

Novedades sobre la asignación de activos: no cambiar

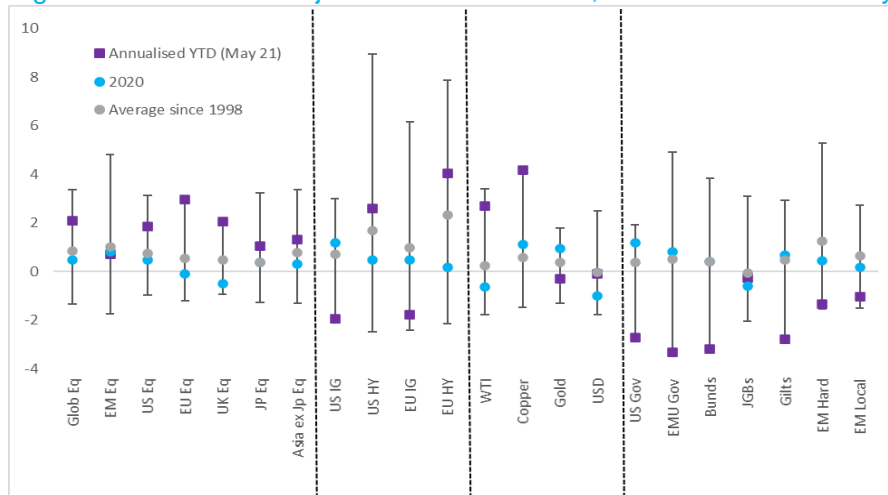
Multiactivos | Mayo de 2021



Maya Bhandari
Gestora de carteras

En los juegos de cartas, "no cambiar" consiste en conservar la mano que se ha repartido sin deshacerse de otras cartas. Esta expresión también refleja la manera en que hemos gestionado la asignación de activos en los últimos meses, es decir, introduciendo pocos cambios en nuestras preferencias generales. Seguimos con la firme convicción de que las mejores rentabilidades ajustadas al riesgo provendrán de la renta variable y del crédito corporativo durante los próximos 12-18 meses, guardando prudencia sobre la duración de la deuda "core", y mantenemos la neutralidad con respecto a los segmentos de efectivo, materias primas e inmuebles comerciales del Reino Unido.

Figura 1: rentabilidades ajustadas a la volatilidad, de enero de 1998 a mayo de 2021



Fuente: Bloomberg, mayo de 2021

Annualised YTD (may 21)	Anualizada hasta mayo de 2021
Average since 1998	Media desde 1998
Glob Eq	RV internacional
EM Eq	RV ME
US Eq	RV EE. UU.
EU Eq	RV UE
UK Eq	RV RU
JP Eq	RV JP
Asian ex Jp Eq	RV Asia, excl. JP
US IG	IG EE. UU.
US HY	HY EE. UU.
WTI	WTI
Copper	Cobre
Gold	Oro
USD	USD
US Gov	Bonos EE. UU.
EMU Gov	Bonos UEM
Bunds	Bonos públicos alemanes
JGBs	Bonos públicos japoneses
Gilts	Bonos públicos de RU
EM Hard	ME, moneda fuerte
EM Local	ME, moneda local

En los primeros cinco meses del año, las rentabilidades más erráticas de los mercados financieros han respaldado en su mayoría este planteamiento. Las rentabilidades ajustadas a la volatilidad o "índices de Sharpe" han sido excelentes y se han situado muy por encima de las medianas y medias respectivas en renta variable (y materias primas), pero han resultado muy deficientes en cuanto a los activos de renta fija de larga duración, sobre todo para la deuda pública (figura 1)¹. Hemos comentado hasta la saciedad por qué, en nuestra opinión, la deuda pública de los mercados desarrollados es una fuente de diversificación de la rentabilidad claramente insuficiente y, atendiendo a unos rendimientos que siguen siendo históricamente bajos, lo que lastra unas perspectivas de rentabilidad también bajas, y al creciente despilfarro fiscal, tratamos la exposición a la duración con cautela en los fondos de asignación de activos.

Las asignaciones que hacemos bajo el paraguas de categorías de activos generales han sido menos fructíferas en dos áreas principales. Por un lado, al centrar nuestra exposición a la renta variable cíclica en los mercados emergentes asiáticos y Japón, que se han quedado notablemente rezagados con respecto al Reino Unido y Europa, y, por otro, al seguir favoreciendo por igual los bonos corporativos de alta rentabilidad y de alta calidad, cuyos rendimientos han sido muy dispares. Veamos cada uno de ellos por separado.

Análisis rápido sobre las regiones de renta variable

Los resultados decepcionantes de Japón y las economías emergentes de Asia han supuesto una sorpresa dada la gran sensibilidad de los beneficios a la producción industrial mundial y la exposición a los cíclicos. Por ejemplo, las "betas" de los beneficios con respecto a la producción industrial mundial en ambas regiones duplican a las de Europa y el Reino Unido², aprovechándose de la composición más cíclica de los mercados asiáticos en comparación con el resto del mundo. Sin embargo, en ambos casos, la menor participación en los repuntes cíclicos obedece a factores idiosincrásicos: una combinación de nuevas oleadas de covid-19, flujos internos poco favorables (respaldados por la típica cautela estacional de los analistas de

¹ Lo mejor desde finales de los 90 y principios de esa década para la renta variable europea y del Reino Unido, y lo peor de este período tanto para los bonos públicos europeos y del RU como para los bonos del Tesoro de EE. UU.

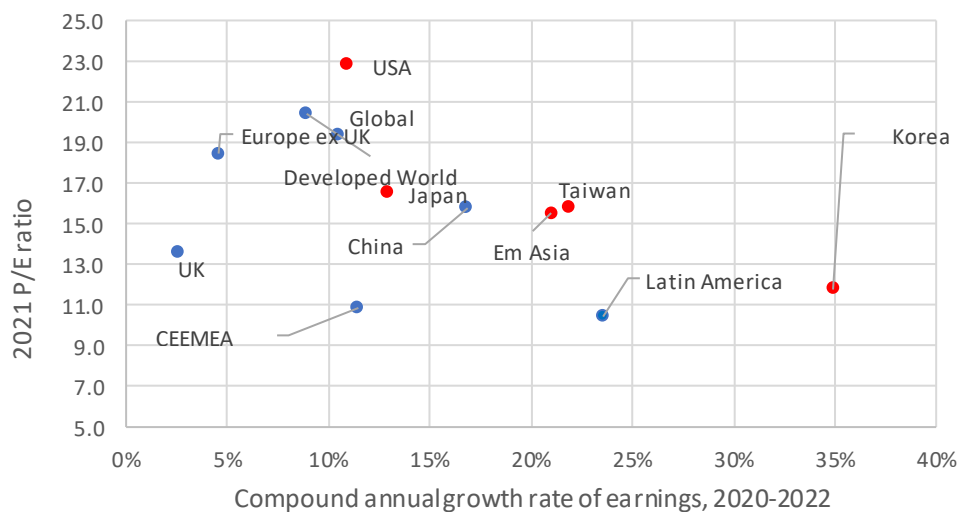
² Se multiplican por 7-8 en Japón y los mercados emergentes de Asia, frente a los 3-4 de Europa y el Reino Unido.

renta variable japonesa) y la preocupación por el fuerte endurecimiento de las políticas chinas en la segunda mitad de 2020.

Si bien esto último resultaría sumamente perturbador para los activos de riesgo casi con toda seguridad, cabe prever que solo se trate de un endurecimiento controlado: las autoridades aprendieron la lección del excesivo endurecimiento vivido en 2017 y 2018, y nuestros colegas de renta variable asiática acogen con satisfacción la mejora de la calidad del crecimiento y los beneficios chinos como consecuencia de las últimas medidas. Considerando las previsiones de beneficios sólidos y por encima del propio consenso tanto para este año como para el próximo —recordemos que cabe esperar que Asia y Japón alcancen con comodidad un crecimiento compuesto de los beneficios de dos cifras entre 2020 y 2022, que es varias veces superior al de Europa o el Reino Unido— y un precio competitivo a escala mundial, hemos mantenido exposiciones en los mercados más débiles (figura 2).

También seguimos siendo constructivos con respecto a la renta variable estadounidense, cuya fortaleza en los beneficios del primer trimestre ha sido bastante sorprendente. Los beneficios de las empresas del S&P 500 han crecido un 50 % en términos interanuales, más del doble del (elevado) 24 % previsto; de forma excepcional, los analistas han ido mejorando las previsiones a medida que avanzaba el trimestre. Como ocurrió en el último trimestre, el mercado ha aprovechado este período de información como oportunidad para lograr modestas ganancias de rentabilidad total y para rebajar sus calificaciones. Los ingresos del S&P 500 han aumentado un 10 % en comparación con los de hace un año, frente a unas expectativas del 6 %, y nuestros colegas de renta variable estadounidense advierten de riesgos al alza tanto en el crecimiento de los ingresos como en el de los beneficios para el año en su conjunto.

Figura 2: ¿qué es lo que se paga por el crecimiento de los beneficios?



Fuente: Citi research, Worldscope, MSCI, FactSet, 24 de mayo de 2021. En rojo se indican nuestras regiones favoritas. Nota: los datos anteriores se han elaborado a partir de las empresas del índice MSCI AC World. La capitalización bursátil de regiones, mercados y sectores están ajustados por el capital flotante. La ratio precio-beneficio, el crecimiento del BPA, la ratio precio-valor contable, la rentabilidad de los dividendos y el rendimiento del capital se han agregado a partir del consenso de FactSet.

2021 P/E ratio	Ratio precio-beneficio de 2021
Europe ex UK	Europa, excl. RU
Developed World	Países desarrollados
CEEMEA	Europa central y oriental, Oriente Medio y África
Compound annual growth rate of earnings, 2020-2022	Tasa de crecimiento anual compuesto de los beneficios, 2020-2022

La calidad del crédito a fondo

Las rentabilidades totales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y de alta calidad también han sufrido diferencias significativas este año. En cierta medida, ello se debe a la duración, que ha presentado un mal comportamiento e influye mucho más en los bonos de alta calidad con vencimiento más largo que en los de alta rentabilidad de menor duración. Con todo, también encuentra su explicación en las diferentes tendencias subyacentes del riesgo. Si ajustamos las exposiciones entre mercados con el mismo nivel de volatilidad a 12 meses (por ejemplo, del S&P 500), entonces los bonos de alta calidad generan las mejores rentabilidades ajustadas al riesgo con cierta holgura, situándose por encima tanto de la renta variable como de los bonos de alta rentabilidad (figura 3).

Figura 3: rentabilidades totales, ajustadas a la volatilidad de los últimos 12 meses, 2002-2021



Fuente: Bloomberg, 24 de mayo de 2021. Para crear una serie temporal con el "mismo riesgo", se ajustaron las exposiciones entre mercados, de manera que la volatilidad de cada clase de activo equivaliera a la volatilidad SPX a 12 meses, con repetición al mes siguiente, etc.

Vol-levered	Apalancamiento de volumen
US Eq	RV EE. UU.
Jp Eq	RV JP
10yr UST	Bonos del Tesoro a 10 años EE. UU.
Commod	Materias primas
HY	HY
IG	IG

Tras un primer trimestre flojo, los bonos de alta calidad se han mantenido a flote y seguimos firmes en vista del apoyo persistente de los bancos centrales y las significativas mejoras de los fundamentales empresariales subyacentes. Seguimos centrando nuestras inversiones en el exceso de margen que ofrecen los bonos europeos de alta rentabilidad con vencimiento más corto, que pueden encontrarse en un punto óptimo gracias al respaldo de las políticas adoptadas, a la actual recuperación cíclica y a la mejora de los parámetros crediticios, sin olvidar unas expectativas de incumplimiento notablemente más bajas tanto para este año como para el próximo y unas mayores tasas de recuperación previstas.

Figura 4: panorama de asignación de activos

Fuente: Columbia Threadneedle Investments, 24 de mayo de 2021.

	Strongly Dislike	Dislike	Neutral	Favour	Strongly Favour
Asset Allocation		Government Index-Linked	Cash Property Commodity	Equity Credit	
Equity Region			UK EM Europe ex-UK	Japan US	Pacific ex-Japan
Global Equity Sector		Real Estate Financials Utilities Energy Staples	Industrials Consumer Cyclicals Materials	Health Technology Communication services	
Bond – FX Hedged		Japan	Germany US UK	Nordic Australia EM Local	
Credit			EMD	Corporate HY Corporate IG	
Commodity		Livestock Precious metals	Softs Base metals Energy	Grains	
FX		Euro GBP	Nordics AUD JPY		USD
Portfolio risk			X		

Strongly Dislike	Nada favorable
Dislike	Poco favorable
Neutral	Neutral
Favour	Favorable
Strongly Favour	Muy favorable
Asset Allocation	Asignación de activos
Government	Gobierno
Index-Linked	Vinculación a índices
Cash	Efectivo
Property	Inmuebles
Commodity	Materias primas
Equity	Renta variable
Credit	Crédito
Equity Region	Región de renta variable
UK	RU
EM	ME
Europe ex-UK	Europa, excl. RU
Japan	Japón
US	EE. UU.
Pacific ex-Japan	Pacífico, excl. Japón
Global Equity Sector	Sector de renta variable mundial
Real Estate	Inmobiliaria
Financials	Financieros
Utilities	Servicios públicos
Energy	Energía

Staples	Bienes de primera necesidad
Industrials	Industria
Consumer	Consumo
Cyclicals	Cíclicos
Materials	Materiales
Health	Salud
Technology	Tecnología
Communication services	Servicios de comunicación
Bond – FX Hedged	Bono, cobertura de TC
Japan	Japón
Germany	Alemania
US	EE. UU.
UK	RU
Nordic	Países nórdicos
Australia	Australia
EM Local	ME, moneda local
Credit	Crédito
EMD	Deuda ME
Corporate HY	HY corporativo
Corporate IG	IG corporativo
Commodity	Materias primas
Livestock	Ganadería
Precious metals	Metales preciosos
Softs	Materias primas blandas
Base metals	Metales comunes
Energy	Energía
Grains	Cereales
FX	Divisas
Euro	EUR
GBP	GBP
Nordics	Países nórdicos
AUD	AUD
JPY	JPY
USD	USD
Portfolio risk	Riesgo de cartera

Información importante: para uso de inversores profesionales o cualificados solamente (no debe utilizarse con clientes particulares o distribuirse entre los mismos). La rentabilidad histórica no es una indicación de los resultados futuros. Su capital está en riesgo. No se garantizan ni el valor de las inversiones ni los posibles ingresos, que pueden subir o bajar y verse afectados por las fluctuaciones de los tipos de cambio. En consecuencia, es posible que el inversor no recupere las cantidades invertidas. Este documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones, legal, fiscal o contable. Se recomienda a los inversores consultar con sus propios asesores profesionales las cuestiones de inversión, legales, fiscales o contables relacionadas con la inversión en Columbia Threadneedle Investments. El análisis que figura en este documento ha sido confeccionado por Columbia Threadneedle Investments para sus propias actividades de gestión de inversiones, puede haber sido objeto de actuación previa a su publicación y se pone a disposición aquí de manera incidental. Las opiniones vertidas tienen validez en la fecha de su publicación, pero están sujetas a cambios sin previo aviso y no deben considerarse asesoramiento de inversión. Este documento incluye declaraciones prospectivas, como son proyecciones de condiciones económicas y financieras futuras. Ni Columbia Threadneedle Investments ni sus administradores, directivos o trabajadores declaran o garantizan en modo alguno que estas declaraciones prospectivas vayan a resultar exactas. La información obtenida de fuentes externas se considera fiable, pero no se puede garantizar su exactitud o integridad. Threadneedle Management Luxembourg S.A., inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de Luxemburgo con el n.º de registro B 110242, y domicilio sito en 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo). En el Reino Unido, publicado por Threadneedle Asset Management Limited, inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales con el n.º 573204, y con domicilio sito en Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG (Reino Unido), autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority). En Oriente Medio: este documento lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, que está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (Dubai Financial Services Authority, DFSA). Para distribuidores: este documento pretende facilitar a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no debe distribuirse ulteriormente. Para clientes institucionales: la información que figura en este vídeo no pretende constituir asesoramiento financiero y está destinada solamente a personas con los conocimientos de inversión apropiados y que cumplan los criterios regulatorios para ser clasificadas como Cliente profesional o Contraparte de mercado y ninguna otra Persona deberá actuar en función de dicha información. Columbia Threadneedle Investments es la denominación comercial internacional del grupo de empresas Columbia and Threadneedle. **Columbia Threadneedle Investments es la denominación comercial mundial del grupo de empresas Columbia and Threadneedle.**

columbiathreadneedle.com

05.21 | 3607527