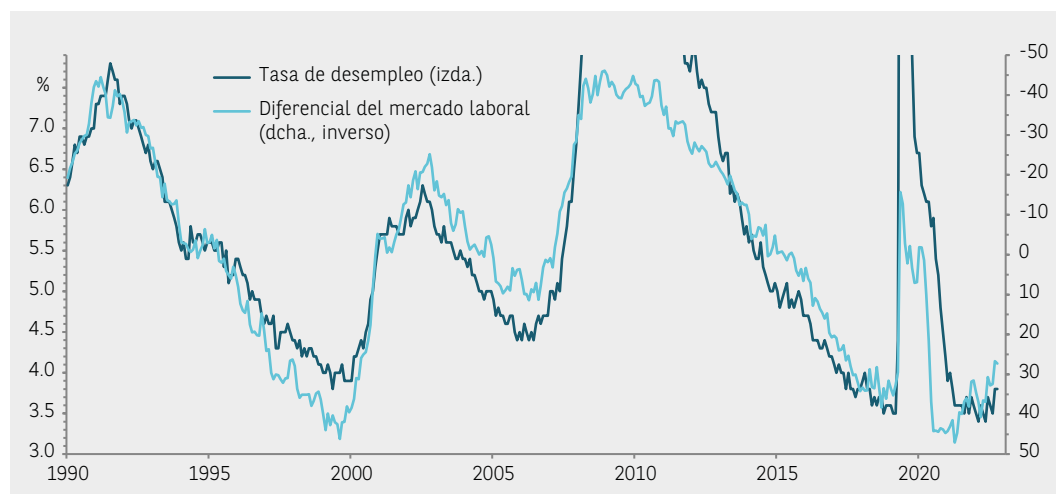
En los últimos trimestres, el crecimiento de los beneficios empresariales ha sorprendido de manera positiva, pero dudamos de que se trate de una tendencia sostenida en el tiempo. Podría haber ciertas oportunidades en los sectores relacionados con la inteligencia artificial (IA), lo que podría impulsar los beneficios de algunas empresas tecnológicas de megacapitalización. Sin embargo, los beneficios empresariales del resto de compañías se han visto favorecidos por la llamada «ilusión monetaria»: en un periodo de inflación elevada, los beneficios nominales aumentan a medida que las empresas suben los precios, pero el crecimiento subyacente del volumen se muestra débil. Conforme la inflación disminuya, la rentabilidad puede verse afectada.

Crecimiento e inflación

La solidez del mercado laboral ha sido el pilar fundamental del discurso macroeconómico. En nuestra opinión, dicha solidez podría ir perdiendo fuerza hacia final de año. Un indicador adelantado del mercado laboral apunta a un aumento de la tasa de desempleo (véase gráfico 1). Sin embargo, los datos de empleo correspondientes al mes de septiembre, muy superiores a las expectativas, parecen apuntar en la dirección contraria.

Gráfico 1**El diferencial del mercado laboral apunta a un aumento del desempleo**

Índice del diferencial del mercado laboral de The Conference Board y tasa de desempleo U-3 en Estados Unidos



Información a 11 de octubre de 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Dejando a un lado la inflación salarial, la inflación de los precios al consumo se ha ralentizado de forma notable en los últimos meses, lo que ha impulsado la renta real disponible. No obstante, este factor podría cambiar, sobre todo si los precios de las materias primas reanudan su tendencia alcista.

Las perspectivas de inflación a medio plazo resultan más inciertas. La economía mundial ha cambiado de forma sustancial desde la pandemia de covid. Las cadenas de suministro se están reconfigurando para mejorar la capacidad de resistencia de la producción nacional frente a las crisis externas. Los gobiernos impulsan la transición energética con la concesión de cuantiosas subvenciones. La mano de obra está ganando terreno a expensas del capital a medida que aumentan los salarios. Estos tres factores tienen efectos inflacionistas y se suman a una carga fiscal ya de por sí elevada.

El endurecimiento de la política monetaria no ha desplegado aún todos sus efectos

La transición desde un escenario de aterrizaje suave a un entorno potencialmente estanflacionista supone un verdadero reto para la Reserva Federal de Estados Unidos. El crecimiento nominal mantiene, por el momento, su solidez; pero es posible que esto cambie, dada la situación de los mercados inmobiliario y laboral. Tras la reunión celebrada en septiembre por la Reserva Federal, la entidad se mostró partidaria de mantener el endurecimiento de su política monetaria, lo que llevó a los mercados a descartar la previsión de recortes de tipos de interés en 2024.

La posibilidad de que los tipos de interés se mantengan en niveles elevados durante más tiempo llevaría a una ralentización de la economía. El favorable crecimiento nominal del PIB ha contribuido a contener los diferenciales de crédito corporativo, pero los emisores se enfrentan a un importante «muro de vencimientos» en 2024 y 2025, momento en el que tendrán que refinanciar su deuda a unos tipos de interés mucho más elevados, lo que mermará sus beneficios.

En cierta medida, los bancos centrales se arriesgan a perder el control de la política de tipos de interés en un entorno de venta masiva de los mercados de renta fija de todo el mundo, impulsada en parte por la preocupación de los inversores por la sostenibilidad de la deuda. La Reserva Federal ha expresado recientemente una cierta preocupación por el endurecimiento de las condiciones financieras, lo que ha tranquilizado a los mercados de renta fija.

En nuestra opinión, la venta generalizada que ha registrado recientemente el mercado de renta fija tiene un límite. Los bonos parecen atractivos, sobre todo si, como pensamos, los tipos de interés han alcanzado ya su nivel máximo y el crecimiento comienza a debilitarse.

Una especie de déjà vu

El aumento del rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense (y, posteriormente, el aumento de los rendimientos a escala mundial) ha sido un (desagradable) recordatorio de lo que ocurrió en 2022, cuando el incremento del rendimiento real provocó una compresión de los múltiplos de valoración de las compañías de crecimiento.

La venta generalizada comenzó en agosto, cuando Fitch rebajó la calificación de la deuda estadounidense a largo plazo, y se reanudó tras la última reunión de la Reserva Federal, cuando la entidad dio a conocer su «diagrama de puntos» con las previsiones sobre el nivel que alcanzarán en los próximos años los tipos de interés aplicables a los fondos federales. Dichas previsiones apuntaban a un aumento muy superior al que esperaban los mercados para 2024. Ciertos factores técnicos como los relacionados con el posicionamiento y los vendedores extranjeros podrían también haber contribuido al rápido aumento registrado por el rendimiento de los títulos del Tesoro.

Las razones que han motivado la venta masiva en los mercados pueden ser cuestionables, pero el impacto que ha tenido en los mercados de renta variable no lo es. Los índices de renta variable han caído en todo el mundo. Es probable que el efecto sobre los beneficios empresariales se perciba en las próximas semanas y meses.

Por otra parte, el impacto ha sido mucho menos acusado que en 2022 y, en cierto modo, muy diferente. Entonces, el rendimiento de los títulos del Tesoro a diez años aumentó 270 puntos básicos y el índice Russell 1000 Growth registró un rendimiento 14 puntos porcentuales inferior al del índice Russell 1000 Value (el del índice de crecimiento fue de -28% y el de valor de -14%).

Desde el 31 de julio de este año, el rendimiento ha aumentado 65 puntos básicos, pero el crecimiento ha superado al valor en 4 puntos porcentuales (crecimiento -3%, valor -7%; véase el gráfico 2).

Gráfico 2

Rentabilidad relativa de las empresas de valor frente a las de crecimiento y rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense

Índices Russell 1000 y rendimiento de los títulos a 10 años (en %)



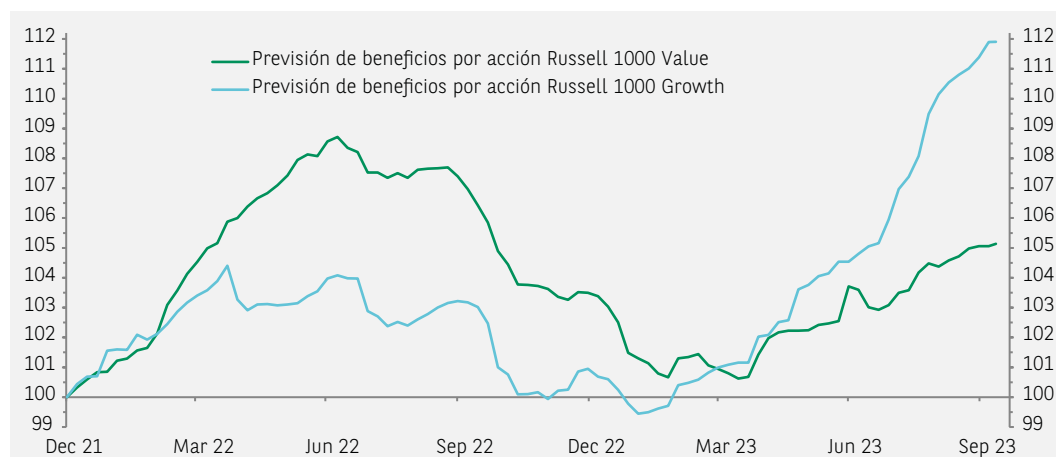
Información a 11 de octubre de 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Las valoraciones han cambiado tal y como lo hicieron en 2022, pero las expectativas de beneficios se han comportado de manera diferente. La previsión de ratio precio-beneficio del índice Russell 1000 Growth ha caído de 27 veces a finales de julio a 24 veces en la actualidad, un 9%. Sin embargo, la caída del índice ha sido en realidad de solo un 3%, porque la previsión de beneficios empresariales ha aumentado un 6%, impulsada en parte por el interés que despierta la inteligencia artificial. Por el contrario, en 2022, las expectativas de beneficios de las empresas de valor superaron a las de las empresas de crecimiento (véase el gráfico 3).

Gráfico 3

A diferencia de 2022, las expectativas de beneficios de las empresas de crecimiento han superado a las de valor este año

Expectativas de beneficios



Información a 11 de octubre de 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Mercados regionales de renta variable

Son varios los factores que avalan el posicionamiento largo en renta variable japonesa: una tendencia positiva de beneficios empresariales, una política favorable del banco central y unas valoraciones neutrales de la renta variable. No obstante, mantenemos nuestra reticencia al respecto, debido principalmente a la debilidad del yen, que ha caído hasta alcanzar su nivel más bajo de los últimos once meses.

La renta variable británica también resulta atractiva gracias a sus reducidas valoraciones. El índice FTSE 100 no se ve realmente afectado por los problemas nacionales, ya que más del 70% de sus ingresos se generan en el extranjero. Pensamos que sus características de beta reducida resultan atractivas (elevada rentabilidad por dividendo y una importante ponderación en los sectores sanitario y de bienes de consumo básico). Hemos aprovechado la reciente debilidad del mercado para iniciar una posición.

Según nuestro marco de valoración a largo plazo, la renta variable estadounidense y europea está sobrevalorada. Las exigentes valoraciones del mercado estadounidense nos impiden mostrarnos optimistas al respecto, pero hemos aprovechado la reciente debilidad del mercado para cerrar nuestro posicionamiento corto.

Las empresas de los mercados emergentes cotizan con descuento en relación con las de mercados desarrollados. En los mercados emergentes, el interés se ha centrado en China. Nuestro equipo macroeconómico se muestra relativamente optimista sobre las perspectivas del país. Considera que las autoridades chinas cuentan con las herramientas necesarias para hacer frente a las debilidades que muestra actualmente la economía, entre las que destacan los problemas a los que se enfrentan el mercado inmobiliario y el sector fiduciario. Se considera inevitable la aprobación de nuevas medidas de estímulo por parte del gobierno central, aun cuando no cabe duda de que la tolerancia de China a los problemas económicos

ha aumentado. Las tensiones geopolíticas, en concreto con Estados Unidos, continúan siendo motivo de preocupación, ya que la contundencia en relación con China es una de las pocas áreas en las que están de acuerdo los partidos demócrata y republicano de cara a las elecciones estadounidenses del próximo año.

En lo que respecta a la asignación de activos, las carteras multiactivos mantienen su exposición a China gracias al sesgo positivo hacia la renta variable de Asia emergente, donde China representa en torno a la tercera parte del índice, y al posicionamiento largo en deuda emergente denominada en divisa local. No obstante, las posiciones son más reducidas que en meses anteriores. Hemos aprovechado la reciente debilidad de los mercados desarrollados para reducir el riesgo de las posiciones de renta variable regional de valor relativo.

Tras lograr nuestros objetivos, redujimos a neutral nuestro posicionamiento en materias primas.

Perspectivas de las clases de activo

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

Fuente: BNP Paribas Asset Management, octubre 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 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**