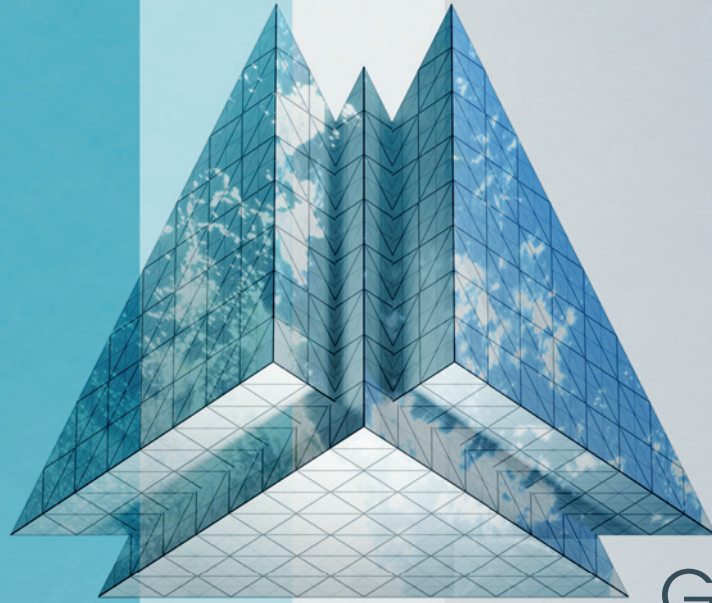


Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



GPS DEL MERCADO
PERSPECTIVA
SOBRE INVERSIONES
ALTERNATIVAS PARA 2020

Solo para inversores profesionales



¿SON LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS LA SOLUCIÓN PARA LA PRÓXIMA FASE DEL CICLO?



Numerosos inversores están cuestionando si ahora es el momento de incrementar las asignaciones a inversiones alternativas. Creemos que buscar una diversificación real resulta prudente, pero Michael Ho, Responsable de multiactivo e inversiones alternativas, avisa de que es necesario mostrarse diligentes a la hora de elegir el camino adecuado.

En los últimos 15 años, las inversiones alternativas han ganado en popularidad entre los inversores. Un estudio realizado recientemente por BCG Consulting Group muestra que los activos gestionados en el marco de inversiones alternativas han aumentado más rápidamente que los activos de todas las demás categorías de inversión, con la excepción de aquellos con gestión pasiva. El mismo estudio muestra que el crecimiento más rápido previsto en el seno de las inversiones alternativas podría corresponder al de inversiones alternativas líquidas, infraestructuras, deuda no cotizada y capital inversión. Parece que mantener una asignación básica en activos con gestión pasiva junto a una asignación a alfa satélite —donde el alfa se asigna principalmente a inversiones alternativas— sigue cobrando impulso.

Las inversiones alternativas distan de ser una categoría cohesionada y las preguntas de los clientes de todo el mundo suelen centrarse en dónde se puede hallar auténtica diversificación más allá de las clases de activos tradicionales. También hay interés en nuestras posturas sobre estrategias de rentabilidad absoluta en general, en qué medida son aptas las inversiones alternativas a las últimas fases del ciclo económico y qué estilos alternativos se adaptan mejor a las condiciones que nos depara el futuro. En este documento, tratamos de abordar varios de estos puntos.

Es necesario ser selectivos

Al valorar las ventajas y los inconvenientes de las inversiones alternativas, es importante ser conscientes de que se trata de un conjunto en absoluto cohesionado. No existe un enfoque estándar y resulta complicado generalizar. De hecho, en nuestra opinión, en conjunto, las inversiones alternativas no resultan atractivas en este momento. Así lo confirman más de 25 años de resultados del sector de los hedge funds, sinónimo para muchos de inversiones alternativas. Las estimaciones estadísticas demuestran que las rentabilidades han tendido a la baja durante el periodo y se estima que el alfa se sitúe actualmente en el -2 % anual. Más perturbador resulta que más del 90 % de la variación de las rentabilidades —impulsor del rendimiento— responde a la exposición al índice S&P 500®¹. Esto ilustra que los hedge funds en conjunto pueden no ofrecer actualmente las ventajas de diversificación para los que siempre se han utilizado.

Pensamos que los inversores pueden beneficiarse de las estrategias alternativas que invierten en una gama diversificada de estrategias de primas de riesgo alternativas y hedge funds, en lugar de centrarse en la beta de la renta variable. Con el tiempo, es de esperar que las inversiones alternativas materialicen una exposición neta próxima a cero a los mercados tradicionales de renta variable y de renta fija.

Capital inversión, ¿malentendido?

Entonces, ¿puede el capital inversión ofrecer la solución? Una vez más, pensamos que no está para nada claro que ofrezca la diversificación y el alfa que suelen relacionarse con esta clase de activos. Una de las principales dificultades es la moderación de los valores liquidativos por la limitada cuantificación según el valor de mercado de las inversiones de las

“El aumento del número de jubilados implica que la sensibilidad de la sociedad a las pérdidas de las inversiones está incrementándose y que las posibles consecuencias son cada vez más marcadas”.



DR. MICHAEL HO
RESPONSABLE GLOBAL DE MULTIACTIVO E INVERSIONES ALTERNATIVAS

carteras. Un estudio realizado recientemente por Brigham Young University² emplea operaciones en el mercado secundario para analizar más en profundidad las fuentes de rentabilidad. Muestra que, sobre esta base, el capital inversión ofrece una beta de capital elevada (mayor que 1) y un alfa baja (estadísticamente no diferente de 0). Las rentabilidades totales históricamente elevadas vinculadas con las inversiones en capital inversión y los fondos para adquisiciones de participaciones mayoritarias tienden a derivarse de apalancamientos extremadamente elevados, de ahí la alta beta de capital.

Conozca sus fuentes de rentabilidad

Sin embargo, no todo son malas noticias. Parte de las virtudes de las inversiones alternativas radica en su variedad y hay gestores que han logrado ofrecer alfa con valor añadido. Los índices de HFRI demuestran que un enfoque basado en una beta de capital más baja, inferior al 25 %, resulta beneficioso.

Numerosas estrategias de beta de capital baja revisten un estilo de inversión de valor

relativo o macro. Resulta reconfortante saber que la inversión basada en habilidades sigue existiendo y, efectivamente, si la volatilidad del mercado repunta en 2020 como se espera, puede que a los inversores les resulte adecuado seguir este enfoque.

¿Riesgos de un mercado bajista en 2020?

Preferimos fijarnos en factores estructurales para detectar desajustes en las valoraciones del riesgo. De cara a 2020, creemos que en esta fase tardía del ciclo seremos vulnerables a perturbaciones, en especial, en el sector corporativo, y existen dinámicas del mercado que podrían someter a presión a las clases de activos tradicionales.

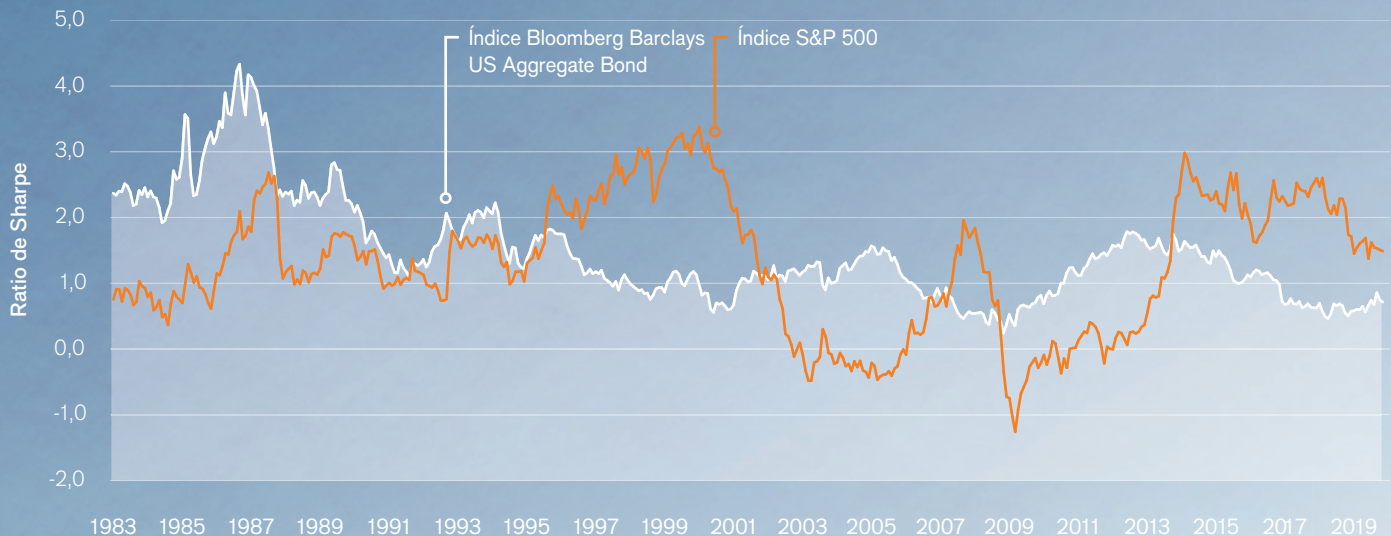
Tras la crisis financiera mundial, los múltiplos precio/beneficios de la renta variable han subido con fuerza. Al mismo tiempo, el apalancamiento corporativo se ha incrementado. Se trata de efectos secundarios de la ingente cantidad de acciones recompradas por empresas. De hecho, las empresas han sido las mayores compradoras de acciones estadounidenses desde 2009, acumulando 3,6 billones de

Invertir en rentabilidad absoluta: ¿sigue siendo un enfoque válido?

Numerosas personas creen que invertir en rentabilidad absoluta no ha brindado los resultados prometidos desde la crisis financiera mundial. Algunos de los factores clave que han contribuido a dicha evolución son las rentabilidades, elevadas y sistemáticas, generadas por el índice S&P 500 y la baja dispersión de las rentabilidades de los valores. La renta variable se ha visto impulsada por la extraordinaria política monetaria que comenzó en 2009 y se moderó en 2018. Esta evolución trajo consigo un periodo de rentabilidades sistemáticas comparable con la década de 1990 (véase el Gráfico 1). En esta situación, con inversiones pasivas sencillas capaces de ofrecer el doble de rentabilidad frente a su nivel de volatilidad, ¿por qué querría cualquier persona invertir en otros ámbitos?

El peligro radica en extrapolar esta situación de manera indefinida. La historia demuestra que las inversiones pasivas sencillas pueden estar supeditadas a periodos de volatilidad extrema. Sin ir más lejos, los acontecimientos de 2008 y 2000-2002 resultaron especialmente dolorosos, en particular, para los jubilados. En periodos posteriores, los jubilados que se encontraban plenamente invertidos en acciones hubieran experimentado pérdidas nominales atendiendo a los cinco años anteriores (véase el Gráfico 1). La situación en la actualidad se ha visto exacerbada por el avance del envejecimiento demográfico en el mundo desarrollado. El aumento del número de jubilados implica que la sensibilidad de la sociedad a las pérdidas de las inversiones está incrementándose y que las posibles consecuencias son cada vez más marcadas.

GRÁFICO1: LOS ÍNDICES DE RENTA VARIABLE Y BONOS TAMBIÉN SIGUEN LA VOLATILIDAD



Fuente: Robert J. Shiller y Datastream a noviembre de 2019. El gráfico muestra la ratio de Sharpe anualizada según las rentabilidades registradas en 5 años. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. La rentabilidad del índice no refleja los gastos de gestionar una cartera, pues un índice no se gestiona y no puede invertirse directamente en él.

Es importante no dejarse engañar por la acomodación monetaria de la última década y su efecto en las rentabilidades de esta clase de activos. Forjar una cartera diversificada de rentabilidades, mediante una estrategia de rentabilidad absoluta específica u otras inversiones alternativas o multiactivo, puede resultar beneficioso en el entorno de bajo crecimiento previsto para el futuro cercano.

USD en acciones, según Bank of America Merrill Lynch Research³ (véase el Gráfico 2).

Así ha sido gracias al descenso de las rentabilidades de los bonos, pues las empresas han podido elevar su apalancamiento a coste muy bajo. Existen dos posibles peligros de extrapolar esta dinámica a 2020. En primer lugar, las rentabilidades reales de los bonos a 10 años ya se encuentran en mínimos y descuentan una situación muy negativa para el crecimiento. Consideramos que estas rentabilidades son demasiado bajas y no hay motivos para que se tornen negativas a largo plazo más allá de Japón. En segundo lugar, los márgenes de

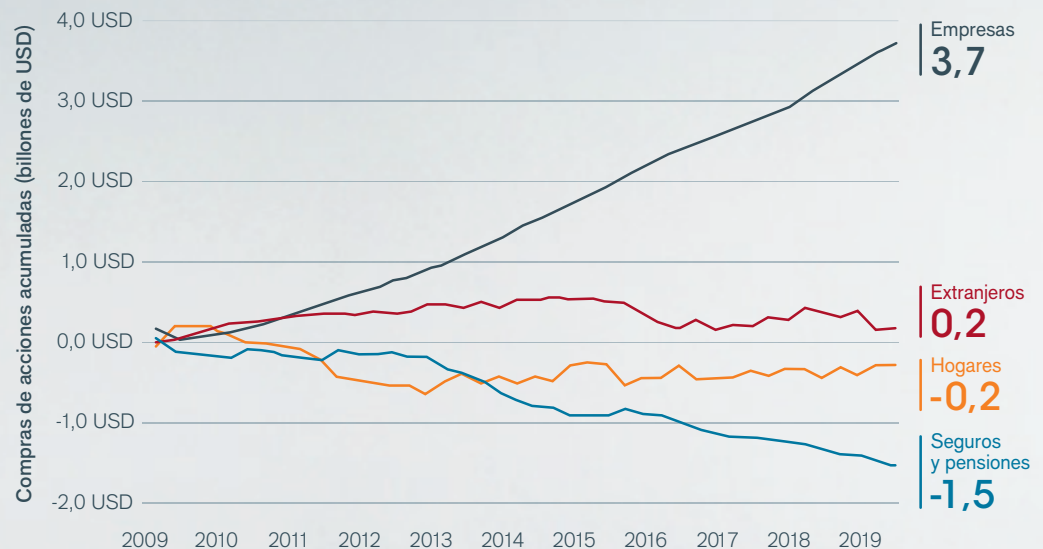
beneficio de las empresas ya se encuentran en máximos históricos y están disminuyendo. Ambos factores podrían suponer un obstáculo para las recompras de acciones en el futuro.

Pensamos que el peligro de descenso en los mercados llegará cuando los inversores reconozcan, en general, que el crecimiento de los beneficios por acción de los últimos años se ha visto favorecido por las recompras. Si el mecanismo fuera a ralentizarse por el aumento de los costes de financiación de las empresas y el descenso de los márgenes, podríamos rápidamente adentrarnos en la esfera de las dinámicas de un mercado bajista, en claro contraste con el

ciclo positivo de la última década. Esta circunstancia, en combinación con el limitado potencial de rentabilidad de los mercados de renta fija, puede traducirse en virajes en detrimento de clases de activos tradicionales. Dada esta situación, percibimos valor en incorporar fuentes que diversifiquen la rentabilidad, pero avisamos de que los inversores deben conocer plenamente el origen de rendimiento del gestor e informarse adecuadamente sobre qué esperar en periodos de tensión en los mercados. Además de resultar posiblemente oportuno dada la fase actual del ciclo económico, se trata de un enfoque con ventajas a largo plazo.

GRÁFICO 2: LAS RECOMPRAS DE ACCIONES APUNTALAN LAS GANANCIAS

Las empresas llevan desde 2009 siendo los mayores compradores de acciones, impulsando al alza sus múltiplos de P/B y su apalancamiento. Sin embargo, dado que es probable que los costes de financiación aumenten y los márgenes de beneficio de las empresas disminuyan, las recompras de acciones podrían ralentizarse en el futuro.



Fuente: Michael Hartnett, The Flow Show, Bank of America Merrill Lynch Research, 5 de septiembre de 2019



LEER MÁS

LA SERIE GPS DEL MERCADO: PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN INCLUYE ARTÍCULOS DE NUESTROS RESPONSABLES DE RENTA VARIABLE, RENTA FIJA E INVERSIONES ALTERNATIVAS COMO CLASES DE ACTIVOS, ASÍ COMO UNA PIEZA A MODO DE RESUMEN.

Consulte el GPS del mercado íntegro: perspectivas de inversión para 2020 en JanusHenderson.com

En Janus Henderson, nuestros equipos de inversión abordan y debaten sus puntos de vista con regularidad, pero son libres de formarse sus propias opiniones acerca de las oportunidades y los riesgos que ofrece el mercado. Ofrecemos comentarios de cada gestor de carteras en el apartado Perspectivas del sitio web de Janus Henderson, en el marco de nuestro enfoque *Knowledge. Shared.*

¹ Bloomberg y Datastream. Índice HFRI Fund Weighted Composite, datos hasta el 30 de agosto de 2019

² Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. y Vorkink, Keith P. (Brigham Young University) y Weisbach, Michael S. (Ohio State University). "Private Equity Indices Based on Security Market Transactions", 24 de octubre de 2018.

Las opiniones que se presentan en este documento son vigentes en su fecha de publicación. Únicamente se ofrecen a efectos informativos y no deben emplearse o interpretarse como asesoramiento jurídico, fiscal o de inversión ni como una oferta para vender, una invitación para comprar o una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, una estrategia de inversión o un sector de mercado. Nada de lo incluido en este documento deberá interpretarse como una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversiones específica según las necesidades concretas de un cliente. Las opiniones y los ejemplos solo pretenden ser una representación de temas más amplios y no son indicativos de la intención de negociación; además, pueden cambiar en cualquier momento debido a los cambios en las condiciones del mercado o de la economía. Con este documento, no se pretende indicar o sugerir que cualquiera de los ejemplos que se mencionan se mantiene actualmente o se ha mantenido alguna vez en una cartera. No puede garantizarse ninguna previsión y no hay garantía de que la información suministrada sea completa u oportuna, ni se ofrecen garantías con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. Durante la elaboración de este documento, Janus Henderson Investors se ha basado razonablemente en la exactitud y la integridad de toda la información disponible de fuentes públicas. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Invertir entraña riesgos, entre ellos, la posible pérdida del capital principal, así como fluctuaciones del valor.

No todos los productos o servicios se encuentran disponibles en todas las jurisdicciones. La distribución de este documento o la información contenida en él puede estar restringida por ley y su uso podría estar prohibido en cualquier jurisdicción o en circunstancias en las que su utilización resultase ilegal. El contenido de este documento no ha sido aprobado o avalado por ningún organismo regulador. Janus Henderson no es responsable de la posible distribución ilegal de este documento a terceros, total o parcial, ni de la información que pueda reformularse a partir de este.

Se prohíbe la reproducción total o parcial de este documento, con independencia del formato, y su cita en cualquier otra publicación, sin permiso expreso por escrito. Es posible que grabemos las llamadas telefónicas para protección mutua, para mejorar el servicio al cliente y con fines de conservación de registros con arreglo a la normativa vigente.

Emitido en Europa por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es la denominación con la que ofrecen productos y servicios de inversión Janus Capital International Limited (número de registro: 3594615), Henderson Global Investors Limited (número de registro: 906355), Henderson Investment Funds Limited (número de registro: 2678531), AlphaGen Capital Limited (número de registro: 962757), Henderson Equity Partners Limited (número de registro: 2606646) (registradas en Inglaterra y Gales, con domicilio social en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (número de registro: B22848, con domicilio social en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Los servicios de asesoramiento en Estados Unidos se prestan a través de asesores de inversiones inscritos ante la SEC que son sociedades dependientes de Janus Henderson Group plc. En **Canadá**, los productos y servicios se ofrecen a través de Janus Capital Management LLC solo a inversores institucionales en determinadas jurisdicciones.

Emitido en (a) **Singapur** por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, titular

de licencia y regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, número de registro 199700782N; para uso exclusivo con inversores institucionales según la definición que se le atribuye a este término en el apartado 4A de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) de Singapur. Este documento publicitario o esta publicación no ha sido revisado/a por la Autoridad Monetaria de Singapur; (b) **Hong Kong** por Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, titular de licencia y regulada por la Comisión de Valores y Futuros; (c) **Taiwán** República de China por Janus Henderson Investors Taiwan Limited, titular de licencia y regulada por la Comisión de Supervisión Financiera de la República de China. Operada independientemente por Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipéi 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipéi (110). Teléfono: (02) 8101-1001. Número de licencia SICE autorizada 023, emitida en 2018 por la Comisión de Supervisión Financiera; (d) **Corea del Sur** por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. En Corea del Sur, este documento se emite para su uso exclusivo por destinatarios que garanticen, con su recepción, que son inversores profesionales aptos; (e) **Japón** por Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros e inscrita como sociedad de instrumentos financieros que lleva a cabo actividades de gestión de inversiones, asesoramiento de inversiones y actividades de agencia y actividades con instrumentos financieros de tipo II; (f) **Australia y Nueva Zelanda** por Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266); y (g) **Oriente Medio** por Janus Capital International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como oficina de representación. No se llevarán a cabo operaciones en Oriente Medio y las posibles consultas deberán dirigirse a Janus Henderson.

Otros países/regiones de Asia-Pacífico: Este documento se facilita con fines meramente informativos y se prohíbe su distribución a otras personas o su redistribución. Este documento se emite exclusivamente para inversores inversor institucionales (o inversores profesionales/sofisticados/aptos, según el término que corresponda resulte de aplicación en cada jurisdicción).

Nota para lectores de China (RPC), África y Colombia: Janus Henderson (a) carece de licencia, autorización y registro ante la Comisión Reguladora de Valores de China para llevar a cabo actividades de gestión de inversiones o de consultoría de inversiones y carece de autorización otra por autoridades reguladoras de la RPC para prestar servicios de gestión de inversiones o de consultoría de inversiones en la República Popular de China (la "RPC") (que, a tales efectos, no incluye las regiones administrativas especiales de Hong Kong y Macao o Taiwán). Janus Henderson Investors no formula declaraciones y garantías de que se atiene y se atendrá a las leyes de la RPC. Este documento y la información que se incluye en él están disponibles únicamente para determinados inversores institucionales objetivo en RPC; (b) no está autorizada en Sudáfrica a efectos de comercialización; y (c) no está autorizada a comercializar sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos salvo en aquellos casos en los que la promoción y la comercialización se realicen conforme a las normas y los reglamentos aplicables.

Para uso exclusivo por inversores profesionales e institucionales. Este documento no debe reproducirse o distribuirse a personas distintas de su destinatario.

Fuera de Estados Unidos: para uso exclusivo de inversores institucionales y sofisticados, distribuidores aptos e inversores y clientes mayoristas, según las definiciones que se atribuyan a estos conceptos en la jurisdicción de que se trate. **Se prohíben su exhibición y su distribución al público.**

Janus Henderson, Janus, Henderson y Knowledge. Shared son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus sociedades dependientes. © Janus Henderson Group plc.