

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



GPS DEL MERCADO
**PERSPECTIVA SOBRE
RENTA FIJA PARA 2020**

Solo para inversores profesionales



MANTENER EL OPTIMISMO FRENTE AL PESIMISMO



Los tipos negativos y la debilidad de los datos económicos dibujan un entorno complicado para los inversores, pero Jim Cielinski, responsable global de renta fija, afirma que hay margen para confiar en su clase de activos, capaz de soportar condiciones mundanas.

Pensamos que la perspectiva sobre renta fija para 2020 se reduce a si la política acomodaticia de los bancos centrales podrá seguir resultando eficaz y descartar una recesión global. Creemos que sí. Mientras los bancos centrales no cometan errores, es de esperar que los tipos de equilibrio reales permanezcan en niveles bajos y reduzcan las primas de riesgo necesarias para poseer activos de mayor riesgo. Esperamos asistir a una ampliación del ciclo de crédito, lo cual debería resultar positivo para los bonos corporativos y la renta variable.

Sin embargo, las valoraciones se han ampliado y dado que los diferenciales de crédito se han estrechado y con los tipos libres de riesgo en cotas tan bajas, apenas existe margen en algunos países para minorar los tipos y compensar la ampliación de los diferenciales. Así las cosas, los precios de la deuda corporativa serán sensibles a las perturbaciones, probables en un año de elecciones presidenciales en Estados Unidos en que la volatilidad creará oportunidades para los gestores activos. Por ahora, los datos económicos exhiben muestras de inflexión alentadoras, que permitirían condiciones económicas globales mundanas en 2020: los inversores probablemente tendrán que conformarse con rentabilidades moderadas.

Máximos y mínimos incongruentes

La segunda mitad de 2019 ha estado repleta de contradicciones. La renta variable estadounidense alcanzó máximos históricos y los mercados de trabajo mostraron gran solidez, pero numerosos índices de directores de compras se contrajeron y la economía china creció a su ritmo más lento en 27 años. Preocupa que la curva de rentabilidades de Estados Unidos se invirtiera y el diferencial entre los valores del Tesoro de dicho país a 2 años y a 10 años, con gran seguimiento, se tornara negativo en agosto, lo cual es, como en ocasiones pasadas, presagio de una recesión.

Se trata de una situación difícil de ignorar y resultaría atrevido afirmar que no tiene importancia; ha acertado al indicar la fragilidad de la economía mundial. Sin embargo, esta evolución también ilustra

por qué la Reserva Federal se ha apresurado a actuar, rebajando los tipos sin demora para revertir el endurecimiento de su política —demasiado agresivo— de 2018. Los bancos centrales de todo el mundo han seguido la estela de Estados Unidos: en el tercer trimestre de 2019, 56 de 62 variaciones de los tipos fueron rebajas, mientras que en el tercer trimestre de 2018, 27 de 31 ajustes fueron subidas.

Una cortina de humo

Pensamos que la debilidad económica de 2019 ha sido una respuesta retardada al endurecimiento de la política monetaria de las dos mayores economías del mundo: Estados Unidos y China. En este momento, ambas están reduciendo claramente los tipos, por lo que esperamos cierta recuperación. La guerra comercial, al elevar los costes y reconfigurar los flujos de inversión, ha exacerbado la ralentización global, pero no ha sido su causa. En caso

de que se resuelva el conflicto comercial pero persista la debilidad del crecimiento, prevemos que los diferenciales de crédito se ampliarán y la deuda pública evolucionará favorablemente, pues ello indicaría que la ralentización global es más estructural de lo que se preveía en un principio.

La unánime calma del mercado podría verse perturbada si el desempleo aumentara. El consumo ha sido clave para proteger la economía estadounidense y contrasta con la debilidad registrada en Alemania, con gran dependencia de las exportaciones. La sensibilidad de esta última a la debilidad del crecimiento global implica que es de esperar que el Banco Central Europeo (BCE) mantenga una política marcadamente acomodaticia. La marcada defensa de los tipos negativos por parte de Christine Lagarde, la nueva presidenta del BCE, no sugiere cambios con respecto a las políticas de su predecesor, lo cual debería anclar las

GRÁFICO 1: VENCIMIENTO CONSTANTE DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS MENUS VENCIMIENTO CONSTANTE DEL BONO DEL TESORO A 2 AÑOS

Un diferencial negativo entre los valores del Tesoro estadounidense a 2 años y a 10 años a menudo indica una recesión; desde 1978, se ha producido una recesión, de media, 22 meses después de la inversión.



Fuente: FRED, Banco de la Reserva Federal de St Louis, valores del Tesoro estadounidense a 2 años y 10 años e indicadores de recesión de la Oficina Nacional de Análisis Económico (NBER) correspondientes a Estados Unidos de máximo a mínimo (USRECM), del 31 de octubre de 1977 al 31 de octubre de 2019.

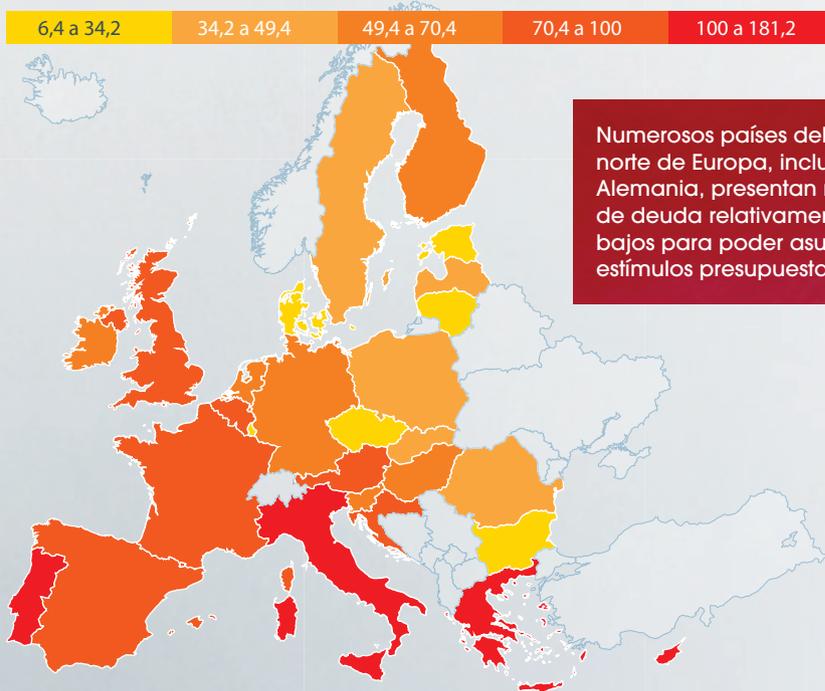
rentabilidades soberanas de la zona euro en torno a cero. También prevemos que Lagarde reitere las peticiones de más estímulos presupuestarios que complementen la política monetaria del regulador; unas cargas de la deuda pública bajas en el norte de Europa en un entorno de inquietud política harán que resulte cada vez más difícil ignorar tales peticiones.

Por otra parte, la eficacia de la política monetaria se está encontrando con dificultades en China. Una serie de quiebras de bancos regionales se ha traducido en un endurecimiento de las condiciones del crédito, moderando el efecto de la rebaja de los tipos. La deuda de mercados emergentes, muy vinculada a la suerte de China, podría ganar atractivo si ganara impulso el mecanismo de transmisión de una política más laxa.

El crecimiento de los salarios parece estar en máximos y los tipos a plazo sugieren que la inflación se contendrá en la mayoría de los mercados desarrollados. Pensamos que el consenso es correcto, pues los bancos centrales siguen sin alcanzar sus objetivos de inflación. Consideramos que la Reserva Federal volverá a rebajar los tipos en una o dos ocasiones en 2020, acercando su tipo de los fondos federales al 1,25 %, lo cual debería anclar con mayor firmeza los tipos reales (es decir, descontada la inflación) en terreno negativo.

Dado que Estados Unidos está rebajando el precio del dinero, es de esperar que se pronuncie la curva de rentabilidades, lo cual podría ser una buena noticia para los márgenes bancarios. En el caso de las aseguradoras y los planes de pensiones, para los que es importante el nivel nominal de las rentabilidades de los bonos soberanos, proseguirá la búsqueda de rentabilidad. Esto podría impulsar a los inversores hacia segmentos más bajos del

GRÁFICO 2: DEUDA PÚBLICA BRUTA COMO PORCENTAJE DEL PIB EN PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA



Numerosos países del norte de Europa, incluida Alemania, presentan niveles de deuda relativamente bajos para poder asumir estímulos presupuestarios.

Fuente: Eurostat; deuda pública en circulación como porcentaje del producto interior bruto a precios de mercado actuales (código sdg_17_40). Cifra anual al cierre de 2018.

universo de crédito y duraciones mayores, acumulando riesgo en el sistema.

Gestión activa

Defendemos la cautela en particular con respecto a las valoraciones. El descenso de los tipos adelantó ganancias en 2019. Dado que los tipos libres de riesgo se miden en puntos básicos y no en puntos porcentuales en numerosos mercados desarrollados —y son negativos en zonas enteras de Europa—, se trata de una base parca sobre la que potenciar las rentabilidades.

Se requerirá un enfoque de inversión más activo, lo cual implicará identificar mercados en que persistan las rentabilidades reales y donde se espere que los tipos oficiales de los bancos centrales vayan a seguir cayendo. No prevemos una recesión global en 2020, pero esto no excluye recesiones en sectores concretos, como la que vivió el sector de la energía en 2015 y que se tradujo en una marcada ampliación de los diferenciales de crédito en dicho ámbito.

Nos preocupa que el mercado apenas distinga entre emisores con grado de inversión con una calificación de BBB y

GRÁFICO 3: DIFERENCIALES DE CRÉDITO GLOBALES EN PUNTOS BÁSICOS DURANTE LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS

	GRADO DE INVERSIÓN (G0BC)	ALTA RENTABILIDAD (HW00)
MÁXIMO	267	897
PROMEDIO	140	519
MÍNIMO	86	318
ACTUAL (11/11/2019)	108	419

Fuente: Bloomberg, índice ICE BofAML Global Corporate (G0BC), índice ICE BofAML Global High Yield (HW00), diferencial en el peor escenario con respecto a la deuda pública, 1 punto básico = una centésima parte de un 1 %, es decir, un 0,01 %. El diferencial en el peor escenario con respecto a la deuda pública es la diferencia de rentabilidad de los bonos corporativos con respecto a deuda pública equivalente, teniendo en cuenta aspectos como las opciones de compra que podría ocasionar que la rentabilidad sea menor. Datos del 11 de noviembre de 2009 al 11 de noviembre de 2019

“Un mundo caracterizado por rentabilidades bajas podría reducir los rendimientos nominales, pero no eliminará oportunidades, salvo en el caso de quienes se nieguen a adaptarse”.

JIM CIELINSKI
RESPONSABLE GLOBAL DE RENTA FIJA

emisores sin grado de inversión con una calificación de BB en términos de coste de capital, lo cual genera escasos incentivos para que las empresas mantengan parámetros propios del grado de inversión. Dado que los diferenciales de crédito se están aproximando a sus niveles más bajos del ciclo tanto en el ámbito del grado de inversión como en el de alta rentabilidad, apenas existen también mecanismos para proteger a los inversores si los mercados sufrieran una perturbación. Dado que el ámbito político ha sido el origen de las últimas sacudidas, un año de elecciones presidenciales en Estados Unidos supone un obstáculo.

Hincapié en los fundamentales

La dispersión debería seguir estando presente y evitar pérdidas será clave, pues la disrupción sigue con paso firme. Las quiebras que se han producido en 2019, como la de Thomas Cook, la empresa de viajes, son sintomáticas de cómo la tecnología y los cambios en los patrones de consumo están reformulando el mundo. Financiar empresas que seguirán en activo en el futuro exige a los inversores posicionarse en el lado correcto del cambio. Pensamos que esto implica prestar atención no solamente a parámetros tradicionales, sino también a lo que importará a los inversores y los consumidores del futuro, como un mayor hincapié en los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno (ESG).

Si bien el entorno de bajas rentabilidades reales reduce el riesgo de quiebra, asistimos a menores ganancias por refinanciación, en particular, en Europa. Los prestatarios corporativos deben depender cada vez más de los flujos de caja, más que de ingeniería financiera, para sostener su deuda. En Estados

Unidos, la rentabilidad de los recursos propios sigue por debajo del coste del capital en acciones, lo cual continuará alentando las recompras de acciones por encima de la inversión en inmovilizado. Los inversores en bonos tendrán que seguir si el producto de la financiación se destina a fines proclives a los titulares de bonos o empeora el balance.

Sin reincidentes

La búsqueda de rentabilidad obligará a los inversores a abordar todo el universo de renta fija, lo cual podría traducirse en mayores intereses de los bonos de titulización de activos y de titulización hipotecaria. El exceso de deuda hipotecaria fue la razón de la crisis financiera mundial, pero no es habitual que un sector reincida tan pronto. El crédito hipotecario en Estados Unidos no es donde se ha acumulado deuda en este ciclo, sino que esta se ha centrado en el crédito corporativo.

La economía global se encuentra en un punto crítico. Los inversores no deben anclarse y seguir las indicaciones clave. Los mercados de trabajo y los ingresos serán importantes indicadores de confirmación de una recesión y los cambios en la geopolítica y la confianza posiblemente se traducirán en disrupción para el mercado. Incluso con rentabilidades bajas, los bonos soberanos de mercados desarrollados deberían continuar ofreciendo diversificación frente a la renta variable, si bien ámbitos más sensibles a la evolución de la renta fija privada, como los bonos de alta rentabilidad, serían vulnerables en caso de corrección de las acciones. Un mundo caracterizado por rentabilidades bajas podría reducir los rendimientos nominales, pero no eliminará oportunidades, salvo en el caso de quienes se nieguen a adaptarse al nuevo marco.



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.*

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 atenderá 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.