



JANUS CAPITAL®  
Group

# Perspectivas de inversión

*de Bill Gross*

Enero de 2017



## Ecós de África

Si cantara una canción sobre África,  
que hablara de la jirafa manchada, de la risa de la  
hiena,  
del fiero sol que amanece para toparse con el día,  
con una calma que pusiera en entredicho la cena del  
león, ¿cantaría África una canción sobre mí?

Si recordara una experiencia vivida en África,  
con mi esposa a mi lado, persiguiendo la sombra de  
un leopardo,  
con ojos humanos y obturadores Nikon muy  
separados, invadiendo la soledad de los ancestros  
ennegrecidos,  
¿recordaría África la experiencia vivida conmigo?

Si supiera un cuento sobre África  
que capturara un instante de un continente que  
desaparece,  
efímero, mucho más breve que el reinado de la Tierra,  
al menos hasta su polvorienta muerte,  
¿sabría África un cuento sobre mí?

Bill Gross

- Con mi reconocimiento a Isak Dinesen

*La esperanza de que el crecimiento se fortalezca gracias a los avances presupuestarios, la reducción de la regulación y la reforma tributaria de los Republicanos ha alentado la asunción de riesgos.*

En una ocasión viajé a África, como puede que hayan adivinado ya, y desde entonces ha formado parte de mí. África, quizás la cuna de la civilización, incluso de la propia vida, arroja un misterioso resplandor sobre toda la historia y, sin duda, sobre el significado de la existencia. Alberga una extraña belleza —la tierra en la que comer o ser comido— y brutal, pero preciosa y amable bajo su violenta superficie. Creo que es así como veo mi propia vida. En África me descubrí a mí mismo y, por supuesto, a través de mis ojos también te vi a ti allí. Sin embargo, la pregunta con la que termina cada estrofa de mi poema es si África me vio y me recordará. ¿Estamos solo de paso, sin que quede rastro de nosotros tras nuestras polvorientas muertes? ¿Habrá alguien, o algo, cuando todo acabe, que saque provecho de nuestro tiempo en la Tierra? En lo que a mí respecta, nada sé de un orden superior en la vida, pero me gustaría que lo hubiera, aunque solo sea para dotar de sentido a nuestros preciosos momentos de felicidad y a nuestras frecuentes horas de desaliento.

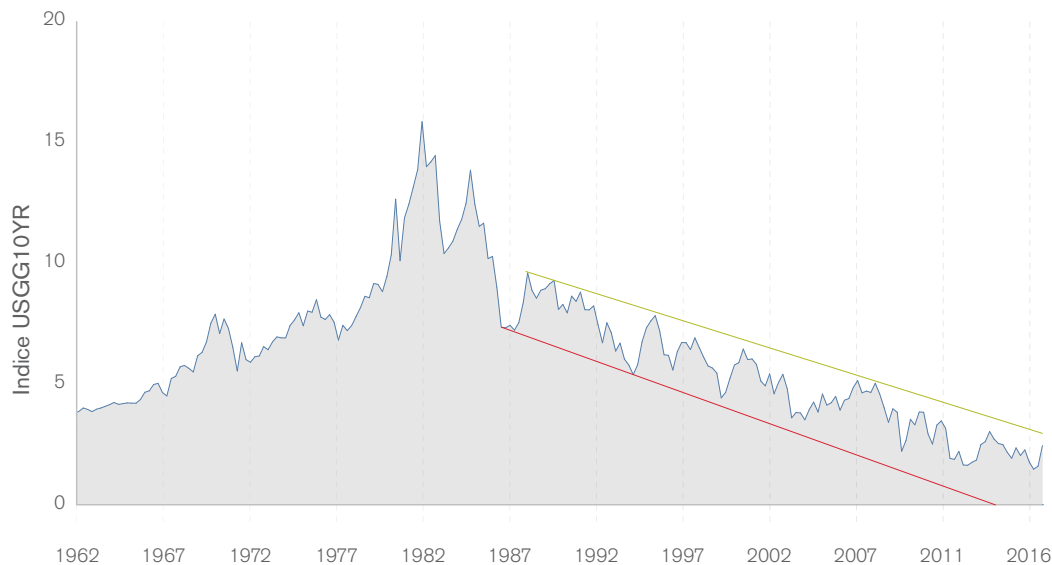
La felicidad ha sido la nota dominante de los mercados de riesgo desde principios de noviembre, mientras que en los mercados de renta fija globales ha predominado el desaliento. La esperanza de que el crecimiento se fortalezca gracias a los avances presupuestarios, la reducción de la regulación y la reforma fiscal de los Republicanos ha alentado la asunción de riesgos. La posibilidad de que aumente la inflación y se endurezca la política monetaria de la Reserva Federal es una de las causas que explican la subida de 100 puntos básicos que registraron en el mismo periodo los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 años (del 1,40% al 2,40%). ¿Son excesivos los precios en los mercados de riesgo y los rendimientos de los valores del Tesoro? Esta es una pregunta crucial para 2017.

Huelga decir que la valoración del crecimiento futuro y de los consiguientes diferenciales de riesgo todavía no está clara. El Presidente electo Trump tuitea y los mercados escuchan, pero en última instancia el valor de estos mensajes depende de que la tasa de crecimiento del PIB real deje definitivamente atrás el nivel del 2% relativo a los últimos 10 años y se encarama hasta un porcentaje anual superior al 3%. Históricamente, las tasas de crecimiento por encima del 3% han propiciado que los beneficios empresariales alcancen cotas más altas como consecuencia del apalancamiento financiero y operativo que depende de la aceleración del crecimiento. Normalmente, un crecimiento del 2% o inferior asfixia los beneficios de las empresas. Por lo tanto, ese 1% que separa el 2% del 3% resulta fundamental. Está por ver si la ortodoxia de los Republicanos / Trumpistas logra estimular una economía que, en algunos ámbitos, ya opera a plena capacidad. Para ello haría falta un incremento sustancial del gasto en inversión, una opción que hasta la fecha se ha visto relegada a un segundo plano a costa de otras aplicaciones de los flujos de efectivo, como las recompras de acciones y las fusiones y adquisiciones.

Yo mantengo mis reservas sobre la posibilidad de alcanzar el 3% y considero más factible un crecimiento del 2%. Puede que los aspectos negativos más permanentes de mi «nueva normalidad» y el «estancamiento secular» de Larry Summer no copen ya los titulares de la sección económica del FT y del NYT, pero en ningún caso han desaparecido —con o sin Trump. Factores demográficos negativos relacionados con el envejecimiento de la población, un elevado coeficiente de deuda sobre el PIB, ahora más amenazado como consecuencia de la subida de tipos de interés, la sustitución de mano de obra humana por tecnología y, por último, la desaceleración o el repliegue de la globalización constituyen amenazas constantes para la productividad y, por ende, para el crecimiento del PIB. Las políticas de Trump pueden lograr una aceleración transitoria durante los próximos años, pero es probable que a largo plazo se imponga un crecimiento del 2% que frenará el avance de los beneficios empresariales y ralentizará la apreciación de los activos de riesgo.

La duda fundamental de cómo evolucionarán los tipos de interés y cuál será el nivel futuro de los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 años resulta igualmente difícil de resolver. Aunque la Fed ha comenzado a endurecer los tipos tras abandonar las medidas de expansión cuantitativa hace ya varios años, otros de los principales bancos centrales continúan avivando el fuego con recompras mensuales que llegan incluso a los 150.000 millones de dólares. Dada la consolidación de rendimientos del JGB a 10 años japonés en el orden del 0% y las continuas medidas expansivas del BCE de Draghi, el arbitraje a escala mundial limita en la práctica los tipos a 10 años a niveles de entre el 2,4% y el 2,6%. Los repuntes de rentabilidad (tras el ajuste de divisas) de 70 puntos básicos logrados con la venta de JGB o Bunds alemanes a 10 años y la compra de valores del Tesoro estadounidense pone de manifiesto la artificialidad de los precios de nuestros bonos a 10 años, incluso si la inflación aumenta y la Fed vuelve a elevar los rendimientos a corto plazo en una, dos o tres ocasiones en los próximos 12 meses.

Así pues, en cuanto a los títulos del Tesoro a 10 años, existen varias influencias que enturbian la conclusión racional de que los rendimientos deben moverse al alza inevitablemente durante el primer año de mandato de Trump. Sin embargo, cuando los fundamentales son confusos, los indicadores técnicos pueden acudir al rescate y es aquí donde podría resultar decisiva la amplia directriz bajista que los rendimientos a 10 años vienen trazando desde hace tres décadas. Como muestra el gráfico siguiente, para la mayoría de los expertos es evidente que los rendimientos a 10 años describen una trayectoria bajista desde que alcanzaron su punto máximo a principios de la década de 1980, a un ritmo bastante lineal. Con caídas medias de 30 puntos básicos durante los últimos 30 años, los rendimientos a 10 años han disminuido del 10% de 1987 al actual 2,40%.



Fuente: Bloomberg.

No obstante, en estos momentos esta sólida directriz bajista, a menudo puesta a prueba, puede llegar a romperse. Actualmente el «tope» de esta directriz es 2,55%-2,60%, y a lo largo de las últimas semanas se ha mantenido así e incluso ha experimentado un retroceso en aproximadamente 15 puntos básicos. PERO------. Y este es mi único pronóstico para los rendimientos a 10 años de 2017. Si se supera la barrera del 2,60%, es decir, si los rendimientos se sitúan por encima del 2,60%, habrá comenzado una fase bajista secular en el mercado de renta fija. Observen el nivel del 2,6%. Mucho más importante que los 20.000 puntos del Dow. Mucho más importante que los 60 dólares el barril de petróleo. Mucho más importante que la paridad dólar/euro a 1,00. Es la clave para los niveles que alcanzarán los tipos de interés y quizás también para las cotizaciones de las acciones en 2017.

La felicidad o el desaliento que tengamos con nuestra inversión en los próximos 12 meses puede depender de ello.

*Sin embargo, cuando los fundamentales son confusos, los indicadores técnicos pueden acudir al rescate y es aquí donde podría resultar decisiva la amplia directriz bajista que los rendimientos a 10 años vienen trazando desde hace tres décadas.*

**Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY.** This material does not constitute and should not be construed as investment, legal or tax advice or a recommendation, solicitation or opinion regarding the merits of any investments. Nothing in the material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services or an offer for securities by Janus Capital Group and its subsidiaries ("Janus") and is not considered specific to any client requirements. Anything non-factual in nature is an opinion of the author(s), and opinions are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. Janus is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this material and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. It is not intended to indicate or imply that current or past results are indicative of future profitability or expectations. As with all investments, there are inherent risks that need to be addressed.

The distribution of this material or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. This presentation is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given. Should the intermediary wish to pass on this material or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

**Note to Hong Kong, Taiwan and Singapore Readers:** Issued in: (a) Taiwan R.O.C independently operated by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong by Janus Capital Asia Limited, licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore. In Singapore, only available to accredited and institutional investors as defined under section 4A of the Securities and Futures Act (Cap.289), and may not otherwise be distributed in Singapore.

**Note to Australia and New Zealand Readers:** Issued by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws. In New Zealand, this document may only be distributed to 'wholesale investors' within the meaning of the Financial Markets Conduct Act 2013. This includes (i) selected institutional clients whose primary business is the investment of money, or (ii) persons who meet the prescribed investment activity criteria or who exceed certain prescribed asset and turnover thresholds, or (iii) a person who has completed a prescribed certificate attesting as to their experience in buying or selling investment products, or (iv) investors who invest a minimum sum of NZ\$ 750,000. This is not a registered prospectus or investment statement or product disclosure statement under New Zealand law and does not constitute an offer of securities to the public for the purposes of the Securities Act 1978 or a regulated offer under the Financial Markets Conduct Act 2013. It should not be copied or distributed to any other person in New Zealand. In Australia and New Zealand, for wholesale client use only.

In Australia, Janus Capital Management LLC, INTECH Investment Management LLC and Perkins Investment Management LLC are permitted to conduct financial services pursuant to an exemption from the need to hold an Australian financial services licence under the Australian Corporations Act 2001. Janus INTECH and Perkins are regulated by the Securities Exchange Commission of the U.S. under U.S. laws, which differ from Australian laws.

**Note to China (PRC) Readers:** Janus is not licensed, authorised or registered with the China Securities Regulatory Commission for investment management business or otherwise approved by any PRC regulatory authorities to provide investment management services in the PRC. This material has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this material shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this material shall be deemed or construed as providing investment management services by Janus in the PRC, nor shall it be will viewed as investment advice in relation to PRC capital markets, securities and mutual funds, which may require Janus to obtain or be subject to any approval, licensing, filing, registration, or other qualification requirements of the relevant Chinese regulatory authorities. This material is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

**Note to South Korea Readers:** Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

**Note to Europe Readers:** Issued in Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and also issued by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated in Switzerland by FINMA.

**Note to Middle East Readers:** JCIL is regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office. JCIL is authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Central Bank of Bahrain the Regulatory Authority of Botswana, Qatar Central Bank Saudi Arabian Capital Market Authority, UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority, the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the Middle East. This presentation does not constitute a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman Royal Decree 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98) or under Kazakhstani law. No transactions will be concluded in the Middle East and any enquiries should be made to JCIL.

**Note to Africa Readers:** JCIL is not authorised in South Africa for marketing. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Regulatory Authority of Botswana.

**Note to Colombia Readers:** JCIL's products and/or services may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign financial and/or securities-related products and/or services in Colombia or to Colombian residents. Neither JCIL nor any related person or entity has received authorisation or licensing from the Financial Superintendence of Colombia or any other governmental authority in Colombia to market or sell its products and/or services within Colombia or to Colombian residents.

Los productos y/o servicios de JCIL no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y/o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos. Ni JCIL ni ninguna persona o entidad relacionada han recibido autorización o licencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cualquier otra autoridad en Colombia para ofrecer o vender sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos

**Note to Canada Readers:** In Canada, Janus Capital Institutional products and services are offered through Janus Capital Management LLC which is registered as an adviser in the category of portfolio manager and as a dealer in the category of exempt market dealer in each of the provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Quebec. In these provinces, these services are offered only to "Accredited Investors" as defined in National Instrument 45-106 and "Permitted Clients" as that term is defined in National Instrument 31-103.

Janus Capital Management LLC serves as investment adviser. Janus, INTECH and Perkins are registered trademarks of Janus International Holding LLC. © Janus International Holding LLC. In Australia, INTECH is trading as EIT and INTECH is not its registered trade mark. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit [www.janus.com](http://www.janus.com).

**Outside of U.S.:** For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution.