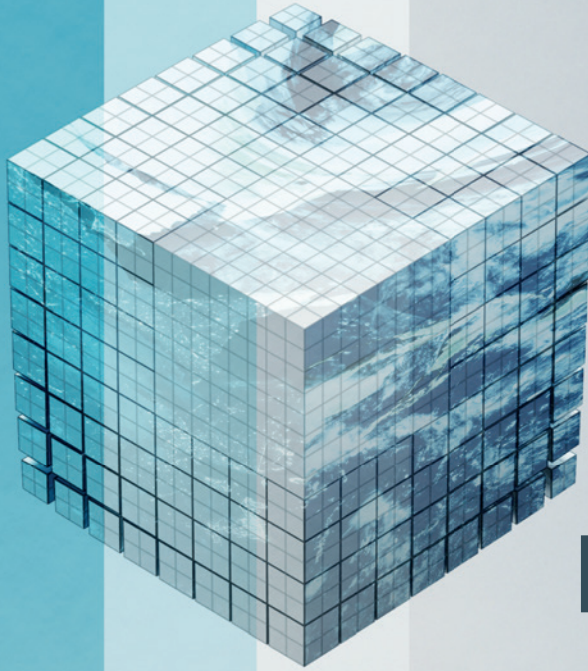
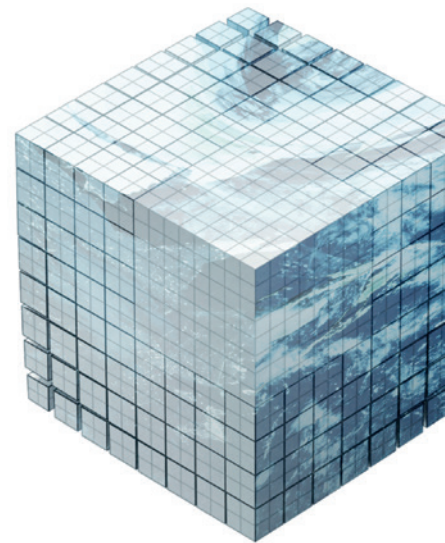




GPS DEL MERCADO
**PERSPECTIVAS
SOBRE RENTA
VARIABLE PARA 2020**



¿PODRÁ LA RENTA VARIABLE VOLVER A ENFRENTARSE A OTRA OLEADA DE PREOCUPACIONES EN 2020?



Las acciones alcanzaron máximos históricos en 2019, incluso cuando la situación geopolítica llevó mayor volatilidad al mercado. Por si las oscilaciones continuaran en 2020 (y creemos que así podría ser), Alex Crooke y George Maris, responsables adjuntos de renta variable, consideran que centrarse en los fundamentales resultará incluso más importante para los inversores en acciones.

Los mercados bursátiles globales fueron una montaña rusa para los inversores el pasado año al intensificarse las preocupaciones por las disputas comerciales y la ralentización del crecimiento económico. Con todo, la renta variable continuó anotándose importantes ganancias. A finales de octubre, el índice S&P 500® alcanzó nuevos máximos y la mayoría de los principales índices de referencia de renta variable —de mercados tanto desarrollados como emergentes— han evolucionado en positivo en 2019.¹

Ahora la pregunta es si las acciones pueden seguir subiendo en 2020. Pensamos que la situación geopolítica podría revestir una influencia desmesurada en esa respuesta, especialmente, teniendo en cuenta que se acercan las elecciones presidenciales de Estados Unidos, que aún no se ha resuelto la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) y que prosiguen las negociaciones comerciales. Sin embargo, también percibimos contrapesos positivos: la relajación de la política monetaria acometida por los principales bancos centrales, la posibilidad de que se adopten estímulos presupuestarios y la solidez del mercado de trabajo en Estados Unidos. En una fase tardía del ciclo económico, las valoraciones de numerosos índices de renta variable se encuentran en este momento por encima de sus promedios a largo plazo, si bien las acciones se muestran atractivas con respecto a otras clases de activos, incluidos los bonos —en este segmento, casi 13 billones de USD de deuda pública ofrecen rentabilidades negativas—. En pocas palabras, la renta variable podría tener que superar otra oleada de preocupaciones en 2020, pero no creemos que el tren vaya a descarrilar. Es más, la persistencia de la volatilidad podría brindar oportunidades a los inversores dispuestos a ceder y mantener el hincapié en los fundamentales.

Las heterogéneas señales se traducen en una perspectiva incierta

Ante la ralentización de la actividad industrial en todo el mundo, crecen las preocupaciones por una posible recesión en 2020. Si bien el crecimiento tiende a moderarse al madurar el ciclo económico, pensamos que la evolución política está exacerbando la ralentización. Fijémonos en Estados Unidos: a pesar de la solidez del consumo y una tasa de desempleo que ha caído hasta el 3,5 % —la más baja en 50 años—, la confianza de las empresas estadounidenses cayó significativamente en el segundo semestre de 2019 al ceder las exportaciones por la parálisis comercial y posponer las empresas sus inversiones en inmovilizado.

No podemos predecir cómo evolucionarán la guerra comercial u otros acontecimientos políticos que podrían tener resultados binarios (por ejemplo, las elecciones presidenciales estadounidenses). Sin embargo, dado que las políticas del gobierno son cada vez más imprevisibles — con diferente efecto en los diversos sectores a corto plazo—, consideramos que la diversificación cobrará especial importancia para los inversores en renta variable.

También pensamos que resulta crucial comprender a fondo la capacidad de los equipos directivos para enfrentarse a estos acontecimientos. Algunas empresas no se limitan a basarse en la economía para crecer, sino que innovan en sus productos, buscan sinergias en fusiones y adquisiciones o desarrollan redes de defensa. Las empresas que cuentan con estos tipos de

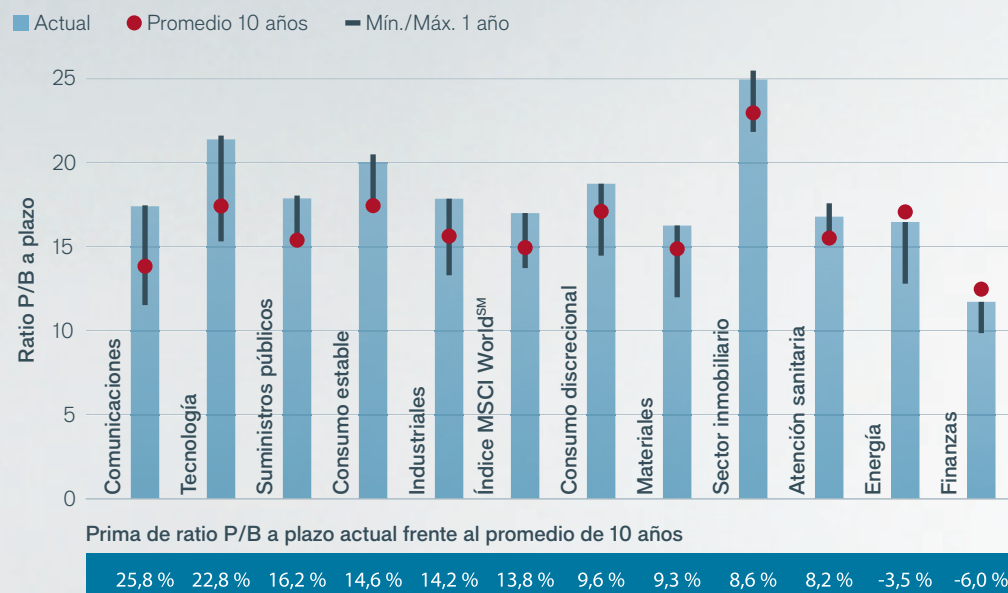
mecanismos a los que recurrir ofrecen el potencial de cosechar buenos resultados con independencia de la situación política o económica. De manera similar, numerosas empresas están alineándose cada vez más con los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno (ESG, por sus siglas en inglés), en especial, al propiciar el cambio las políticas fiscales y los reglamentos medioambientales y de privacidad. En nuestra opinión, las empresas que abordan estas cuestiones con esmero podrían crear valor para sus accionistas a largo plazo.

El deterioro del crecimiento podría propiciar una reacción de los gobiernos

A corto plazo, el comercio global sigue siendo una cuestión imperante. Un avance en las negociaciones comerciales entre

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO/ BENEFICIOS GLOBALES (P/B)

En general, numerosas acciones se negocian con una prima con respecto a su promedio a largo plazo. Sin embargo, algunas primas son mayores que otras, también entre sectores de bajo crecimiento.



Fuente: Bloomberg. Datos semanales a 25 de octubre de 2019. Los sectores corresponden con el índice MSCI World SM. La ratio P/B se basa en los beneficios estimados a 12 meses.

Estados Unidos y China podría acabar con un importante obstáculo para las expectativas de beneficios en 2020 y contribuir al alza de las acciones. Sin embargo, el estancamiento de las negociaciones podría llevar a las empresas a reducir sus inversiones en inmovilizado y la contratación. Conscientes de esta última posibilidad, los bancos centrales han virado de un endurecimiento de sus políticas a rebajar los tipos y reanudar sus programas de compras de bonos, decisiones orientadas a espolear la economía y que a menudo resultan favorables para las acciones.

Aun así, dado que los tipos ya se encuentran próximos a mínimos históricos o en mínimos, la eficacia de la política monetaria podría comenzar a disminuir. El presidente saliente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, así lo vino a decir cuando afirmó que se necesitan estímulos presupuestarios coordinados en toda la zona euro para elevar la inversión.

Hasta la fecha, la Reserva Federal ha reducido los tipos en tres ocasiones en 2019 y, en octubre, sus responsables expusieron que las perspectivas para nuevas rebajas dependerían de la contratación y la inflación. Sin embargo, estimamos que la Reserva Federal rebajará los tipos decididamente si la situación se debilita. Por su parte, algunos gobiernos ya están dando pasos hacia los estímulos presupuestarios. El titular de hacienda del Reino Unido, Sajid Javid, elevó el gasto público previsto para el ejercicio 2020-2021 en la mayor cuantía en 15 años. Por su parte, Japón ha destinado fondos a desgravaciones fiscales concretas, vales de compra y obras públicas y sostiene que podrían desplegarse más estímulos presupuestarios si la economía del país se viera amenazada por un descenso global.

En caso de que estas medidas cobren impulso, las empresas cíclicas orientadas a

GRÁFICO 2: VALORACIÓN RELATIVA DE BONOS Y ACCIONES



Fuente: Bloomberg; los datos son semanales del 2 de febrero de 2001 al 25 de octubre de 2019 y reflejan la rentabilidad en el peor escenario del índice Bloomberg Barclays Global Treasury y la rentabilidad por beneficios del índice MSCI WorldSM. La rentabilidad en el peor escenario es la rentabilidad más baja que un inversor puede esperar al invertir en un bono amortizable.

la evolución del producto interior bruto (PIB) podrían salir beneficiadas. Históricamente, estos valores a menudo se anotan rentabilidades relativas positivas en las últimas fases del ciclo económico en previsión de que los gobiernos actúen. Es más, algunos de estos sectores ahora se negocian con descuentos con respecto al conjunto del mercado o sus promedios a largo plazo, lo cual ofrece margen para un potencial alcista. Para ir sobre seguro, pensamos que los temas seculares, incluidos la disrupción tecnológica, el auge de la clase media en mercados emergentes y la innovación sanitaria, podrían seguir favoreciendo a las acciones de aquellas empresas que se encuentren en el lado adecuado de las tendencias a largo plazo. Sin embargo, un repunte de los valores cíclicos podría

contribuir a desconcentrar la rentabilidad relativa positiva registrada recientemente por las acciones.

Una evolución contraria al dinamismo general

Pensamos que sería positivo que se generalizara la rentabilidad de las acciones. Durante buena parte de 2019, los inversores han recompensado tradicionalmente a los valores defensivos, potenciando sus múltiplos incluso con un crecimiento mínimo de los flujos de caja libre. Sin embargo, en septiembre comenzó una marcada rotación de los valores defensivos a los cíclicos, pasados por alto. Consideramos que esta evolución contraria al dinamismo general entraña un importante cambio en la percepción: los inversores ya no están dispuestos a pagar cualquier precio por la

La lógica de los múltiplos de las acciones

Las ratios P/B a plazo de algunos sectores de acciones globales se encuentran muy por encima de su promedio de 10 años a pesar del débil crecimiento registrado en los cinco últimos años. Se trata, por ejemplo, de sectores tradicionalmente defensivos, como consumo estable, en el que los inversores, hasta hace poco, se mostraban dispuestos a pagar importantes cuantías por la seguridad. En cambio, algunos sectores con ratios P/B descontadas o primas más bajas registraron tasas de crecimiento más atractivas durante el mismo periodo. Tecnología, por su parte, se negocia con una prima, pero puede que con razón, pues el sector ha generado el mayor crecimiento del beneficio de explotación.

CRECIMIENTO DEL BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN EN LOS CINCO ÚLTIMOS AÑOS

-0,1 %	▶ CONSUMO ESTABLE
3,4 %	▶ CONSUMO DISCRECIONAL
4,4 %	▶ FINANZAS
8,0 %	▶ MATERIALES
11,3 %	▶ TECNOLOGÍA

Fuente: Bloomberg. Datos basados en los sectores del índice MSCI World del 31 de diciembre de 2013 al 31 de diciembre de 2018.

“seguridad”. La misma tendencia se materializó también en empresas que salieron a bolsa: algunos unicornios de perfil alto (startups no cotizadas valoradas, al menos, en 1000 millones de USD) suspendieron sus salidas a bolsa en 2019 después de que el mercado mostrara una creciente falta de disposición a pagar por un crecimiento no rentable.

Consideramos que este escepticismo es sano. Aunque las acciones entrañan más riesgo que la deuda soberana de mercados emergentes, en términos relativos, la renta variable parece atractiva: el índice MSCI All Country WorldSM ofrece una rentabilidad por beneficios del 5,4 %, más de tres veces lo que pagan los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años y muy por encima de la rentabilidad negativa del bono alemán a 10 años.

En una economía global repleta de disrupción tecnológica e incertidumbre política, pensamos que resulta crítico identificar aquellas empresas cuyas valoraciones cuenten con el respaldo de equipos directivos competentes, marcas de defensa y capacidad demostrada para ampliar sus cuotas de mercado y potenciar sus flujos de caja libre. En el caso de algunos valores, pueden estar justificados unos múltiplos bajos por la desintermediación en sus sectores, mientras que unos múltiplos más altos podrían reflejar el liderazgo en el mercado de una empresa y su potencial de rápido crecimiento. Estos matices a menudo suponen una diferencia importante en las rentabilidades a largo plazo de una cartera de inversión, pero pueden pasarse por alto en periodos de mayor volatilidad.

Encontrar oportunidades a escala global

También creemos que los inversores deben diversificar por regiones. Las acciones estadounidenses lideraron la renta variable global en 2019 respaldadas en parte por la

innovación y la relativa buena salud de la economía de dicho país. Creemos que este liderazgo podría expandirse en 2020 a regiones donde las valoraciones parecen, e términos comparativos, atractivas y existe potencial alcista.

En Europa, la percepción ha sido especialmente negativa por la salida del Reino Unido de la Unión Europea y los efectos de la guerra comercial en el sector manufacturero y las exportaciones, que contribuyen de modo significativo al PIB de la zona euro. Sin embargo, algunas previsiones apuntan a un viraje de la producción industrial en 2020, especialmente si las negociaciones comerciales avanzan. Por otra parte, el BCE reinició en noviembre su programa de compra de bonos. Es de esperar que esta liquidez contribuya a impulsar la economía y ofrezca estabilidad a los precios de los activos, lo cual podría llegar a mejorar la percepción de los inversores hacia Europa.

Al mismo tiempo, la guerra comercial está redirigiendo el flujo de inversión y bienes y algunas regiones se están beneficiando de dicha evolución. De 2017 a 2018, la inversión de China en zonas nuevas del resto de Asia en desarrollo se disparó cerca de un 200 % según un informe del Banco Asiático de Desarrollo.² Mientras tanto, en los seis primeros meses de 2019, Estados Unidos importó un 12 % menos de China en términos interanuales, pero las importaciones de Estados Unidos de Vietnam aumentaron un 33 %, de Taipéi, un 20 % y de Bangladés, un 13 %.

Este crecimiento debería ponderarse con los riesgos inherentes a invertir en determinadas economías en desarrollo, donde puede obligarse a las empresas públicas a prestar servicio nacional y los intereses de los accionistas minoritarios no siempre se priorizan. Pensamos que es otra razón para mantener la disciplina en el mercado actual y seguir centrándonos en los fundamentales el próximo año.

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](https://www.janus-henderson.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 Todos los datos proceden de Bloomberg y son a 31 de octubre de 2019, salvo que se indique otra cosa.

² Las inversiones en zonas nuevas son proyectos en que los inversores crean un negocio o amplían sus operaciones en el extranjero.

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.