

MENSUAL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS



Maya Bhandari
Directora global de multiactivos



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado

Una distribución más acotada y de sesgo bajista

- 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 estanflación 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**

Un ciclo estadounidense que destaca por su duración

Conforme nos acercamos al ecuador del año, observamos que los datos macroeconómicos han continuado siendo heterogéneos. Si analizamos los datos de Nowcast y las previsiones de consenso en las principales economías, veremos que la mayoría de las regiones parecen estar perdiendo fuelle. A modo de ejemplo, la estimación del modelo GDPNow de la Reserva Federal estadounidense de Atlanta relativa al crecimiento real del PIB de Estados Unidos de cara al segundo trimestre de 2023 arrojó una tasa anual ajustada por factores estacionales del 1,9% el 26 de mayo, lo que supone una disminución frente a la estimación del 2,9% publicada el 17 de mayo.

El mercado inmobiliario estadounidense podría haber tocado fondo tras lastrar el PIB durante ocho trimestres. Hasta la fecha, la mejora de los datos sobre el mercado inmobiliario no ha podido reducir la brecha con unas encuestas empresariales que ponen de manifiesto la debilidad y el debilitamiento de la actividad (la inversión residencial, que se sitúa en un 5%, reviste mucha menos importancia para el PIB que la inversión empresarial, que se encuentra en torno al 12%).

En conjunto, observamos suficientes datos (especialmente los indicadores adelantados, incluido el mercado laboral) coherentes con el hecho de que se esté materializando una recesión. La confianza de las empresas y los consumidores sigue siendo débil, y la debacle del sector bancario regional en Estados Unidos ha endurecido aún más unas normas de concesión de préstamos ya de por sí restrictivas. Las empresas están siguiendo una hoja de ruta más tradicional en virtud de la cual lo primero que recortan son los gastos de capital, posteriormente interrumpen las contrataciones y, finalmente, llevan a cabo despidos a medida que la recesión cobra forma. A nuestro juicio, el ciclo estadounidense está resultando especialmente largo.

Una consecuencia destacable es que el riesgo de que la economía estadounidense vuelva a sobrecalentarse (algo que los mercados descontaban hace tan solo unos meses) parece haber quedado claramente descartado. Creemos que las probabilidades de que se produzca una recesión o una situación de estanflación en Estados Unidos en los próximos doce meses son del 50-50.

En Europa, los datos publicados recientemente mostraron que la economía alemana se contrajo un 0,3% en los primeros tres meses hasta marzo tras una revisión a la baja de las estimaciones iniciales, que contemplaban un crecimiento del 0%. Este segundo descenso trimestral consecutivo se ajusta a la definición técnica del concepto de recesión.

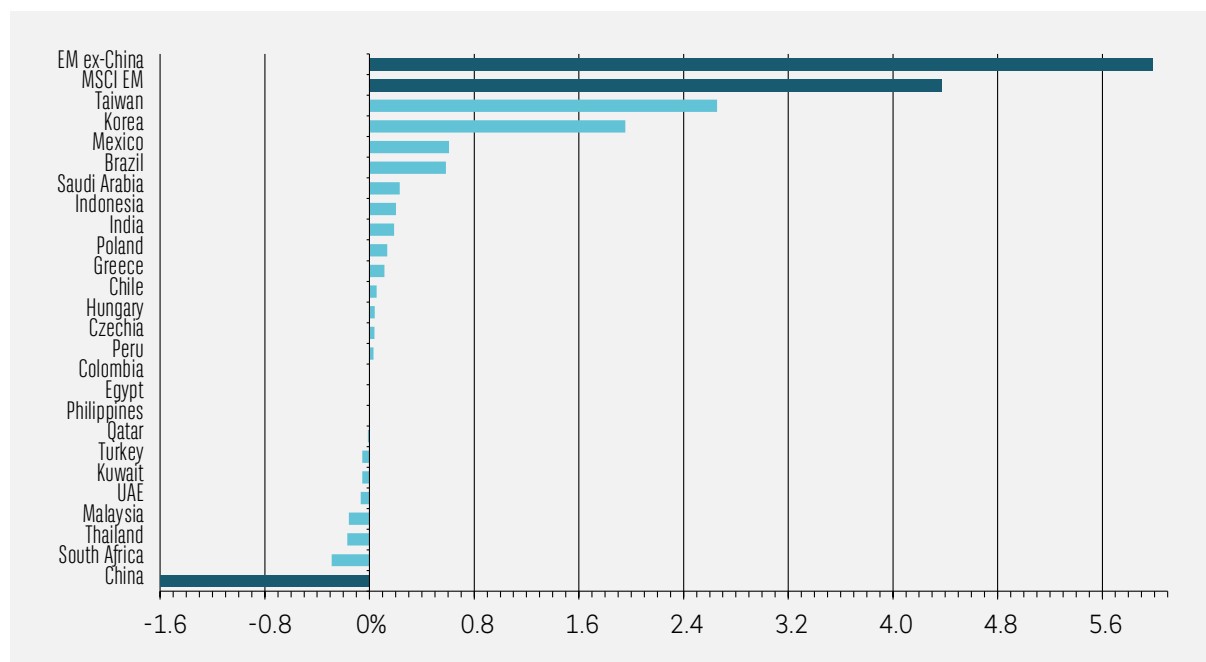
No obstante, los efectos secundarios están empezando a quedar integrados en los salarios negociados, la política fiscal muestra una orientación expansiva y el proceso de endurecimiento de la política monetaria se encuentra más atrasado en comparación con el de Estados Unidos. Ello respalda nuestra posición corta en duración europea implementada tras los desajustes que vivió el mercado con motivo de la crisis de Silicon Valley Bank y Signature Bank en Estados Unidos.

Esta coyuntura también justifica nuestra posición corta en renta variable europea, donde las presiones sobre los márgenes están aumentando y las expectativas de los analistas sobre los beneficios empresariales parecen demasiado elevadas en relación con las perspectivas económicas.

El sentimiento inversor hacia China ha continuado siendo negativo, lo que explica gran parte de la rentabilidad inferior que ha registrado la renta variable de mercados emergentes en lo que llevamos de año, aunque no toda (véase gráfico 1).

Gráfico 1**El rendimiento de la renta variable emergente ha superado este año a la renta variable china**

Rentabilidad total desde principios de año en dólares estadounidenses



Información a 6 de junio de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Sin embargo, creemos que Asia se recuperará incluso en un contexto en el que Estados Unidos y Europa van camino de adentrarse en terreno recesivo. Últimamente, los datos procedentes de China han resultado decepcionantes, pero la actividad del gigante asiático sigue mostrando una tasa de crecimiento de entre el 6,5% y el 7%, y consideramos que el margen para que el país flexibilice su política monetaria permanece inalterado, a diferencia de lo que sucede en los países desarrollados. En vista de que los tipos reales se encuentran en cotas elevadas en numerosos mercados emergentes y de que tanto las valoraciones como las expectativas de beneficios empresariales se sitúan en niveles muy reducidos, consideramos que cabe la posibilidad de que las tasas de descuento disminuyan y de que el crecimiento de los beneficios experimente una mejora. Ello justifica nuestro posicionamiento positivo en renta variable de mercados emergentes (dos tercios en mercados emergentes y un tercio en el índice MSCI China) frente a la renta variable europea y estadounidense.

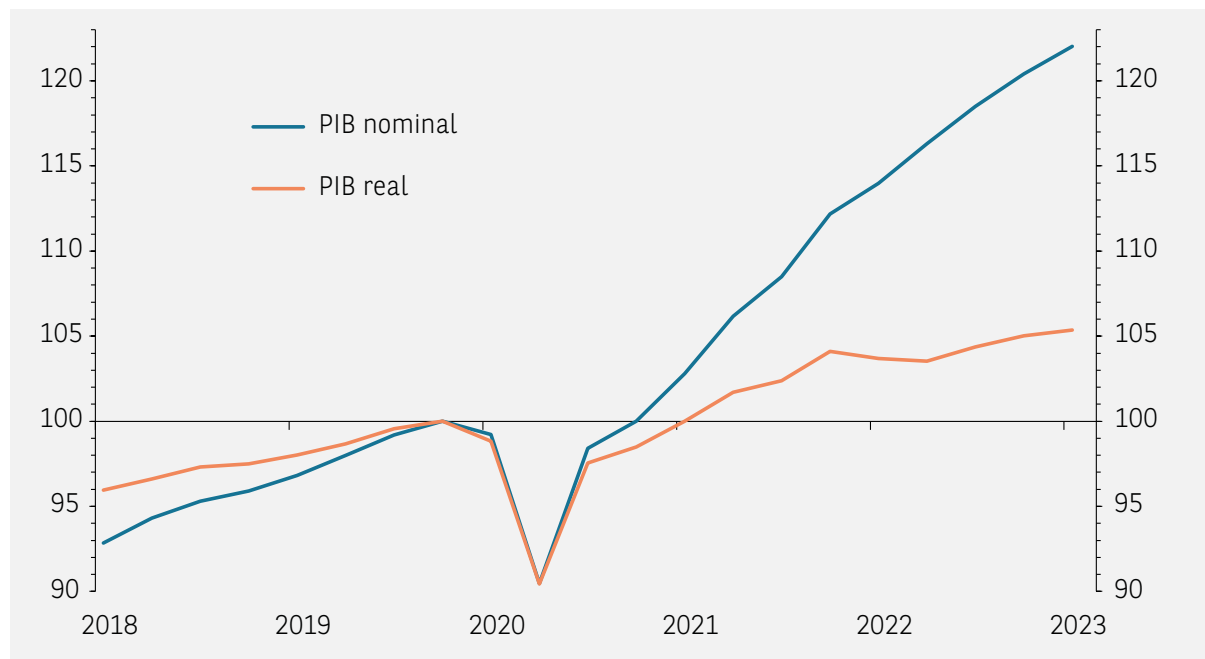
Unas expectativas de beneficios poco realistas

A nuestro juicio, las expectativas de beneficios para las empresas del índice S&P 500 no reflejan esta coyuntura, dado que se espera que el crecimiento del beneficio por acción (BPA) sea nulo en 2023 (de un +5% si excluimos el sector energético) y protagonice subidas superiores al 10% en 2024 y 2025 (concretamente, de entre el 11% y el 12%). Por nuestra parte, esperamos más bien que los beneficios empresariales en su conjunto registren caídas de entre el 12% y el 15% a medida que se materializa la recesión, tal vez incluso mayores en vista del impulso derivado del aumento del crecimiento nominal (lo que se conoce como la «ilusión monetaria»).

El hecho de que el impulso económico esté menguando respalda la opinión de que el tipo de los fondos federales se encuentra en su punto máximo o cerca de este para el presente ciclo, pero también supone un reto para el tejido empresarial estadounidense. La expansión de los márgenes podría estar llegando a su fin en un contexto en el que las empresas experimentan cada vez más dificultades para repercutir las subidas de precios, lo que constituye el auténtico reto de la «ilusión monetaria» generada mediante la combinación entre una elevada tasa de inflación y el debilitamiento del crecimiento real (véase gráfico 2).

Gráfico 2**Ilusión monetaria**

PIB real y nominal (indexado)



Información a 6 de junio de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La renta variable estadounidense presenta cada vez mayor vulnerabilidad

El sólido desempeño que ha firmado la renta variable estadounidense este año se ha sustentado casi por completo en el sector tecnológico. En efecto, más de la mitad de la rentabilidad del índice S&P 500 ha procedido de Apple, Microsoft y NVIDIA. Si excluimos el sector tecnológico, el mercado registra una evolución plana en líneas generales.

Las señales negativas que emiten determinados sectores específicos suscitan nuestra preocupación. A título de ejemplo, las acciones de consumo discrecional están registrando una rentabilidad inferior a las del sector de consumo básico en términos promediados, lo que parece indicar que el consumidor estadounidense está empezando a dar muestras de agotamiento.

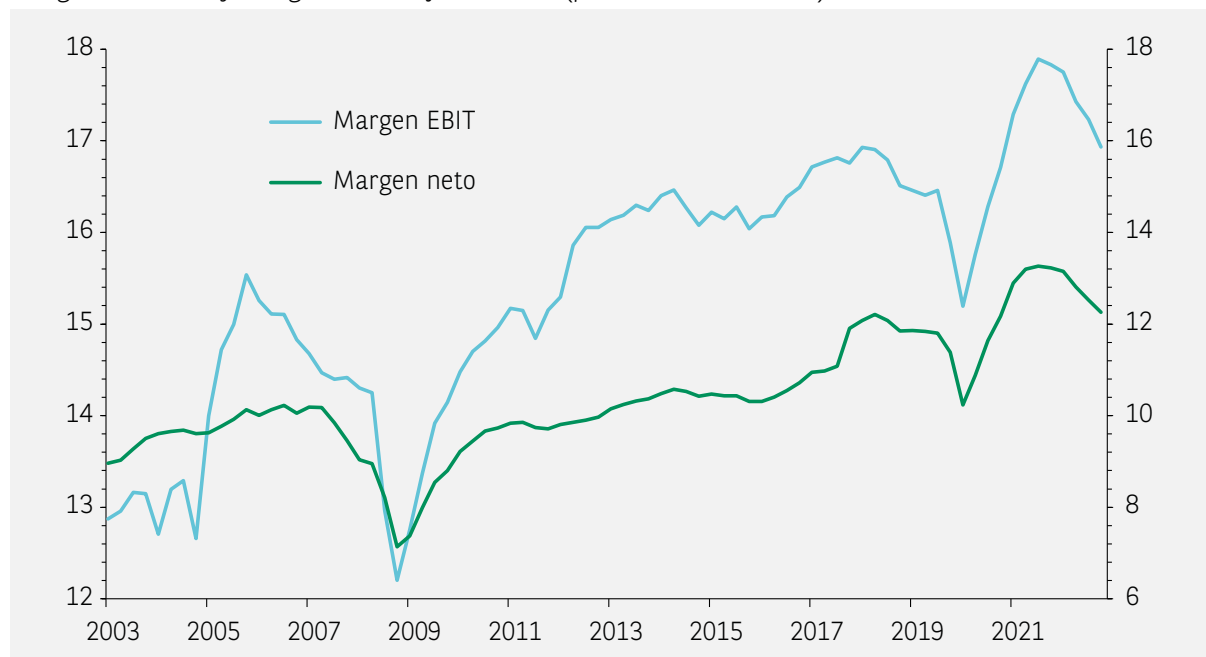
Por otro lado, las condiciones de liquidez no resultan favorables para la renta variable estadounidense. El sector bancario del país norteamericano continúa expuesto al riesgo de que se produzcan fugas de depósitos en una coyuntura en la que el endurecimiento de las condiciones de liquidez se está viendo exacerbado por la reducción de la liquidez derivada del endurecimiento cuantitativo de la Reserva Federal estadounidense.

Las valoraciones se encuentran en cotas muy elevadas

Si bien la previsión para los ratios precio-beneficio (PER) del índice S&P 500 cayó en 2022, ha vuelto a aumentar este año: en comparación con la renta variable mundial (representada a través del índice MSCI All Country World), la prima a futuro es del 16%, por lo que se sitúa cerca de los máximos registrados desde la crisis financiera mundial. Gran parte de esta prima se concentra en el sector tecnológico, aunque el índice no resulta menos vulnerable por ello. La prima de 2022 podría haber estado justificada en vista de la mejora de la rentabilidad sobre el patrimonio, pero tanto los indicadores retrospectivos como los prospectivos están ahora experimentando un cambio de tendencia (véase gráfico 3). Según nuestros marcos de valoración a más largo plazo, que tienen en cuenta las valoraciones de los beneficios tendenciales, el mercado estadounidense podría presentar un desajuste de precios del orden de entre el 30% y el 35%.

Gráfico 3**Previsión de reducción de los márgenes**

Margen EBIT neto y margen de beneficios netos (próximos doce meses)



Información a 6 de junio de 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

A pesar de este contexto, los inversores parecen haber adoptado un posicionamiento en los activos de riesgo menos infraponderado de lo que sugieren algunas encuestas de los actores financieros del ámbito vendedor (sell-side). En efecto, los inversores muestran un interés moderado y decreciente en estar infraponderados en renta variable. Los denominados «inversores de dinero real» parecen encontrarse sobreponderados en renta variable a unos niveles que se sitúan cerca de los niveles medios de la última década aproximadamente.

A la luz de todos estos factores, rebajamos la calificación de la renta variable estadounidense hasta «rechazo» (véase tabla), y nuestras carteras gestionadas con arreglo a un enfoque activo están empezando a adoptar un posicionamiento más prudente. Ello supone una continuación de la trayectoria que hemos ido siguiendo hasta ahora: en enero nos mostrábamos ligeramente optimistas sobre la clase de activo, en febrero y marzo pasamos a adoptar un posicionamiento más neutral y a finales de abril iniciamos una ligera infraponderación.

Posicionamiento de cara al fin de las subidas de tipos en Estados Unidos

Hemos aumentado nuestra asignación a la deuda pública, lo que nos ha llevado a dejar atrás nuestra infraponderación en esta clase de activo para pasar a tener un posicionamiento neutral que hemos expresado a través de una posición corta táctica en la deuda pública de la UE en combinación con una sobreponderación en deuda estadounidense ligada a la inflación con vencimientos a largo plazo.

El perfil de riesgo-rendimiento atractivo y asimétrico que ofrecen los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) respalda nuestra posición larga en esta clase de activo en un entorno en el que la Reserva Federal se acerca a los compases finales de su ciclo de subidas de tipos, si bien ello sigue dependiendo en gran medida del rumbo de la inflación. Los rendimientos de los TIPS con vencimiento a 20 años se sitúan cerca de los máximos registrados durante esta década y en unos niveles que se han asociado recientemente con un nuevo sobrecalentamiento de la economía. No obstante, consideramos que la reciente inestabilidad que ha experimentado el sector bancario estadounidense implica que dicho sobrecalentamiento ya no resulta posible y que, por tanto, existe un claro desajuste en el plano de las valoraciones.

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	Asia emergente	
Volumen / estilo de renta variable			Gran capitalización UE Pequeña capitalización UE Gran capitalización EE. UU. Pequeña capitalización EE. UU.		
Deuda soberana		Europa	Estados Unidos Japón DME en divisa local Australia Reino Unido		
Crédito			Deuda emergente Grado de inversión EE. UU. Deuda EE.UU. de alto rendimiento Deuda UE alto rendimiento	Grado de inversión UE	
Materias primas				Energía Metales básicos Metales preciosos	
Divisas		CHF	EUR, USD, AUD, GBP, divisas emergentes	JPY	

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

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, en adelante, «la sociedad gestora de inversiones», es una sociedad por acciones simplificada con domicilio social sito en 1 Boulevard Haussmann 75009 París, Francia, inscrita en el Registro Mercantil de París con el número 319 378 832 y registrada ante la «Autorité des marchés financiers» con el número GP 96002.

El presente documento ha sido elaborado y publicado por la sociedad gestora de inversiones.

Este material se elabora únicamente con fines informativos y no constituye:

1. una oferta de compra ni una invitación de venta, ni podrá ser la base o servir de referencia o utilizarse en relación con ningún contrato o compromiso cualesquiera o
2. asesoramiento de inversión.

El presente documento hace referencia a uno o varios instrumentos financieros autorizados y regulados en la jurisdicción de su constitución.

No se ha llevado a cabo ninguna actuación que se requiera obligatoriamente, en especial en Estados Unidos, para poder realizar la oferta pública de los instrumentos financieros en ninguna otra jurisdicción a personas estadounidenses (en el sentido que se da a esta expresión en el Reglamento S de la United States Securities Act de 1933), salvo por lo indicado en el folleto informativo más reciente de los instrumentos financieros correspondientes, o en el sitio web (en el apartado «Nuestros fondos»). Antes de cursar cualquier orden de suscripción en un país en el que estén registrados dichos instrumentos financieros, los inversores deben comprobar las limitaciones o restricciones legales que puedan existir para la suscripción, compra, posesión o venta de los instrumentos financieros.

Los inversores interesados en suscribir los instrumentos financieros deben leer detenidamente el folleto informativo y el documento de datos fundamentales (KID), así como consultar los informes financieros más recientes de los instrumentos financieros en cuestión. Estos documentos están disponibles en el idioma del país en el que dichos instrumentos financieros estén autorizados para su distribución y en inglés, según corresponda, en la siguiente dirección, en el apartado «Nuestros fondos»: <https://www.bnpparibas-am.com>.

Las opiniones recogidas en este documento constituyen el criterio que la sociedad gestora adoptó en ese momento y podrían variar sin previo aviso. La sociedad gestora de inversiones no está obligada a actualizar o alterar la información u opiniones contenidas en este documento. Recomendamos a los inversores que consulten a sus propios asesores jurídicos y fiscales para obtener asesoramiento en relación con aspectos de índole jurídica, contable, domiciliaria o fiscal antes de invertir en los instrumentos financieros para tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y consecuencias de invertir en ellos, si se permite. Es importante tener en cuenta que los diferentes tipos de inversiones que se puedan mencionar en este sitio web tienen distintos niveles de riesgo y no puede garantizarse que una inversión en concreto sea adecuada, pertinente o rentable para la cartera de inversión de un cliente o cliente potencial.

Dado que existen riesgos económicos y de mercado, no se puede ofrecer la garantía de que los instrumentos financieros alcanzarán sus objetivos de inversión. El comportamiento de los instrumentos financieros puede variar considerablemente en función de los objetivos o de las estrategias de inversión empleadas, así como de las condiciones económicas y de mercado, especialmente los tipos de interés. Las distintas estrategias aplicadas a los instrumentos financieros pueden tener un efecto significativo en los resultados presentados en este documento. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras y el valor de las inversiones en los instrumentos financieros es susceptible, por su naturaleza, de variar tanto al alza como a la baja. Es posible que los inversores no recuperen su inversión inicial. Los datos de rentabilidad reflejados en este sitio web no tienen en cuenta las comisiones, los costes de emisión o reembolso ni los impuestos.

Podrá obtener esta información en la siguiente dirección: www.bnpparibas-am.fr/investisseurs-investisseurs-marchés-france/francais/les-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**