TRIMESTRAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BNPP AM – Equipo Multi Asset, Quantitative and Solutions (MAQS)

TODO BIEN DE MOMENTO PERO EL MERCADO SUBESTIMA LOS RIESGOS

Presentación de asignación de activos:

Renta variable

Tipos y duración

Crédito

Inmuebles

Materias primas

Divisas (EUR / USD, GBP, JPY)

Christophe MOULIN
Head of Multi Asset, MAQS
christophe.p.moulin@bnpparibas.com
+33 1 58 97 23 61

Guillermo FELICES
Head of Research and Strategy, MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

Colin HARTE
Head of Research, MAQS
colin.harte@bnpparibas.com
+44 20 7063 7277

Maxime DAVID
Research Analyst, MAQS
maxime.h.david@bnpparibas.com
+44 20 7063 7270

RESUMEN:

- La rentabilidad de los activos en el 3T de 2018 fue mixta: la renta variable de EE.UU estuvo a la cabeza pero el resto se quedó atrás a medida que los inversores digerían los riesgos de los emergentes, de Italia y del avance del proteccionismo.
- No obstante, tanto la renta variable como la rentabilidad de los bonos repuntaron en septiembre, lo que sugirió que los mercados dejaron de estar tan preocupados.
- Nosotros disentimos. Creemos que sigue habiendo riesgos en las tensiones comerciales entre China y EE.UU, en la política italiana y en la normalización de la política monetaria de EE.UU, lo que afectará a los mercados en el 4T y en 2019.

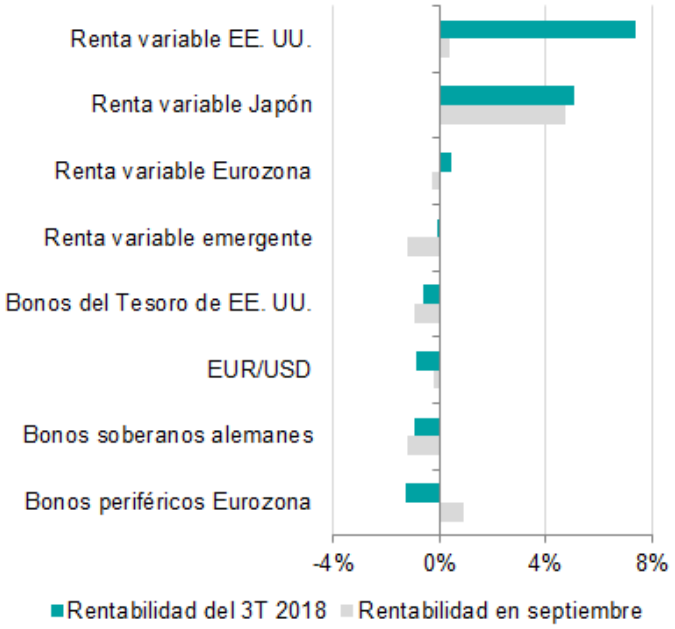
ASIGNACIÓN DE ACTIVOS:

- Seguimos largos selectivamente en activos de riesgo e infraponderamos la renta fija, pero hemos reducido el riesgo general y estamos gestionando posiciones más tácticamente. En concreto, hemos realizado estos ajustes a lo largo del último trimestre:
- Aunque seguimos infraponderando los bonos de la Eurozona estructuralmente, hemos aprovechado la volatilidad de sus rentabilidades para aumentar y posteriormente reducir nuestra infraponderación tácticamente, de forma que retiramos beneficios a medida que aumentó la rentabilidad de los bonos soberanos alemanes.
- Cerramos nuestra exposición larga en renta variable japonesa. Esta posición no estaba cubierta, por lo que la apreciación de la renta variable se compensó con las pérdidas de un yen más débil.
- Al haber reducido riesgos, no necesitamos tantas coberturas, por lo que hemos cerrado nuestro corto en EUR/JPY.

ANÁLISIS DEL MERCADO 3T DE 2018

Conforme nos adentramos en el último trimestre del año, va siendo hora de revisar los movimientos del mercado en el 3T de 2018. La divergencia entre las economías de EE.UU y del resto del mundo se mantuvieron: el mercado de renta variable estadounidense conservó su fortaleza mientras que el resto de regiones tuvieron un comportamiento mixto. El índice S&P 500 siguió ascendiendo y marcó máximos históricos con una apreciación de más del 7% en el trimestre. Otros mercados de renta variable fueron más volátiles y no rindieron tan bien. En Japón, la renta variable comenzó el trimestre con signo mixto hasta su repunte de septiembre gracias a un yen más débil (-2,7% frente al USD), a los datos económicos robustos y a la reelección de Shinzo Abe como líder del Partido Democrático Liberal, lo que le facilita aplicar sus medidas expansivas como Primer Ministro. Mientras tanto, la rentabilidad de la renta variable europea se mantuvo plana.

Gráfico 1: La renta variable de EE.UU siguió batiendo a otros mercados gracias al robusto crecimiento económico.



Fuente: Bloomberg (MSCI, rentabilidad total en divisas locales), a 01/10/2018

El buen comportamiento relativo de EE.UU estuvo potenciado por los beneficios sólidos anunciados por las empresas y por la fortaleza del crecimiento económico, mientras que los datos de otros mercados fueron más comedidos. En cuanto a la inflación, la inflación subyacente de EE.UU ahora se sitúa claramente sobre el 2% interanual. Las cifras de empleo están en récords históricos y el crecimiento del salario medio por hora aumentó con firmeza con un +2,9% en agosto (el último dato disponible), lo que superó a las estimaciones del consenso. Este entorno animó a la Reserva Federal a seguir subiendo sus tipos de interés. Lo hizo con un tono más restrictivo, ya que eliminó el término «flexibilización» de su informe de políticas.

Este enfoque apunta a su intención de estabilizar la economía estadounidense para evitar posibles presiones inflacionistas no deseadas.

Los mercados emergentes tuvieron un trimestre más complicado. En primer lugar, hubo problemas idiosincráticos que afectaron a países como Turquía, Argentina y Venezuela. Aunque estas presiones no salpicaron excesivamente a la escena internacional, sí que forzaron a los inversores a reevaluar su opinión sobre los emergentes, lo que derivó en más aversión al riesgo. El índice MSCI de mercados emergentes continuó por la senda bajista iniciada a finales de enero, aunque con más volatilidad.

En segundo lugar, el mayor crecimiento de EE.UU y el endurecimiento de la Fed favorecieron al USD, lo que suele afectar a los mercados emergentes, especialmente cuando tienen bastante deuda denominada en dólares estadounidenses. Esto también afectó a las divisas emergentes y a los activos denominados en ellas, como la deuda de estos países. Según el índice de deuda local emergente JPMorgan GBI EM, el componente divisa rindió un -6,5% en agosto. En septiembre la cifra mejoró gracias a que algunos bancos centrales emergentes subieron tipos de interés para defender sus divisas, por lo que el índice cerró el 3T en el -1,6%. De cara al futuro, mayores tipos de interés en los mercados emergentes pueden afectar al crecimiento económico. En los últimos días de septiembre, sorprendió que las divisas emergentes mantuviesen el tipo ante la apreciación del dólar frente a las divisas del G10.

Otro factor que afecta a los mercados emergentes es el proteccionismo comercial. De hecho, las economías emergentes dependen significativamente de las exportaciones y cualquier tendencia antiglobalización puede significar menos beneficios comerciales y un entorno económico más complicado. Durante este trimestre, el Presidente de EE.UU, Donald Trump, impuso aranceles adicionales a bienes chinos valorados en 200.000 millones de USD y amenazó con ampliar la medida a todas las exportaciones chinas. Estos movimientos en el comercio internacional no casan bien con el crecimiento mundial, incluido EE.UU pero, de momento, el mercado no ha considerado que el mercado estadounidense pueda sufrir los efectos de esta amenaza.

Los mercados europeos no brillaron tanto como el estadounidense; el índice EuroSTOXX 600 se mantuvo lateral en el trimestre. Los beneficios empresariales no fueron tan fuertes y los datos de actividad volvieron a suavizarse. Los PMI manufactureros llevan cayendo desde principios de año, aunque siguen en terreno expansivo. No obstante, el PMI manufacturero de EE.UU según el índice ISM alcanzó los 61,3 puntos en agosto, su nivel más elevado desde los años 80. Por si fuera poco, el riesgo político siguió centrado en Europa, donde las negociaciones del Brexit siguen bloqueadas después de la reunión de Salzburgo, a lo que se suma la propuesta de presupuesto de Italia que empeorará su déficit y probablemente aflorará tensiones en la Comisión Europea. En consecuencia, los diferenciales de volatilidad entre los países centrales y periféricos en la Eurozona aumentaron, especialmente entre los bonos soberanos italianos y los alemanes.

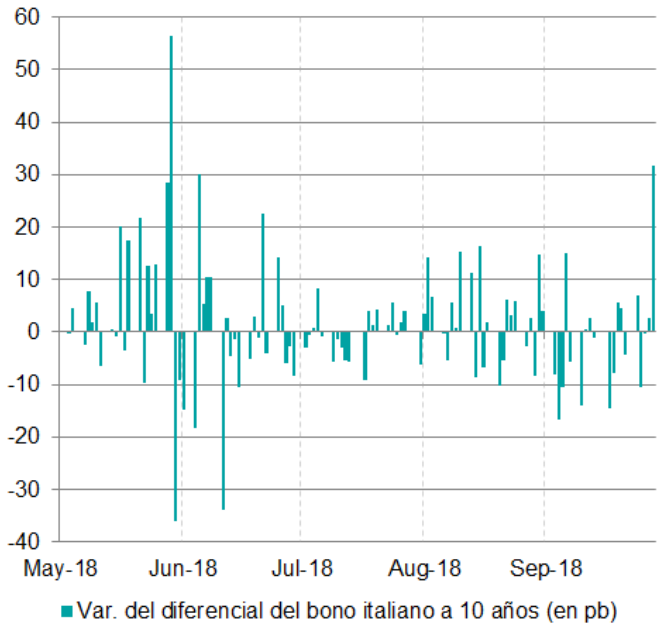
El mercado de materias primas tuvo un comportamiento mixto. Por un lado, la energía se apreció significativamente y el precio del barril de Brent superó los 80 dólares por barril a causa de la menor oferta por las sanciones a Irán impuestas por EE.UU así como por las dificultades persistentes de Venezuela. Por otra parte, los metales industriales se depreciaron con fuerza ante el menor crecimiento de China y los aranceles comerciales. El cobre perdió aproximadamente un 5% en el trimestre (un -15% desde su máximo de junio). La plata y el oro tampoco rindieron bien en el 3T.

A nuestro modo de ver, los mercados financieros se mostraron complacientes ante el aumento de los riesgos, especialmente en septiembre, cuando varios índices de renta variable subieron al mismo tiempo que las rentabilidades de los bonos. En otras palabras, parece que los inversores han descontado crecimiento robusto y normalización de las políticas monetarias. Sin embargo, los riesgos principales siguen vigentes: el conflicto arancelario entre China y EE.UU, el avance de la normalización de la Fed y otros bancos centrales y la agitación política en Italia aparentemente siguen teniendo fuelle.

MÁS RIESGOS POLÍTICOS EN EUROPA POR LA SITUACIÓN DE ITALIA

El gobierno italiano ha acordado un presupuesto que supone un déficit del 2,4% del PIB, lo que supera el objetivo de sostenibilidad del déficit de la UE. Esto podría provocar que Bruselas abra un procedimiento contra Italia por déficit excesivo si la Comisión considera que el presupuesto no es razonable. En principio, los mercados consideraron que el Ministro de Finanzas, Giovanni Tria, abogaría por un déficit en torno al 1,6% o al 1,7% del PIB, lo que reduciría la deuda italiana sobre el PIB en un 0,1% (actualmente es del 130% del PIB). Sin embargo, tras las presiones posteriores de Luigi Di Maio (Cinco Estrellas) y de Matteo Salvini (Liga), Tria aceptó un déficit del 2,4% para 2019 e indicó que los déficits serían similares en 2020 y 2021. De esta forma aumentará el gasto y los ajustes fiscales. Los diferenciales de la deuda italiana, que se habían reducido hasta ese momento, se ampliaron significativamente ante las perspectivas de que la Comisión Europea rechazase la propuesta. La preocupación por el presupuesto de Italia también afectó a la renta variable europea, especialmente en el sector bancario.

Gráfico 3: El plan del presupuesto italiano sorprendió negativamente al mercado



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 27/09/2018

Aunque la reacción de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS) de Italia fue modesta, la reacción de las acciones de los bancos italianos fue más pronunciada a causa de su exposición relativamente elevada a la deuda soberana del país frente a la exposición media de la Eurozona. En conjunto, se calcula que la banca italiana posee un 12% de sus activos en deuda soberana de Italia frente al 4% de media en la Eurozona. Cualquier preocupación seria por la deuda soberana italiana podría tener un efecto contagio relevante en el sistema bancario italiano. La interdependencia de la solvencia soberana y del sistema bancario europeo todavía es significativa.

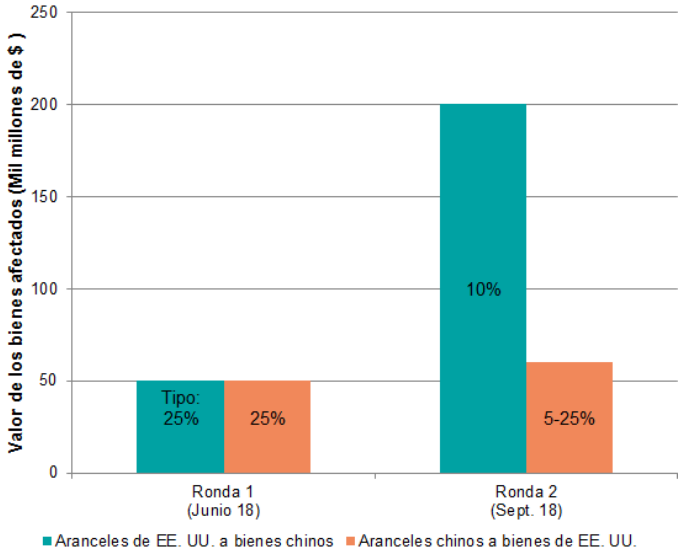
Otro riesgo presente en Italia es el potencial de rebajas en la calificación crediticia. S&P y Moody's califican la deuda italiana con BBB y Baa2, respectivamente. Ambas agencias volverán a revisar su calificación a finales de octubre. Si alguna de ellas o las dos rebajan un punto la calificación de Italia, las rentabilidades de sus bonos podrían sufrir aunque el efecto debería ser asumible. Sin embargo, una rebaja de más calado podría provocar una espiral negativa que provocase dinámicas insostenibles en la deuda del país. Esto podría ocurrir si la rebaja de la calificación crediticia forzase a gran parte de los tenedores de deuda italiana a cerrar sus posiciones por haber superado sus límites de crédito, lo que podría crear una disminución repentina de la oferta de capital a Italia (al igual que ocurrió con Grecia y Portugal) y el país necesitaría asistencia financiera. En el pasado, esta asistencia la prestó el BCE.

Ahora no está tan claro qué ocurriría, ya que la flexibilización cuantitativa está finalizando y el Presidente del BCE, Mario Draghi, ha indicado que no variará sus políticas a medida que la deuda en manos del BCE que vaya venciendo se reinvierta.

ESCALADA PROGRESIVA DE LA GUERRA COMERCIAL, EN ESPECIAL ENTRE EE.UU Y CHINA

El proteccionismo volvió a las conversaciones políticas y resurgió en los radares de los inversores desde la llegada del Presidente Donald Trump a la Casa Blanca. Hasta principios de 2018, hubo más palabras y amenazas que acciones. A partir de entonces, el presidente de Estados Unidos comenzó a subir los aranceles comerciales sobre muchos productos provenientes de varios países. Trump quiere renegociar los acuerdos comerciales con condiciones más favorables para EE.UU y corregir el déficit comercial estructural del país. La tensión con China ha ido en aumento. EE.UU quiere acceder con menos trabas al creciente mercado de los consumidores chinos al mismo tiempo que pretende contener las transferencias de tecnología. Después de aplicar aranceles sobre bienes chinos valorados en 50.000 millones de USD, el Presidente Donald Trump ha adoptado una segunda ronda que afecta a bienes adicionales valorados en 200.000 millones de USD con aranceles del 10% y que amenaza con subir al 25% a partir de enero. Además, Trump indicó que la medida podría aplicarse a todos los bienes chinos si no se alcanza ningún acuerdo. Ante cada una de estas rondas de medidas arancelarias, China respondió aplicando tasas a las importaciones desde EE.UU (Gráfico 2).

Gráfico 2: Los aranceles de EE.UU y las represalias Chinas no han cesado



Fuente: BNPP AM, a 27/09/2018

Sin embargo, China no podrá igualar cualquier subida arancelaria por la simple razón de que China importa menos bienes desde EE.UU que al revés. Después de la segunda ronda de medidas de EE.UU, China se retiró de las negociaciones. Ahora deberá buscar otras tácticas para contrarrestar estas medidas proteccionistas.

Esta situación es complicada para China, que ya está ocupada con el desapalancamiento de su economía y con la tarea de mantener estable su crecimiento. En ausencia de un acuerdo con EE.UU, China tendrá varias opciones para hacer frente a esta situación. En primer lugar, puede reforzar el comercio con otros socios. Hasta cierto punto, esto ya ha ocurrido en el marco de la llamada Iniciativa del Cinturón y Ruta de la Seda, que pretende construir infraestructuras para que los países euroasiáticos sean más accesibles. En segundo lugar, las autoridades chinas han adoptado nuevos estímulos fiscales con el objetivo de apuntalar el crecimiento económico, lo que podría emplearse también como herramienta para aliviar los efectos adversos del mayor proteccionismo.

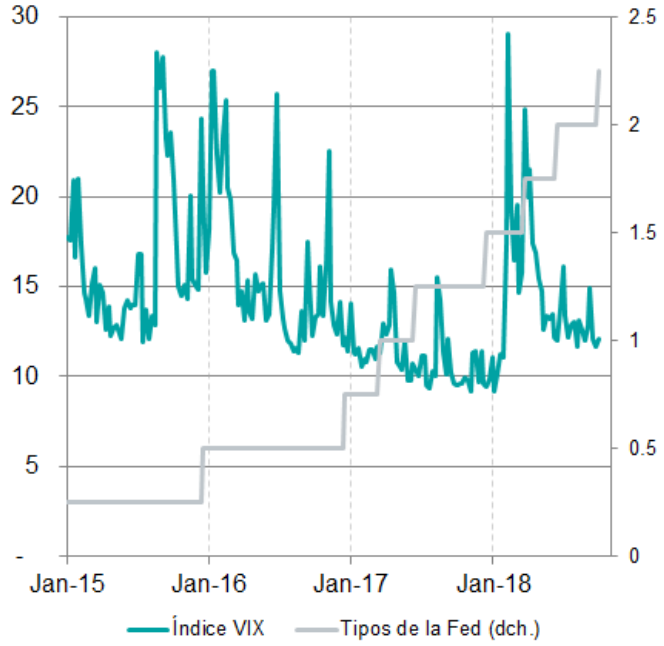
En cuanto a los mercados financieros, la renta variable asiática estuvo afectada por los problemas de los países emergentes y el proteccionismo añadió presión adicional a la renta variable china. El índice Shanghai Shenzhen CSI 300 lleva cayendo todo el año. Ahora está más de un 20% por debajo de su máximo de enero. En retrospectiva, las decisiones agresivas de EE.UU en materia proteccionista pueden ser más que medidas coercitivas temporales con el objetivo de aumentar las concesiones de acuerdos comerciales. Podrían causar cambios más estructurales en las relaciones comerciales internacionales si la tensión entre China y EE.UU no retrocede, lo que afectaría al comercio y al crecimiento global. Sin embargo, los participantes del mercado de momento están ignorando estos posibles escollos para la economía de EE.UU (y la economía global).

LA NORMALIZACIÓN GRADUAL DE LA POLÍTICA MONETARIA DEBERÍA INFLUIR EN LAS RENTABILIDADES AJUSTADAS POR RIESGO

El mes pasado, la Fed aumentó los tipos de interés de sus fondos por tercera vez este año y por séptima vez desde 2016. El banco central sigue mostrándose optimista sobre la economía y eliminó el término «flexibilización» de su informe de la reunión de septiembre. No obstante, todavía no ha pisado el freno de la economía estadounidense, sino que está siguiendo una senda gradual de normalización de la política monetaria. Según varios miembros de la Fed, el banco sigue siendo proclive a alargar la expansión económica de EE.UU incluso si esto significa que la inflación suba ligeramente por encima del 2%. De hecho, la economía estadounidense está en un buen momento, el crecimiento del PIB es robusto y los datos 'blandos' son optimistas, como los índices ISM manufactureros que sugieren que la confianza empresarial es elevada. El desempleo está en niveles históricamente bajos. Sin embargo, la escasez de empleados en el mercado laboral podría provocar un repunte de los salarios, tal y como muestran los últimos datos de crecimiento de salarios por hora, lo que podría presionar la inflación al alza.

En todo caso, es importante subrayar que el mensaje de la Fed se va matizando a medida que, cada vez más, intenta evitar dar proyecciones futuras contundentes. Además, el Resumen de Proyecciones Económicas del último trimestre, en el que se añadieron las proyecciones de tipos de interés para 2021, muestra que los responsables de la política monetaria tienen opiniones más divergentes. La moda de sus previsiones de tipos cae ligeramente (del 3,625% al 3,375%) para el periodo 2020-2021. Esto sugiere que la Fed está empezando a plantearse una ralentización económica o, al menos, una estabilización. En lo que se refiere al efecto potencial de los aranceles comerciales sobre la economía de EE.UU, la Fed no parece preocupada. Los aranceles podrían hacer que la inflación repuntase temporalmente, ya que los precios de las importaciones podrían aumentar.

Gráfico 3: La volatilidad implícita de la renta variable de EE.UU es baja pese a los mayores tipos de interés.



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 27/09/2018

El mercado financiero estadounidense ha ignorado, por el momento, todas estas razones para la cautela y los riesgos potenciales. En concreto, el S&P 500 ha seguido avanzando paulatinamente y marcando máximos históricos al mismo tiempo que la volatilidad se ha mantenido bastante contenida (Gráfico 3). Es difícil prever si esta tendencia pude continuar a medida que los grandes bancos centrales normalicen sus políticas monetarias. De hecho, con menos apoyo monetario cabría esperar que los mercados reconsiderasen los fundamentales. En consecuencia, la rentabilidad de los activos podría perder cierta correlación y los ratios de Sharpe deberían reducirse a medida que la volatilidad aumente y caigan las rentabilidades absolutas.

La corrección del mercado que tuvo lugar a principios de año estuvo provocada parcialmente por el temor a la inflación. En este momento los inversores se muestran más complacientes y parecen haber olvidado este riesgo. Si la inflación comienza a sorprender al alza, los activos de EE.UU podrían estar expuestos a una nueva corrección. También hay bastante complacencia en lo que se refiere a los aranceles comerciales. Si estos aumentan hasta el 25% en enero de 2019 sobre los 200.000 millones de USD de bienes chinos o si los aranceles se aplican a todas las importaciones chinas, los participantes del mercado podrían reevaluar rápidamente el efecto sobre la economía estadounidense. Por estas razones consideramos que la renta variable de EE.UU es vulnerable y preferimos ser cautos.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Seguimos manteniendo la misma opinión desde hace tiempo: posiciones largas selectivas en renta variable e infraponderación de la renta fija. Sin embargo, redujimos nuestra exposición al riesgo a lo largo del 3T de 2018 y adoptamos un enfoque más táctico.

Redujimos riesgos porque somos menos complacientes con varias amenazas políticas y macroeconómicas

Redujimos nuestra exposición a deuda emergente y cerramos nuestra posición larga en renta variable emergente frente a estadounidense. Los activos emergentes se han visto afectados por tres acontecimientos principales. En primer lugar, el crecimiento chino se ralentizó más de lo esperado por los mercados y las políticas adoptadas por el país ante esta caída no han sido contundentes. En segundo lugar, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China siguieron aumentando con una nueva ronda de aranceles. En tercer lugar, el USD se apreció frente a otras divisas gracias al endurecimiento de las medidas de la Fed y al estímulo fiscal de EE.UU Ya se han descontado muchas malas noticias en los precios de la deuda emergente denominada en divisa local, también las caídas de sus divisas. Creemos que hay valor a largo plazo en las posiciones de deuda emergente porque las perspectivas de crecimiento siguen siendo sólidas en muchos mercados emergentes. No obstante, sigue existiendo incertidumbre sobre la evolución a corto plazo de las relaciones China - EE.UU y del dólar estadounidense. De hecho, ambas pueden seguir empeorando. En consecuencia, optamos por reducir parcialmente nuestra posición. En cuanto a la renta variable emergente, no percibimos posibilidades a corto plazo de cambios de tendencia que puedan dar pie a optimismo en estos mercados, como políticas agresivas por parte de China, una pausa en el ciclo de normalización de la Fed, cierta debilidad del USD o un avance en las relaciones entre China y EE.UU

Hemos cerrado nuestra posición larga en renta variable japonesa: Llevamos largos en renta variable japonesa (sin cubrir la divisa) desde principios de año con el convencimiento de que el crecimiento de los beneficios empresariales probablemente sería más fuerte de lo estimado por el consenso gracias a la exposición de las empresas al ciclo global. La renta variable japonesa repuntó a finales del 3T, en parte gracias a la depreciación del yen, pero el crecimiento global ahora es más débil y está menos sincronizado. Cerramos nuestra posición tras reevaluar nuestra exposición al riesgo en renta variable.

Cerramos nuestra exposición larga en acciones de bancos estadounidenses. Las acciones de la banca estadounidense se han apreciado ligeramente desde que abrimos esta operación a principios de junio. Nuestro razonamiento era que los bancos se beneficiarían de la madurez del ciclo en EE.UU, con tipos cada vez más elevados que deberían potenciar sus ingresos por intereses. Ahora nos

preocupa que la renta variable de EE.UU pueda experimentar un retroceso general tras la fuerte apreciación liderada por el sector de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC). Un posible catalizador para ello podría ser una sorpresa al alza de la inflación en EE.UU Aunque puede que los bancos rindan comparativamente mejor que el índice, es posible que sufran cuando el mercado descuente tipos de interés más elevados en Estados Unidos.

Coberturas acordes

En cuanto a divisas, estábamos cortos en el EUR frente al JPY y al USD. La posición corta en euros refleja nuestra cautela ante el resurgimiento de los riesgos políticos en Europa, en concreto por el presupuesto de Italia y el Brexit. La parte larga de la posición se dividía entre el JPY y el USD, dos divisas que suelen rendir bien cuando el sentimiento de mercado opta por alejarse del riesgo. Cuando redujimos nuestro riesgo en el trimestre, cerramos la parte en JPY. Ahora estamos cortos en EUR/USD. Dada nuestra opinión de que los mercados son complacientes ante sorpresas inflacionistas en EE.UU, el USD puede beneficiarse si los mayores tipos de interés en este país afectan a los activos de riesgo. De hecho, el aumento del tipo de interés en septiembre ya benefició al USD.

Captura de asimetrías del mercado

Abrimos una operación de valor relativo: corto en el sector TIC estadounidense frente a renta variable estadounidense. Esto refleja nuestra posición bajista en el sector después de su repunte desproporcionado frente al mercado general de renta variable de EE.UU Los beneficios han sido robustos pero hay dudas sobre si el crecimiento de estos puede continuar al mismo ritmo. Los catalizadores más visibles para una corrección son: (i) riesgos regulatorios (nacionales y extranjeros) para los gigantes tecnológicos estadounidenses, (ii) no estar a la altura de los beneficios esperados por el consenso, y (iii) políticas monetarias de la Fed más restrictivas de lo previsto. Nuestro análisis técnico dinámico también sugiere que el buen comportamiento del sector TIC frente al índice es vulnerable a una corrección a corto plazo.

En cuanto a otras asimetrías del mercado, seguimos manteniendo nuestra infraponderación del crédito de alto rendimiento porque creemos que las valoraciones históricamente caras reflejan la complacencia de los inversores hacia los activos de más riesgo. Esto podría exponer a esta clase de activo a una corrección repentina en caso de que los participantes del mercado reevalúen los riesgos. Más estructuralmente, el crédito de alto rendimiento lleva varios años beneficiándose de las políticas monetarias laxas gracias a que los bancos centrales han hinchado sus balances con bonos y crédito, lo que redujo artificialmente los diferenciales. A medida que este apoyo exógeno se vaya disipando, los diferenciales del crédito de alto rendimiento deberían ampliarse poco a poco para reflejar su nivel de riesgo. Además, si las presiones inflacionistas se materializan, los bancos centrales podrían volverse más restrictivos y los tipos de interés más elevados dañarían a las empresas apalancadas hasta el punto en el que aumentarían los impagos y el alto rendimiento se depreciaría.

Enfoque táctico ante las incertidumbres de Europa

En la Eurozona ya llevamos un tiempo gestionando tácticamente nuestra infraponderación estructural en bonos soberanos. Mantenemos la posición pero acumulamos tácticamente para aprovechar la volatilidad. Los bonos alemanes son sensibles al riesgo político de Europa y actúan como refugio cuando los inversores se preocupan por las tensiones. Cuando reaparecen los riesgos en Italia, su prima de riesgo aumenta porque los bonos soberanos del país caen mientras que los alemanes se aprecian. Después de que la rentabilidad del bono alemán llegase hasta el 0,30% en agosto, aumentamos nuestra infraponderación. Consideramos que, en aquellos niveles, la mayoría de las malas noticias ya estaban descontadas. Un mes después aproximadamente retiramos beneficios de forma parcial, ya que las rentabilidades del bono alemán a 10 años llegaron hasta la zona del 0,50%. También consideramos que el riesgo de Italia añadiría presión a los bonos alemanes. Seguimos controlando los bonos europeos para encontrar oportunidades tácticas.

RESUMEN ESTRATÉGICO DE CAMBIOS DE POSICIÓN EN EL 3T DE 2018

El equipo MAQS de BNPP AM tomó las siguientes decisiones de asignación de activos.

SEPTIEMBRE:

LARGO EN RENTA VARIABLE JAPONESA — CERRADO — 26/09/18

- Después de que la renta variable repuntase en septiembre, en parte gracias a la depreciación del JPY, cerramos la posición después de reevaluar nuestra exposición al riesgo en renta variable ante el crecimiento global más lento y menos sincronizado.

CORTO EN EUR/JPY — CERRADO — 19/09/18

- Esta posición se abrió como cobertura ante un entorno más averso al riesgo. La cerramos después de reducir nuestra exposición a la renta variable. Además, nuestro análisis técnico dinámico está indicando que hay riesgo de que el EUR/JPY se aprecie.

CORTO EN DURACIÓN DE LA EUROZONA — REDUCIDO — 19/09/18

- Retiramos los beneficios de nuestro aumento táctico de agosto después del repunte de los bonos soberanos alemanes. Mantenemos estructuralmente la infraponderación.

LARGO EN RV EMERGENTE FRENTE A EE.UU — CERRADO — 05/09/18

- La renta variable emergente es vulnerable en ausencia de catalizadores de corto plazo que puedan romper la tendencia actual (estos serían, por ejemplo, medidas agresivas de China, una pausa de la Fed en las subidas de tipo, debilidad del USD o avances en las relaciones comerciales entre China y EE.UU). Nuestro análisis técnico dinámico también indica que la corrección de la renta variable emergente podría acelerar y que esta operación de valor relativo podría no estabilizarse a corto plazo.

CORTO EN ACCIONES TIC FRENTE A RV DE EE.UU — ABIERTO — 05/09/18

- El sector TIC de EE.UU se ha desacoplado del resto de los sectores de renta variable estadounidense y su repunte parece sobreextendido. Nuestro análisis técnico dinámico indica riesgos de corrección frente a los índices de EE.UU a corto plazo.

AGOSTO:

LARGO EN ACCIONES DE BANCA DE EE.UU — CERRADO — 29/08/18

- Retiramos beneficios tras un repunte aproximado del 2% en el índice. Creemos que hay riesgos en la renta variable estadounidense: el repunte sobreextendido en el sector TIC, el posible aumento de la inflación y el endurecimiento de las políticas de la Fed.

LARGO EN DEUDA EMERGENTE EN DIVISA LOCAL — REDUCIDO — 29/08/18

- La deuda emergente denominada en divisa local ofrece diversificación de cartera y revalorización por el paso del tiempo (*carry*) pero todavía se enfrenta a la incertidumbre por la evolución de las relaciones entre China y EE.UU y al riesgo de un USD más fuerte. Estos dos factores serían negativos para los activos emergentes. Por tanto, redujimos nuestra exposición larga.

CORTO EN EUR FRENTE A JPY (50%) Y USD (50%) — ABIERTO — 29/08/18

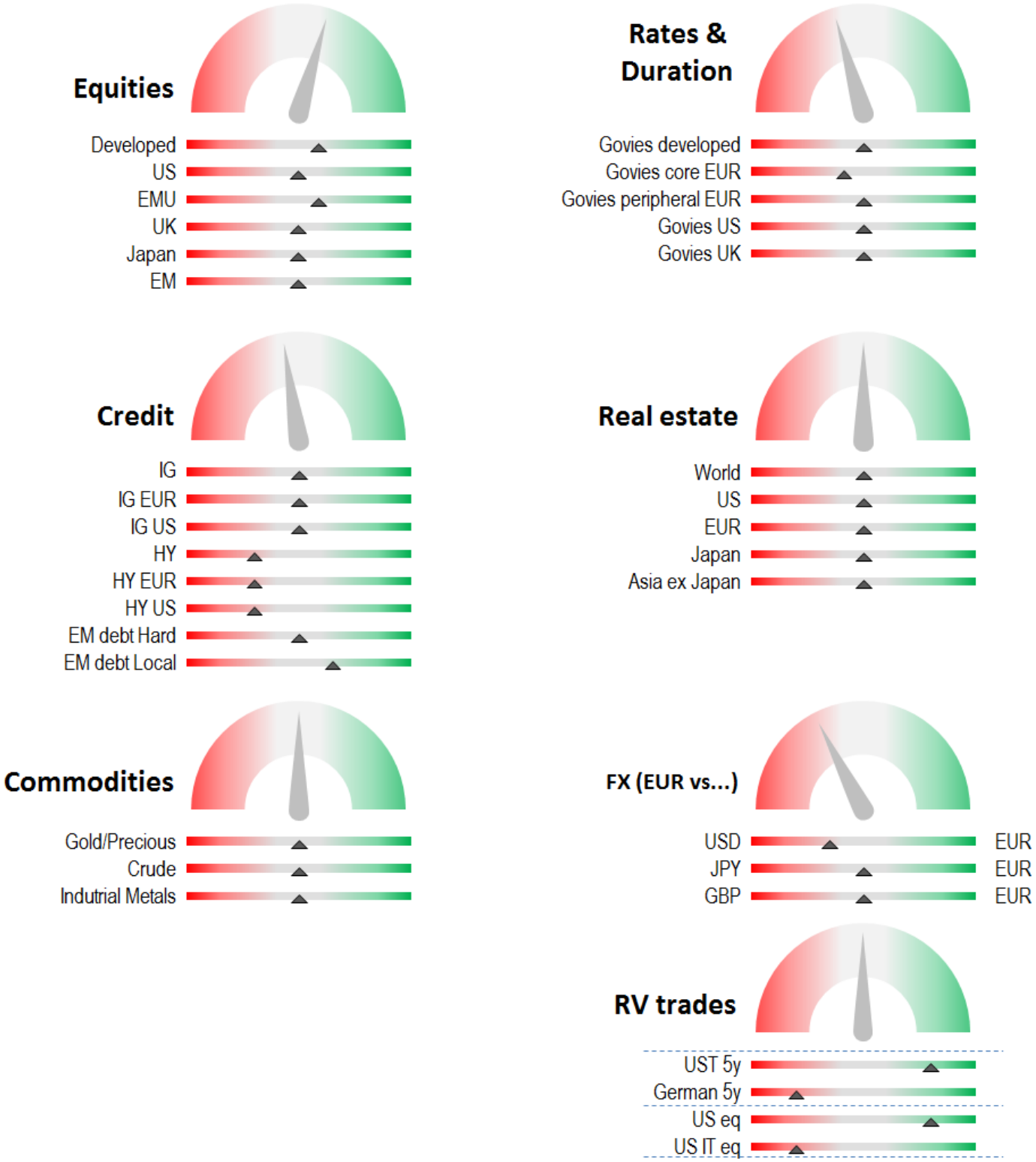
- Esta posición es una cobertura frente a los riesgos de acontecimientos negativos inesperados, como el repunte de la preocupación por el crecimiento global. Tanto el USD como el JPY deberían actuar como activos refugio en dicho entorno.

CORTO EN BONOS DE LA EUROZONA AUMENTADO 20/08/18

- Las rentabilidades del bono alemán a 10 años repuntaron desde el nivel de 0,30% al menos cuatro veces en el último año. Las rentabilidades son históricamente bajas en ese nivel y descuentan muchas noticias negativas (incluyendo crecimiento más débil y preocupación por la política en Italia).

JULIO: *(SIN CAMBIOS)*

TABLÓN DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS[1]



[1] El tablón muestra la asignación de activos en nuestras carteras y refleja las decisiones del Comité de inversiones del equipo multiactivo en MAQS.

Amplía tu información en nuestra página web o ponte en contacto con nuestro equipo de BNP Paribas Asset Management para España.

www.bnpparibas-am.es

Tel: 91 388 88 92

INFORMACIÓN IMPORTANTE

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France es una sociedad de gestión de carteras autorizada por la Autoridad de los mercados financieros con el número GP96002 y constituida como «société par actions simplifiée», según el Derecho francés, con sede social en la dirección 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, cuyo sitio web es www.bnpparibas-am.com.

Este contenido se le comunica a título puramente informativo 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.

Las opiniones vertidas en el presente documento pertenecen a la sociedad de gestión de carteras en el momento indicado y podrán variar posteriormente sin aviso previo. 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 sean aplicables 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.

La documentación concernida por el presente aviso está disponible en www.bnpparibas-am.com.