

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Evitamos caer en la complacencia

- Los datos macroeconómicos han sido dispares. A nuestro juicio, los riesgos para el crecimiento son cada vez más bajistas, especialmente en Estados Unidos. Creemos que las probabilidades de que se produzca una recesión o una situación de estancamiento en Estados Unidos en los próximos doce meses son del 50-50.
- Hemos hecho dos cambios importantes este mes: hemos rebajado la calificación de la renta variable estadounidense hasta «infraponderación» y, en paralelo, hemos disminuido la exposición a la renta variable en general; además, hemos neutralizado nuestra postura de prudencia hacia la duración y empezado a establecer posiciones largas en deuda estadounidense ligada a la inflación con vencimientos a largo plazo.
- Las expectativas de beneficios de las empresas que componen el índice S&P500 no reflejan el entorno que anticipamos. Pensamos que los beneficios empresariales podrían registrar caídas superiores al 10% a medida que se materializa la recesión. Las valoraciones relativas de las empresas del S&P500 nos parecen elevadas: se aproximan a los máximos registrados durante el periodo posterior a la gran crisis financiera.
- Al igual que nuestra infraponderación en renta variable estadounidense, el objetivo de nuestra exposición sobreponderada a los títulos del Tesoro estadounidense protegidos contra la inflación (TIPS) a 20 años es acceder a una oportunidad de valoración. El rendimiento real de los TIPS está próximo a los niveles más altos de los últimos diez años, resultan adecuados en un entorno de inflación persistente y ofrecen un carry atractivo.
- Aprovechamos el aumento de los rendimientos de la deuda alemana de finales de mayo para recoger beneficios de forma parcial de nuestra infraponderación en duración.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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

Macroeconomía: ¿una coyuntura idónea?

Los datos publicados recientemente han puesto en entredicho el discurso del consenso según el cual nos encontramos en un entorno económico considerado idóneo, es decir, un entorno caracterizado por la mejora del crecimiento económico y la reducción de la inflación, algo que primero ha quedado patente en Estados Unidos y, posteriormente, en Europa. En Estados Unidos, los últimos datos del informe JOLTS sobre vacantes de empleo y rotación laboral y aquellos relativos al empleo en general, los ingresos reales y las tasas de dimisiones indican un debilitamiento de las condiciones del mercado laboral. La brusca ralentización observada en los últimos meses en el número de horas trabajadas y en el empleo doméstico y temporal apunta en una dirección similar, y lo mismo sucede si nos atenemos al diferencial de percepción sobre el empleo, un parámetro que elabora The Conference Board. Estos datos concuerdan actualmente con un marcado aumento de la tasa de desempleo.

Cabe destacar que la publicación de dichos datos se produce en un contexto en el que los hogares han gastado casi por completo el exceso de ahorro que acumularon gracias a los estímulos aplicados durante la pandemia de COVID-19, a lo que se suma una política fiscal que está a punto de protagonizar un endurecimiento (un cambio de rumbo que empezará en octubre con la reanudación de los reembolsos de los préstamos estudiantiles). Ello elimina la protección disponible frente a las repercusiones del aumento de los tipos de interés. Las encuestas a los consumidores, incluida la más reciente de la Reserva Federal de Nueva York, muestran unas perspectivas menos halagüeñas para el consumo.

En la eurozona, la flexibilización de la política fiscal no ha compensado el endurecimiento de la política monetaria, y las condiciones de crédito han registrado un endurecimiento considerable en los últimos meses. Aunque la gran importancia que otorga el Banco Central Europeo (BCE) a los datos de la inflación en tiempo real aumenta el riesgo de que endurezca en exceso la política monetaria a medida que empeoran las condiciones de crédito, no creemos que la institución vaya a variar su enfoque por ahora. En efecto, consideramos que resulta poco probable que la primera rebaja de los tipos de interés oficiales se produzca antes de mediados de 2024.

A nuestro juicio, estos acontecimientos contradicen con firmeza el discurso de que la economía está registrando una evolución idónea. A la luz de las atractivas primas de riesgo que presentan los bonos, reforzamos nuestras posiciones largas en duración durante el mes y mantenemos la prudencia sobre la renta variable, como abordaremos en detalle más adelante.

China presenta nuevas fisuras y toma medidas al respecto

Las tensiones que afectan a la economía del gigante asiático han vuelto a quedar patentes, sobre todo en los sectores inmobiliario y fiduciario, que ya de por sí presentan debilidad. Pekín ha reaccionado, y tal vez lo haya hecho con mayor prontitud y rapidez que en el pasado, pero creemos que las medidas que ha tomado hasta el momento resultan decepcionantes. A modo de ejemplo, ante un descenso de 200 puntos básicos de la tasa de inflación, el país tan solo ha rebajado los tipos oficiales en 50 puntos por el momento.

Los activos chinos ya descuentan multitud de noticias negativas. No obstante, en vista de los recientes acontecimientos en China y de las preocupaciones sobre la voluntad de Pekín de estimular la economía de una forma más general, redujimos nuestras asignaciones a la renta variable emergente centrada en China.

El precio del riesgo: ha llegado la hora de los bonos

Every risk has a price, and in our view, different markets are currently priced for different Todo riesgo tiene un precio y, en nuestra opinión, los mercados descuentan actualmente distintos desenlaces. En lo que constituye un hecho llamativo, las primas de los bonos superan ahora a las de la renta variable por primera vez desde la gran crisis financiera (véase el gráfico 1). Esta brecha únicamente ha sido tan amplia en dos ocasiones en el último siglo: durante la Gran Depresión y durante la burbuja del Nasdaq. El diferencial actual se ha visto impulsado

por el aumento de los tipos a largo plazo (las tasas de inflación implícita y los rendimientos reales han subido) y por la disminución de la rentabilidad de los beneficios en un contexto en el que los analistas han pasado a adoptar una visión más alcista sobre los beneficios esperados.

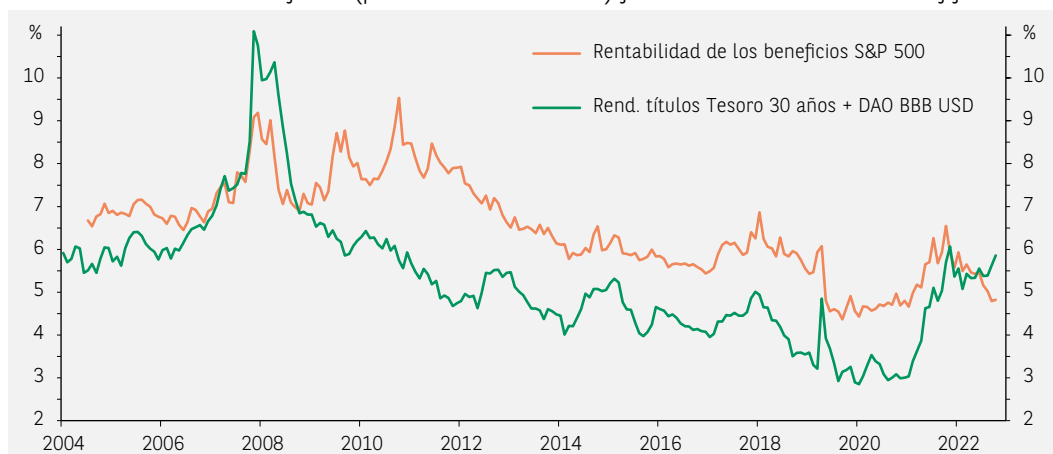
Consideramos que las valoraciones relativas se sitúan en niveles extremos, lo que brinda oportunidades interesantes para realizar una asignación dinámica de activos. Nuestras principales posiciones de riesgo son una posición larga en deuda soberana, sobre todo en Estados Unidos, y una ligera posición corta en renta variable concentrada en Europa.

Nuestro posicionamiento largo en deuda soberana de los mercados desarrollados constituye nuestra perspectiva de mayor convicción, que expresamos principalmente a través de títulos del Tesoro estadounidense protegidos frente a la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) con vencimientos a largo plazo (20 años), junto con una ligera posición larga en títulos del Tesoro nominales, una posición larga en deuda de grado de inversión de la UE (de cuya cobertura prescindimos recientemente) y una posición larga en deuda pública británica frente a los bonos alemanes. La semana pasada, reforzamos nuestras posiciones largas en duración y empezamos a establecer un posicionamiento comprador (sin cobertura) en deuda soberana de los mercados emergentes denominada en divisa local. En vista de los niveles actuales de los rendimientos, creemos que los bonos aseguran unas ventajas cada vez más atractivas en términos de diversificación para las carteras multiactivo.

Gráfico 1

Las primas de riesgo de la renta fija superan a las de la renta variables

Rentabilidad de los beneficios (próximos doce meses) frente al indicador de renta fija



Información a 15 de septiembre. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management

El atractivo de la deuda emergente en divisa local

Pasamos a adoptar una visión más optimista sobre la deuda de los mercados emergentes denominada en divisa local durante el mes debido a tres principales elementos de apoyo:

- **La diversificación** de nuestro posicionamiento largo en duración: durante el verano, adoptamos una postura cada vez más favorable sobre la duración. Con un carry del 6,4%, la deuda emergente en divisa local constituye una manera diversificada de materializar este planteamiento, dado que permite captar el carry tanto en las divisas de los mercados emergentes como en los rendimientos de la deuda de estos mercados. Un aterrizaje más suave de la economía brindaría un entorno especialmente favorable para esta clase de activo, si bien nuestras posiciones actuales en deuda de los mercados desarrollados seguramente firmarían un mejor desempeño en caso de que se produjese una ralentización más marcada.
- **Un entorno macroeconómico favorable** en los mercados emergentes: la inflación ha caído de forma drástica en casi todos los mercados emergentes en los últimos meses (véase el gráfico 2) antes de lo que contemplaban la mayoría de las expectativas, una situación que contrasta con la persistencia de la inflación que vemos en los mercados desarrollados. Los tipos oficiales reales (véase el gráfico 3) se encuentran en cotas relativamente elevadas (1,5%)

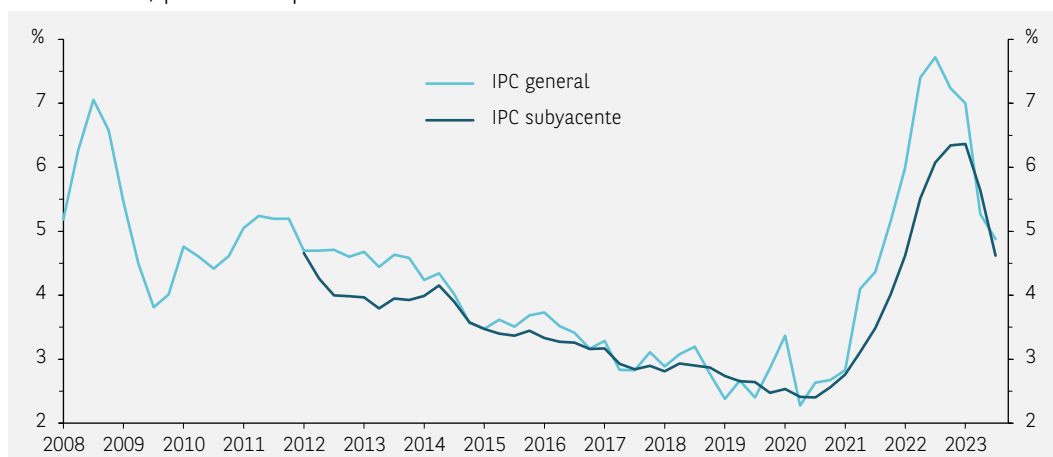
y presentan un potencial bajista de 100 puntos básicos frente a su media histórica (50 puntos básicos). En nuestra opinión, ello ofrece margen para que los tipos de los mercados emergentes (tanto en el tramo corto de la curva como en el largo) empiecen a caer, especialmente en vista de la mayor credibilidad de los objetivos de inflación de los bancos centrales de los mercados emergentes, de sus mejores balanzas externas y de la importante disminución de la volatilidad en el plano de sus divisas. En caso de que los bancos centrales más grandes de los mercados emergentes muestren prudencia a la hora de recortar los tipos para evitar hacerlo demasiado rápido, ello constituirá un factor favorable que redundará en beneficio de las divisas del bloque emergente.

- **El posicionamiento:** en nuestra opinión, la deuda emergente en divisa local constituye una clase de activo que acusa una escasez de inversión considerable. En la actualidad, la inversión extranjera en los principales mercados emergentes representa una pequeña parte de la observada antes de la pandemia de COVID-19.

Gráfico 2

Fuerte caída de la inflación en los mercados emergentes (excluida China)

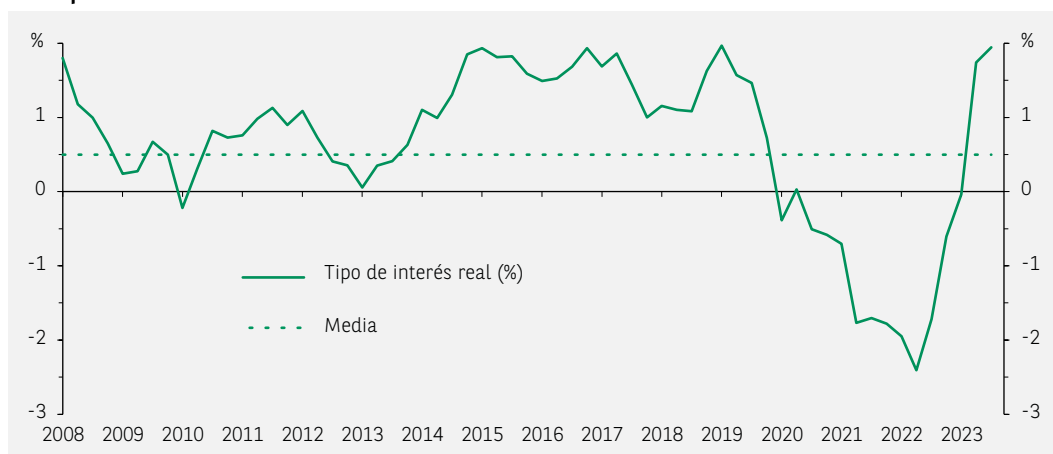
% interanual, ponderado por PIB



Información a 14 de septiembre de 2023. Fuente: Haver, BNP Paribas Asset Management

Gráfico 3

Los tipos de interés reales son relativamente elevados



Información a 14 de septiembre de 2023. Fuente: Haver, BNP Paribas Asset Management

Renta variable europea: unas expectativas demasiado optimistas

Si bien la renta fija suscita nuestro optimismo, nos mostramos prudentes en cuanto a la renta variable, un planteamiento que queda especialmente patente en el Europa, donde consideramos que existen riesgos bajistas desde el punto de vista de los fundamentales y de las valoraciones.

En la vertiente de los fundamentales, las previsiones apuntan a que la renta variable europea registrará una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) de los beneficios del 6% para 2025: esta ha aumentado de forma constante tras la pandemia de coronavirus (véase el gráfico 4). El aumento de las expectativas de beneficios en Europa contrasta con las expectativas que observamos en Estados Unidos. En periodos de menor crecimiento como el que está empezando a cobrar forma en la actualidad, los beneficios europeos han solido caer entre un 15% y un 30%. Además, nuestros analistas de enfoque bottom-up destacan que, si bien los márgenes y los beneficios generales se situaron en niveles razonables en esta temporada de presentación de resultados, las perspectivas de las empresas europeas fueron más prudentes: los títulos con tendencias positivas en materia de beneficios fueron principalmente los títulos de estilo valor (value) de gran capitalización.

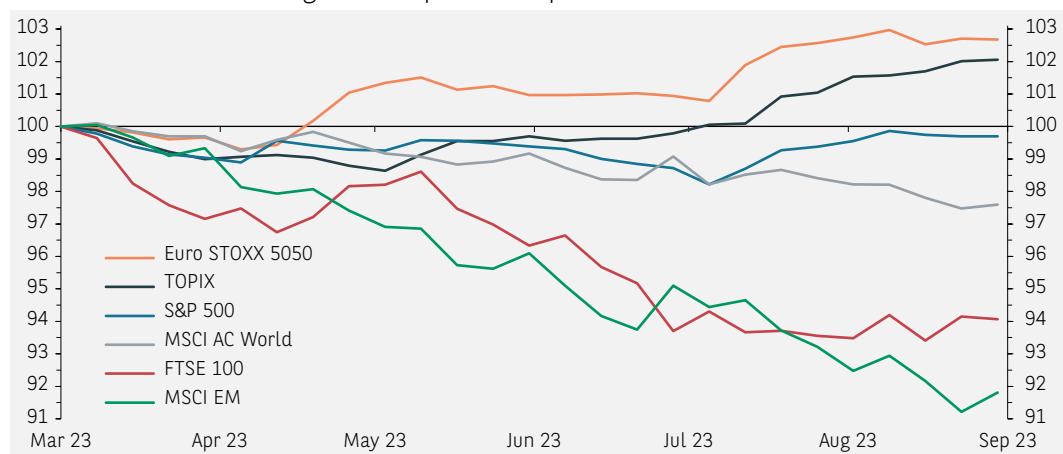
Al efectuar un ajuste para tener en cuenta un debilitamiento de los beneficios, constatamos que las valoraciones europeas no revisten atractivo a nuestros ojos, especialmente en comparación con la renta variable de los mercados emergentes, lo que explica que dispongamos de un posicionamiento largo en los mercados emergentes que contrasta con el posicionamiento corto que hemos adoptado en Europa. Desde una perspectiva multiactivo, cabe destacar que nuestro análisis de las valoraciones apunta a que las valoraciones europeas parecen caras en comparación con el crédito tanto de grado de inversión como de alto rendimiento, así como en relación con la deuda soberana.

Hemos recogido beneficios en nuestra posición larga de valor relativo en bancos europeos frente a la renta variable europea en su conjunto, dado que logramos nuestros objetivos. Consideramos que el sector bancario no admite nuevos posicionamientos, y los argumentos macroeconómicos para justificar dicho posicionamiento están perdiendo fuerza.

Gráfico 4

Las previsiones de beneficios empresariales de la eurozona son mucho más optimistas

Previsión de consenso de ganancias por acción para 2023



Información a 14 de septiembre de 2023. Nota: divisa local excepto índices regionales en USD. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management

Además de adoptar una posición larga en deuda soberana y en deuda europea de grado de inversión, contamos con un posicionamiento ligeramente largo en materias primas (excluidos los sectores de agricultura y ganadería). Este último ofrece una cierta diversificación para las carteras en caso de que las economías logren resistir mejor de lo que esperamos.

Contamos con una visión neutral sobre el efectivo y el sector inmobiliario, así como sobre la asunción de riesgo general, lo que nos lleva a asumir alrededor de la mitad de lo que contemplan nuestras horquillas de error de seguimiento máximo.

Perspectivas de las clases de activo

	Fuerte rechazo	Rechazo	Neutral	Preferencia	Fuerte preferencia
Propensión al riesgo*			X		
Asignación de activos		Renta variable	Bienes inmuebles Liquidez	Deuda pública Materias primas Crédito	
Regiones de renta variable		Europa sin Reino Unido Estados Unidos	Japón Reino Unido ME exc. Asia	ME Asia	
Volumen / estilo de renta variable			Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran capitalización EE. UU. Pequeña capitalización EE. UU.		
Deuda soberana			Japón Europa Australia	Estados Unidos Reino Unido Indexada a inflación Emergente divisa loca	
Crédito			Deuda emergente Grado de inversión EE. UU. Deuda AR 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, septiembre 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**