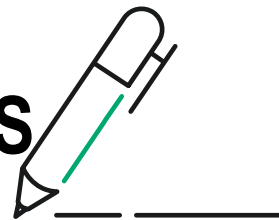


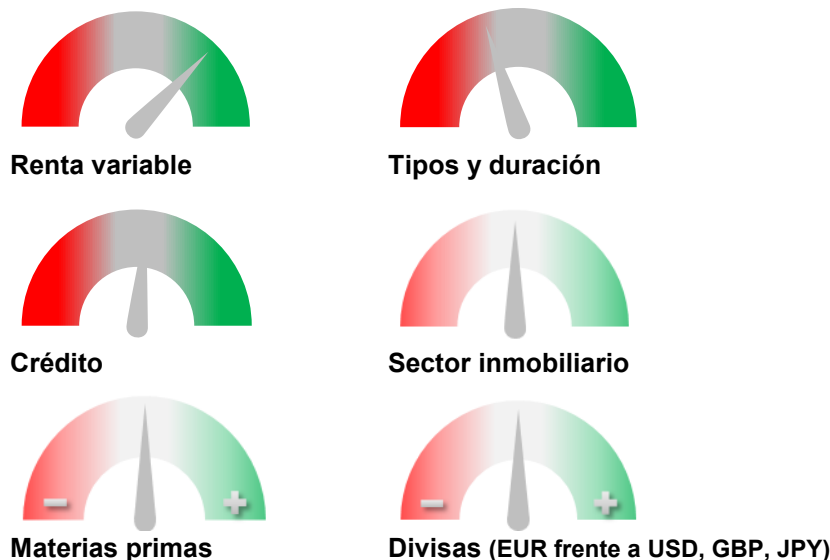
FLASH DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

BNPP AM – Multiactivo, Cuantitativa y Soluciones (MAQS)



CAMBIOS DE MITAD DE AÑO

Resumen de la asignación de activos:



Christophe MOULIN
Responsable de Multiactivo, MAQS
christophe.p.moulin@bnpparibas.com
+33 1 58 97 23 61

Guillermo FELICES
Responsable de Análisis y Estrategia, MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

Colin HARTE
Responsable de Análisis, MAQS
colin.harte@bnpparibas.com
+44 20 7063 7277

Maxime DAVID
Analista de Análisis, MAQS
maxime.h.david@bnpparibas.com
+44 20 7063 7270

RESUMEN:

- Pese a las tensiones comerciales, las preocupaciones sobre el crecimiento global y unos mercados más volátiles que durante 2017, nuestro escenario básico sigue siendo uno de sólido crecimiento global e inflación contenida, lo que sustenta nuestro optimismo con respecto de la renta variable, con preferencia por los títulos de la Eurozona, donde observamos unas perspectivas de crecimiento de los beneficios positivas y posibilidades de expansión de márgenes.
- Esperamos una mayor calma en los mercados para los próximos meses, y hemos identificado varios temas que pudieran provocar cambios: (i) El mercado de crudo seguramente haya tocado techo dado que ha descontado gran cantidad de buenas noticias relacionadas con la oferta, la demanda y la geopolítica. (ii) La divergencia relativa en materia de política monetaria de la Reserva Federal estadounidense y el BCE ya está prácticamente descontada. Por ello, esperamos que el USD se estabilice frente al EUR y que el diferencial entre la rentabilidad de los bonos de Alemania y los del Tesoro de Estados Unidos (UST) se ajuste tras casi un año de ampliación. (iii) Unos mercados de tipos más estables en Estados Unidos, con un USD también más estable, deberían resultar favorables para las divisas de los mercados emergentes (ME) y, por consiguiente, para la deuda local de los ME.
- En línea con estas opiniones, recientemente hemos adoptado una posición larga en bonos del Tesoro de EE. UU. frente a los bonos alemanes a cinco años, y buscaremos oportunidades de incrementar la exposición larga en divisas emergentes, por ejemplo, aumentando nuestra posición larga ya existente en deuda local de los ME.
- Los riesgos principales para nuestro escenario básico alcista pudieran deberse a sorpresas con la inflación o a una escalada de las tensiones comerciales que pudiera dar lugar a una ralentización económica global.
- Nuestros análisis de la dinámica del mercado (análisis técnico de dinámica, condiciones financieras, indicadores dinámicos del mercado, supervisión de la liquidez) ya marcaban un cambio en el entorno a principios de 2018, y prevén un mercado más febril. En este contexto, mantenemos nuestro optimismo con respecto de los activos de riesgo para los próximos meses, aunque seguiremos muy atentos a los movimientos del mercado.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

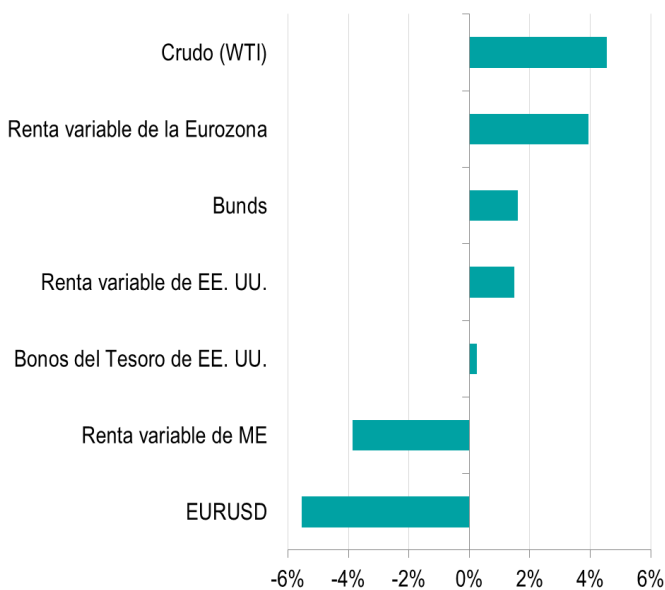
LOS MERCADOS HAN EXPERIMENTADO PROBLEMAS COMPLEJOS

Tras el excelente rendimiento de los activos de riesgo durante 2017, los mercados han tenido que hacer frente a algunos problemas peliagudos estos últimos meses. Los movimientos ocurridos en el mercado durante los tres últimos meses son un claro ejemplo de este nuevo y más complicado entorno (Figura 1).

Los datos de la renta variable distan de haber sido uniformes: la rentabilidad ha sido positiva en la Eurozona, seguida por la de Estados Unidos, con la de los mercados emergentes más atrás, ya en territorio negativo.

Otro cambio notable ha sido el repunte del crudo, que ha subido más del 4 % durante los tres últimos meses. Resulta curioso que esta subida no haya quedado desbaratada por la mayor fortaleza del USD. Las subidas del USD y en la rentabilidad de los UST frente a los bonos alemanes reflejan unas mejores perspectivas económicas para Estados Unidos que las previstas para la Eurozona, y estas tendencias se vieron exacerbadas por la escalada de la inestabilidad política en Italia.

Figura 1: Rendimiento diverso de los activos durante los tres últimos meses al digerir los mercados distintos riesgos macroeconómicos



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 18 de junio de 2018

El otro acontecimiento notable ocurrido en los mercados los pasados tres meses fueron las ventas masivas de divisas de los ME frente al USD. El aumento en la rentabilidad de los UST y la mayor fortaleza del USD perjudicó a los ME, muy especialmente a sus divisas, al abandonar los inversores sus posiciones largas en renta variable y deuda emergentes. Además, las vulnerabilidades externas de economías tales como las de Turquía y Argentina no hicieron más que exacerbar la situación.

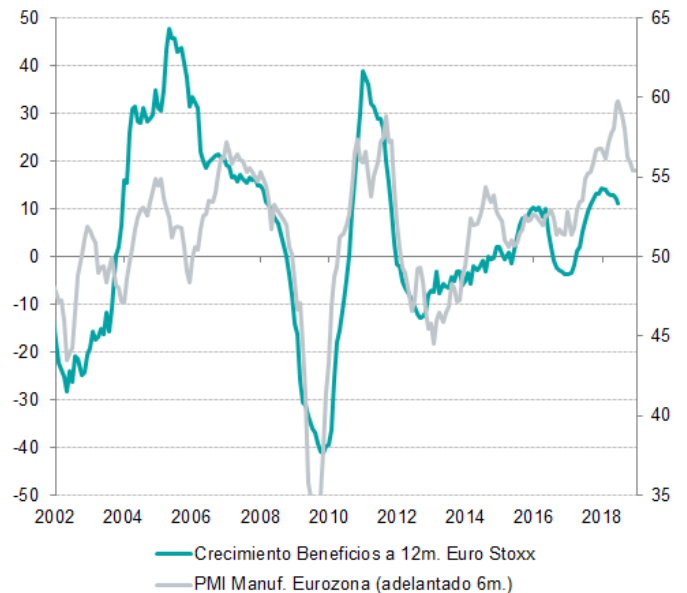
Otra razón por la que los mercados, especialmente los ME, han estado más nerviosos ha sido la escalada en las tensiones entre Estados Unidos y China. Durante los últimos días, Estados Unidos anunció que se está planteando aumentar los aranceles a importaciones de China por valor de 200 000 millones USD. Las autoridades asiáticas han respondido que ya han tomado las medidas necesarias para responder de forma integral.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y DE RIESGO... SEGUIMOS OPTIMISTAS

Mantenemos nuestro escenario macroeconómico básico de crecimiento global robusto e inflación contenida, al que denominamos entorno de “Ricitos de Oro”. Esto cuadra también con que la Reserva Federal vaya a ir retirando gradualmente su programa de estímulo monetario y otros bancos centrales hayan comenzado a normalizar su política monetaria, especialmente el BCE.

Nuestra previsión es que los activos de riesgo, especialmente la renta variable, funcionen bien porque el crecimiento económico mundial potencia el de los resultados corporativos y la política monetaria sigue siendo, en general, favorable. Nuestra convicción se centra principalmente en los títulos de la Eurozona, donde creemos que existe margen para que el crecimiento de los beneficios se ponga a la altura del ciclo económico, y la fortaleza de la demanda debería servir para que los márgenes de beneficios sigan ampliándose (véase la figura 2).

Figura 2: El crecimiento de beneficios de la Eurozona parece demasiado bajo con respecto a los niveles de actividad, que siguen elevados

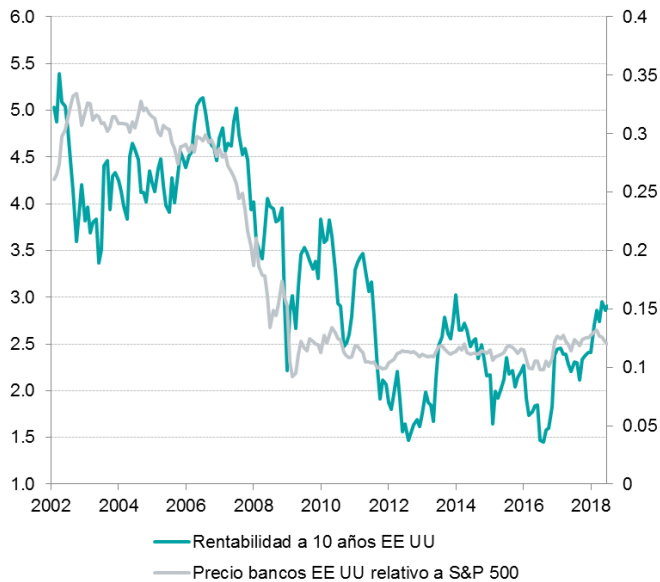


Fuente: FactSet, IBES, Markit, BNPP AM, a 21/06/2018

También contamos con una exposición larga al riesgo de renta variable en Japón y en los bancos estadounidenses. En Japón,

esperamos que el crecimiento de los beneficios sea superior a las previsiones de consenso. Por su parte, a los bancos estadounidenses debería beneficiarles la madurez del ciclo de crecimiento y el incremento de los ingresos por intereses ya que esperamos que los tipos de interés sigan subiendo a más largo plazo (véase la figura 3)

Figura 3: A los bancos estadounidenses les debería beneficiar el aumento de las rentabilidades



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 21/06/2018

Como esperamos que la inflación siga moderada en el mundo desarrollado y que los bancos centrales normalicen sus políticas, estamos infrponderados en renta fija. Expresamos esta opinión estando infrponderados en duración en la UME.

La situación macroeconómica de crecimiento robusto e inflación contenida debería seguir siendo positiva para los activos de riesgo, si bien es cierto que estamos observando fragilidades en el mercado que ya había advertido nuestro análisis de la dinámica de los mercados financieros.

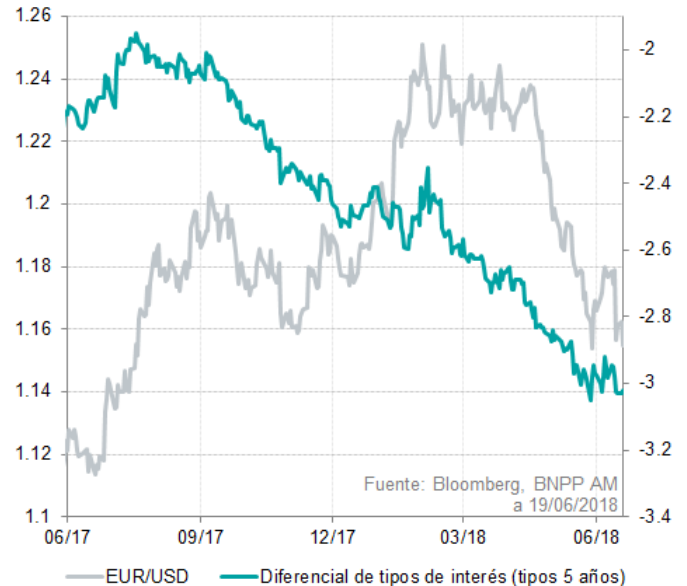
CAMBIOS DE MITAD DE AÑO

Tras unos cuantos meses volátiles, prevemos una pausa y posiblemente cambios en algunas de las tendencias que más se han hecho notar en los mercados durante los últimos meses. Concretamente, esperamos que el USD y la rentabilidad de los UST se estabilicen a corto plazo.

A nuestro juicio, la rentabilidad de los UST ya ha descontado las buenas noticias relacionadas con el crecimiento, la inflación y los ajustes de la Fed. Por otro lado, la economía de la Eurozona se ha ralentizado, pero el BCE ha confirmado su intención de acabar con el programa de compras de activos para finales de 2018, pese a no preverse que eleve sus tipos de interés hasta bien entrado 2019. Tras el reciente repunte de rentabilidad de los bonos estadounidenses y del dólar USD, creemos que ya se han descontado suficientes

noticias y que a partir de ahora probablemente veamos al menos una relación más estable entre la rentabilidad de los bonos alemanes y los UST, y un USD más firme frente al EUR (véase la figura 4)

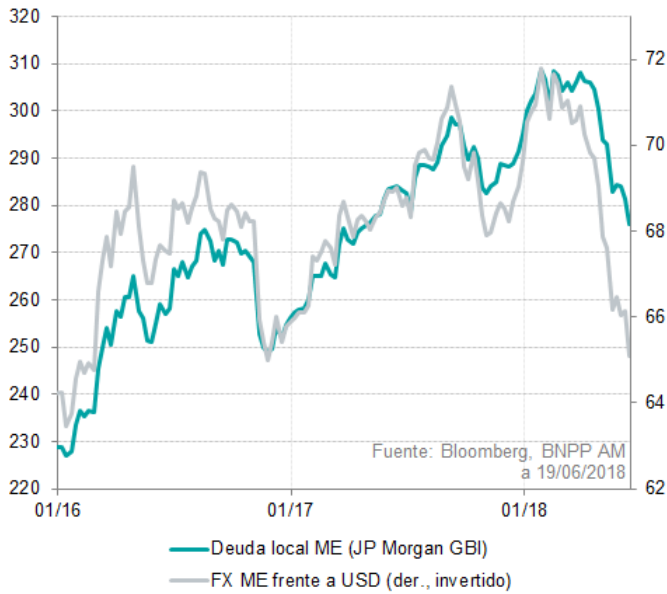
Figura 4: La ampliación de los diferenciales EUR-USD debería servir para estabilizar el USD



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 20/06/2018

La mayor fortaleza del USD ha sido la principal causa de rendimiento inferior de los activos de los ME desde abril. Por consiguiente, un USD más débil debería servir para estabilizar las divisas y la deuda local de los ME (véase la figura 5). Hay dos factores más que deberían resultar positivos por las divisas emergentes, a saber: la restauración de los diferenciales de tipos de los ME al elevar los bancos centrales de estas economías los tipos de interés o mostrarse más agresivos (véase la figura 6), y el hecho de que el crecimiento y los fundamentales externos estén mejor que hace cinco años, cuando se produjo una rápida ralentización del crecimiento en China, los precios de las materias primas se encontraban con un mercado a la baja y países como Brasil y Rusia estaban en recesión.

Figura 5: La estabilización del USD debería favorecer a la deuda ME en divisa local

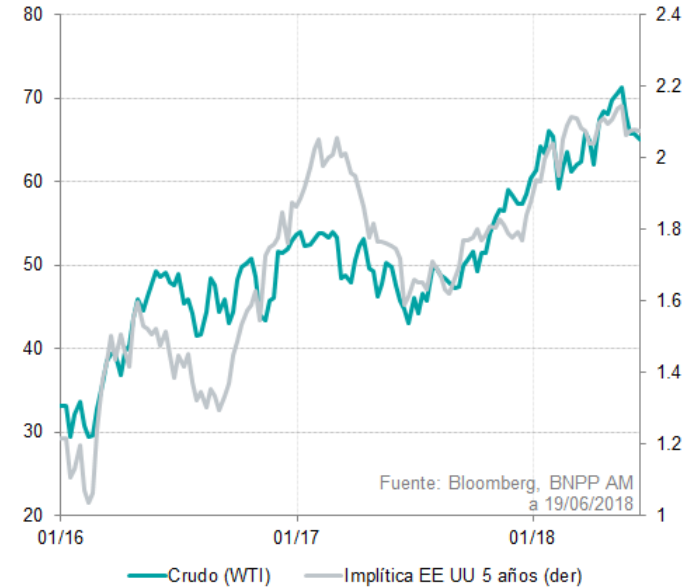


Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 15/06/2018

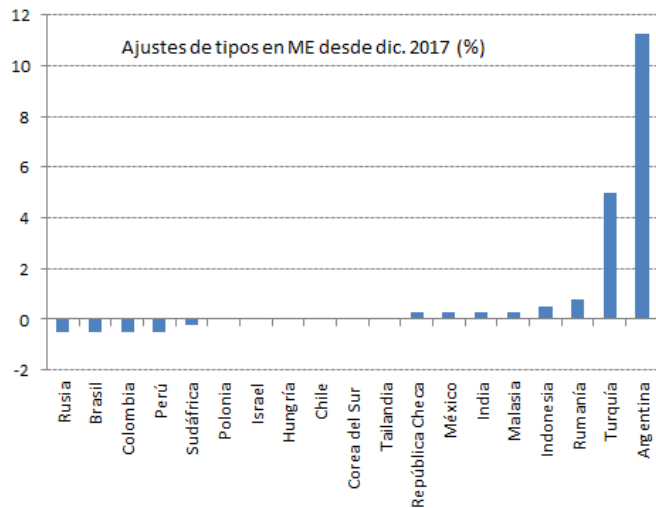
Figura 6: Los bancos centrales de los ME se están volviendo más agresivos en defensa de sus divisas

inflación implícita estadounidense y, por consiguiente, la rentabilidad de los UST (véase la figura 7).

Figura 7: Se suaviza la inflación implícita estadounidense por la caída en los precios del crudo.



Fuente: Bloomberg, BNPP AM, a 15/06/2018



Fuente: Haver, BNPP AM, a 12/06/2018

Otra tendencia que está cambiando de rumbo tiene que ver con el petróleo. El crudo era uno de los pocos activos de riesgo con el que estábamos obteniendo un beneficio de más del 20% este año, pero, como explicamos en nuestro informe mensual de Asignación de activos de junio, nos parecía que ya se habían descontado demasiadas buenas noticias relacionadas con la oferta, la demanda y la geopolítica. Consideramos que el cambio de rumbo todavía no se ha completado en vista de que el cartel de productores de la OPEP está armando jaleo y da la impresión de que está dispuesto a incrementar la oferta tras las sorpresas a la baja en la producción de Venezuela, Angola y, posiblemente, Irán. Unos precios del petróleo más bajos, o al menos más estables, permitirían estabilizar la

CONCLUSIÓN

Pese a las tensiones comerciales y a que los mercados están más volátiles que durante 2017, nuestro escenario básico sigue siendo optimista con respecto de la renta variable. Mantenemos nuestra posición larga en renta variable, con preferencia por los títulos de la Eurozona, donde observamos unas valoraciones atractivas y buenas perspectivas de crecimiento de los beneficios.

Durante junio identificamos diversos temas que pudieran provocar cambios:

- El crudo seguramente haya tocado techo al haberse descontado ya demasiadas buenas noticias sobre la oferta, la demanda y la geopolítica.
- Los diferenciales de renta fija de EE. UU.-Alemania parecen excesivos dado que el BCE pretende acabar con su programa de compra de activos para finales de año, mientras que los tipos estadounidenses están descontando una economía sólida en el país y un ciclo de ajustes graduales por parte de la Reserva Federal. Nuestra previsión es que los tipos suban gradualmente en Estados Unidos a más largo plazo, pero también opinamos que los tipos clave en euros tienen un mayor margen de sorpresa al alza a corto plazo. Recientemente asumimos una posición

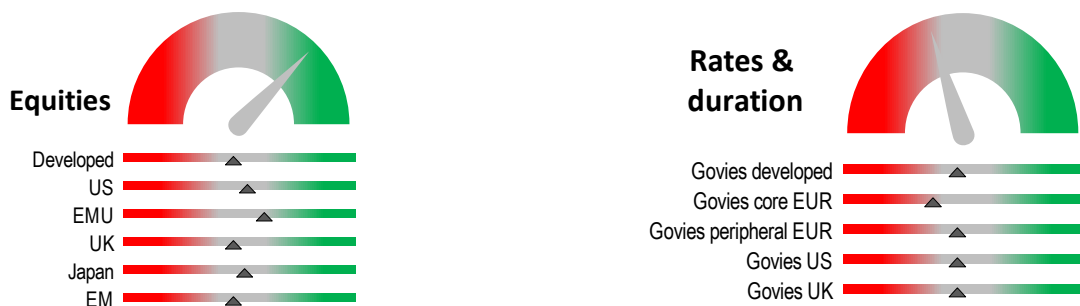
larga en UST frente a los bonos alemanes mediante futuros para reflejar esta opinión.

- La deuda local de los ME debería verse favorecida por las ventas recientes debidas a la subida en la rentabilidad de los bonos estadounidenses y a la mayor fortaleza del dólar. Consideramos que un dólar y una rentabilidad de los UST más estables deberían aliviar la presión que ha sufrido la deuda local de los ME. En este momento estamos en busca de oportunidades para añadir exposición larga a las divisas ME, por ejemplo ampliando nuestra posición larga ya existente en deuda local de los ME.

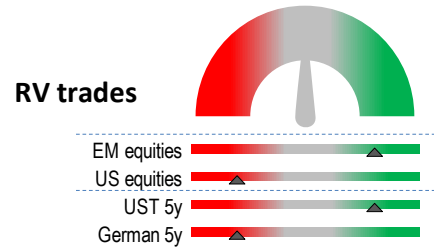
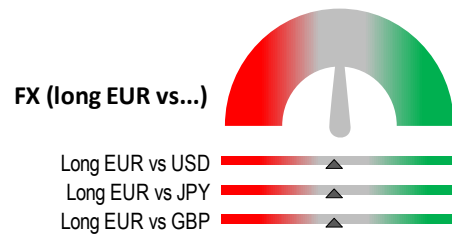
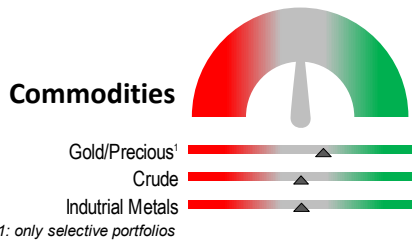
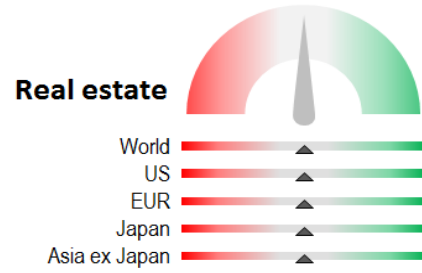
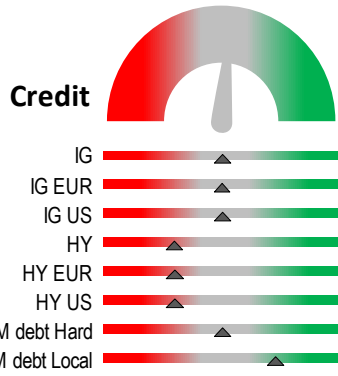
Los riesgos principales para nuestro escenario básico se derivan de sorpresas con la inflación o de una posible escalada de las tensiones comerciales que pudiera dar lugar a una ralentización económica global.

Nuestros análisis de la dinámica del mercado (análisis técnico de dinámica, condiciones financieras, indicadores dinámicos del mercado, supervisión de la liquidez) ya marcaban un cambio en el entorno a principios de 2018, y prevén un mercado más febril. En este contexto, mantenemos nuestro optimismo con respecto de los activos de riesgo para los próximos meses, aunque seguiremos muy atentos a los movimientos del mercado.

PANEL DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS¹



¹ El panel muestra a la asignación de activos de nuestras carteras y refleja las decisiones del Comité de Inversión del equipo Multiactivo de MAQS.



DESCARGO DE RESPONSABILIDAD