



---

Su autoridad global en inversiones.

## Compre Bonos Baratos con Margen Seguro

En virtud de que las Flexibilizaciones Cuantitativas (FCs) cubren un período extraordinario de política monetaria con un marco de tiempo limitado, no existe suficiente información para indicar si el final de la FCII llevará a tasas de interés más altas o más bajas, aunque nuestra marcada preferencia sería las más altas. “¿Quién las comprará?” sigue siendo una pregunta crítica a responder. Existe, sin embargo, evidencia abrumadora, provista ahora por Carmen Reinhart entre otros, de que las tasas de interés actuales de bonos del Tesoro no compensan adecuadamente a los inversores por el riesgo de mantenerlos en el portafolio cuando son evaluados con una perspectiva histórica.

---

Voy a superar a Mark Twain en el departamento de cantidad y relataré dos historias acerca de ranas saltarinas, una que ha sido contada con frecuencia, la otra no tanto. Ninguna de las dos tiene nada que ver con la promovida breve historia de Samuel Clemens pero ambas, al menos de manera metafórica, describen nuestros mercados de inversión actuales y cómo pensar en el futuro. Mi primera historia es la que todos ustedes han escuchado. Si pone una rana en una olla de agua hirviendo, esta saltará más rápido y más lejos que cualquiera de esos campeones de cinta azul en el campeonato de salto de ranas del Condado de Calaveras. Póngala en una olla de agua a temperatura ambiente, sin embargo, suba lentamente la temperatura hasta el punto de ebullición y tendrá ancas de rana para la cena. Este último anfibio, más desafortunado, se adaptó temporalmente a su entorno externo, lo cual parecía ser lo más práctico, hasta que, bueno, hasta que alcanzó los 100°C, punto al cual se coció.

Los inversores de bonos de hoy en día están experimentando un destino similar sin siquiera un “croac” de queja. “Los retornos totales” de los primeros cinco meses para casi todas las categorías de bonos muestran un rendimiento de precio positivo, que al ser combinado con el ingreso del cupón de interés, produce portafolios con retornos de alrededor de 3% más altos que a cierre de 2010. Ese número quizá no se compare con las acciones o algunos de los commodities de alto vuelo, pero su retorno total anualizado

---

de 6½ –7% le gana a la inflación de cualquier manera que usted quiera medirla, ya sea IPC subyacente, publicada o promedio. Bueno, como se lo traté de explicar frustrantemente a mi madre durante años, este concepto de retorno total de precio y tasas, es atractivo principalmente cuando las tasas bajan y los precios de los bonos suben. Piensa en los bonos, Mamá, como si pensaras en un subibaja, le decía. Las tasas de interés bajan, los precios de los bonos suben. Viceversa también, excepto que desde 1981 el subibaja raramente se inclinó en dirección al precio negativo. Mercados alcistas de bonos, acciones y bienes raíces se montaron en una escalada de re-valoración de activos que indujo una euforia artificial por parte de muchos inversores que esperaban que el paseo nunca terminaría. Incluso los bonos conservadores y pasados de moda, más famosos por “el corte de cupones” que por las ganancias de capital, fueron empujados por este concepto secular positivo del retorno total.

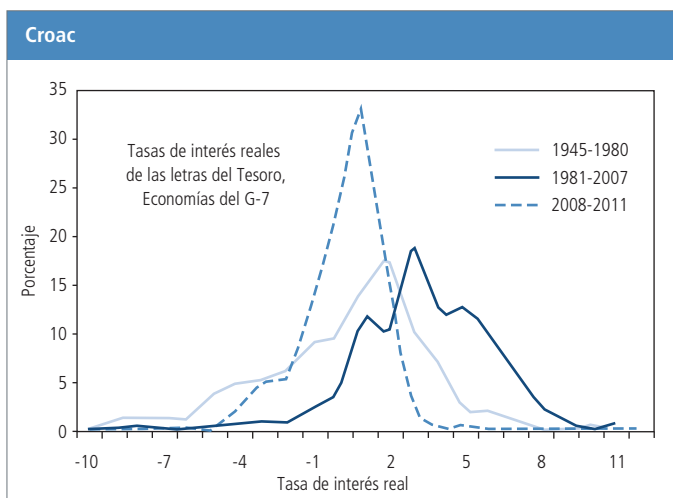
Bueno, en forma similar a la Torre de Babel, los precios de los bonos del Tesoro no pueden llegar al cielo sino que tienen limitaciones más terrenales. Mientras que los precios de las acciones a menudo son complicados por premisas de la tasa de crecimiento y la relación P/G que hacen que su destino final sea incierto, las tasas de los bonos tienen al menos un cero matemático como piso debajo del cual no pueden andar por más de unos nanosegundos. Los inversores no entregan su dinero a cambio de la promesa de recibir menos dinero y por lo tanto, las tasas nominales negativas son una imposibilidad matemática más allá de los temores de confiscación del gobierno y las consideraciones de liquidez temporaria. Pero aquí es donde se torna engañoso y donde entra en juego nuestra rana pronto a ser hervida. Muy parecido a gradualmente ir subiendo la temperatura del agua de la olla de la pobre ranita, la política monetaria en los países desarrollados ha ido bajando la temperatura y el nivel absoluto de las tasas de interés durante los últimos 2½ años después de Lehman Brothers. Si las tasas de interés bajan en el subibaja, los precios suben y la euforia del retorno total actual de la ranita parece no conocer límites. Pero una vez que el potencial de tasas de interés aún más bajas es minimizado por el piso de cero, nuestro futuro plato principal

de ancas de rana queda con una cierta sensación de incomodidad. Este descansa inerte en el caldero a medida que los precios se acercan al punto de ebullición con la Fed, los Chinos y los bancos todos comprando cualquier bono del Tesoro que se ofrezca. Todo parece estar bien. Pero los inversores en bonos con instinto de supervivencia (siendo uno y el mismo que nuestra rana de cocina) deben reflexionar sobre esa vieja metáfora del subibaja y darse cuenta de que los precios cercanos al punto de ebullición automáticamente implican tasas de interés cercanas a sub-cero. Concedido, las tasas de los bonos del Tesoro a 5 años cerca de 1.70% no son cero y las tasas a 10 y 30 años son todavía mejor, pero gran parte de las tasas a lo largo de la curva de bonos del Tesoro se encuentran en territorio negativo cuando se las compara con la expectativa de inflación futura y eso debería hacer que nuestro inversor en bonos entre en un estado de terror saltarín. Los precios ya están acercándose al punto de ebullición y sus cupones están sub-cero, ajustados por IPC. El retorno total... y nuestra rana... están cocidos. Si no lo están, sin duda, están atrapados en una olla con un retorno futuro bajo.

Carmen Reinhart y sus coautores escribiendo para el National Bureau of Economic Research han expuesto este dilema en una prosa más sofisticada. En su segundo trabajo de investigación, titulado “El Retorno de la Represión Financiera,” ella afirma la tesis de PIMCO sobre la impregnación de olor a zorrino, el robo de los bolsillos y la rana cocida al describir una maniobra política centenaria utilizada por los gobiernos que enfrentan una crisis de deuda. En lugar de un default directo, muchos países intentan con cierto éxito mantener las tasas de interés nominales más bajas de lo que estarían de otra manera. Reinhart caracteriza esto como “represión financiera” porque en el largo plazo resulta en una transferencia de riqueza de los ahorristas a los que piden prestado. Los gobiernos, habiendo tomado demasiada deuda, bajan las tasas de interés algo furtivamente a través de tasas de fondeo impuestas por los bancos centrales, o de maniobras como la “flexibilización cuantitativa”. Las tasas de interés artificiales actúan, de hecho, como un impuesto sobre los ahorros, compensando de menos a los tenedores de activos y transfiriendo los beneficios del recorte a la nación

deudora. Coincidentemente (y ciertamente por serendipia), los balances corporativos y de algunos hogares son recapitalizados a medida que las tasas de interés reales negativas o históricamente bajas permiten el crecimiento económico, las ganancias y que algunos asalariados, acumulen un margen de seguridad para expansión futura.

El Gráfico 1 que se muestra más abajo es la evidencia gráfica de la represión financiera de Reinhart durante el siglo pasado, comparando dos períodos represivos (1945–1980 y 2008–2011) con un entorno de tasas de interés más normal sin controles por parte del gobierno (1981–2007). Ambos períodos de represión muestran curvas en forma de campana con una marcada inclinación hacia la izquierda, con las tasas de interés actuales siendo 2½% menores que las del promedio de naciones del G-7 que los inversores en bonos-ranas se han acostumbrado a recibir desde 1981. ¡De hecho, en los Estados Unidos, el cálculo estimado para el cierre de Mayo de las tasas de interés reales de las letras del Tesoro que muestra el Gráfico 1 serían 5% menos que el promedio de compensación que Reinhart muestra para los últimos 30 años!



Fuente: Reinhart y Sbrancia (2011), *International Financial Statistics*

Gráfico 1

Muy bien, ranas colegas, estamos siendo reprimidos y chicaneados para permitir que el Tío Sam equilibre sus libros contables ¿Qué vamos a hacer al respecto? “Ranas del mundo uníos” como podría haber dicho Lenin y entonces es

aquí donde vuelvo a Mark Twain y a mi segunda historia, menos contada, sobre ranas. Esta otra rana, que en lugar de ser tirada en una olla de agua caliente, fue dejada esperando en un jarro con leche fría. ¡Como no podía salir de un salto, batió y revolvió esas patas de rana hasta que eventualmente la leche se convirtió en manteca y utilizó la plataforma de la manteca endurecida para saltar hacia la libertad de las ranitas! Bueno, pongámonos a batir, colegas ranas. ¡Si los Estados Unidos o el Reino Unido o cualquier otro gobierno van a intentar hervirnos vivos, hagamos manteca! **Manteca en este caso es lo que PIMCO caracteriza como “bonos baratos.”** Aunque potencialmente confuso, el concepto de “bonos baratos” es realmente simple, parecido al subibaja. Cualquier bono, aún un bono del Tesoro, está compuesto de varias partes, algo parecido a un átomo con sus neutrones, electrones, protones, positrones, neutrinos (uups, no quiero ir demasiado lejos aquí). Hay una parte de tasa de interés, medida comúnmente por la “duración”. Hay una parte de crédito, referida típicamente como “margen” cuando se compra un bono corporativo. Y hay una parte de volatilidad, una parte de liquidez y otras pequeñas partes y partículas que quedarán sin explicación por ahora. ¡El punto importante, sin embargo, es que si el gobierno va a reprimir artificialmente las tasas de interés, entonces una rana inteligente debe focalizarse en las partes del bono que están menos reprimidas! Por ejemplo, en el mercado de hoy usted puede generar una expectativa de retorno del 1% de varias maneras. Puede comprar una nota del Tesoro a 3 años reprimida justo por debajo del 1%, o comprar una nota de tasa flotante (NTF) corporativa con calificación A con riesgo de duración muy pequeño o nulo, a un margen sobre LIBOR a 3 meses de +75 puntos base, que actualmente tiene un retorno del 1%. ¿Cuál es el mejor negocio? Bueno, si bien ambos parecen conducirle al mismo lugar, nuestro argumento en favor de bonos baratos sostendría que las NTF le conducirán allí con mucho menos riesgo. La parte de crédito, en otras palabras, es un margen más seguro que la parte de duración.

Los periodistas, los consultores financieros y quizá hasta algunos clientes se maravillan de lo bien que le está yendo a PIMCO en 2011 teniendo una subponderación de bonos del Tesoro y de los componentes de duración del mercado.

Amigos, estamos haciendo manteca. Si están siendo reprimidos, nuestra estrategia es batir esas piernas, salir de la jarra y sobre todo, mantenernos alejados de las ollas de agua hirviendo. La prensa se ha focalizado recientemente en el final de la FCII y lo que puede o no puede hacer con los precios de los bonos del Tesoro. Permítanme reafirmar lo que hemos dicho durante muchos meses. En virtud de que las FCs cubren un período extraordinario de política monetaria con un marco de tiempo limitado, no existe información suficiente para señalar si el final de la FCII llevará a tasas más altas o aún más bajas, aunque nuestra marcada preferencia sería las más altas. “¿Quién las comprará?” sigue siendo una pregunta crítica a responder. Existe, sin embargo, evidencia abrumadora, provista ahora por Carmen Reinhart entre otros, de que las tasas de interés actuales de los bonos del Tesoro no compensan adecuadamente a los inversores por el riesgo de mantenerlos en el portafolio cuando son evaluados con una perspectiva histórica.

Sugerimos comprar “bonos baratos” focalizados en “margen seguro”, lo cual significa comprar más notas de tasa flotante y menos de tasa fija, agregando un componente de crédito adicional, ya sea grado de inversión, alto rendimiento, de hipotecas privadas, o relacionado a mercados emergentes y guiando su portafolio hacia monedas de mercados emergentes en lugar del dólar. Los inversores no deberían regalar su dinero, y en este momento, el componente de duración de un portafolio de bonos está cerca de hacer justamente eso, no porque un mercado en baja esté a la vuelta de la esquina llegado el 1 de Julio, sino porque no rinde lo suficiente en relación con la inflación. Vamos ranas, hagan manteca en lugar de convertirse en la cena de otros. ¡Compre bonos baratos!

William H. Gross  
Managing Director

“Margen Seguro” se define como sectores que creemos es más probable que resistan las vicisitudes de un amplio espectro de escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan riesgos y pueden perder valor.

**El rendimiento pasado no es garantía ni es un indicador confiable de resultados futuros.** Invertir en el mercado de bonos está sujeto a ciertos riesgos que incluyen los inherentes al Mercado, la tasa de interés, el emisor, el crédito y el riesgo de inflación. Los valores soberanos están respaldados generalmente por el gobierno emisor, las obligaciones de las agencias y de las autoridades del Gobierno de los EEUU están respaldadas en grados diferentes pero en general no están respaldadas por la confianza total del Gobierno de los EEUU; los portafolios que invierten en dichos valores no están garantizados y su valor fluctuará. Los títulos de deuda corporativa están sujetos al riesgo de incapacidad del emisor de satisfacer los pagos de capital e interés sobre la obligación y también pueden estar sujetos a la volatilidad de los precios debido a factores como la sensibilidad a las tasas de interés, la percepción del Mercado sobre la solvencia del emisor y la liquidez general del Mercado.

Este artículo contiene la opinión actual del autor pero no necesariamente la del Grupo PIMCO y dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este artículo fue distribuido con fines exclusivamente informativos. Los pronósticos, los cálculos y cierta información contenida en dicho artículo se basan en investigaciones propias y protegidas y no deben considerarse como un consejo o recomendación de inversión en ningún título valor, estrategia o producto en particular. La información aquí contenida fue obtenida de fuentes consideradas confiables pero que no pueden de ninguna manera ser garantizadas. Está prohibida la reproducción de este artículo, en parte o en su totalidad, de ninguna forma y tampoco puede hacerse referencia al mismo en ninguna otra publicación, sin la autorización escrita expresa. Pacific Investment Management Company LLC. ©2011, PIMCO.

10108-061711

#### IO podcast

Para descargar IO podcast de Bill Gross, consulte [pimco.com](http://pimco.com) o [iTunes.com](https://itunes.com).

#### Facebook

Manténgase actualizado sobre PIMCO a través de Facebook. Busque “PIMCO”.

#### Aplicación Móvil

Descargue la aplicación PIMCO para iPhone y iPad

#### twitter

Manténgase en contacto con PIMCO. Busque “PIMCO”

#### Kindle

Este IO ya está disponible. Busque ‘PIMCO’.

---

#### Newport Beach Headquarters

840 Newport Center Drive  
Newport Beach, CA 92660  
+1 949.720.6000

---

#### Amsterdam

---

#### Hong Kong

---

#### Londres

---

#### Munich

---

#### Nueva York

---

#### Singapur

---

#### Sydney

---

#### Tokyo

---

#### Toronto

---

#### Zurich

[pimco.com](http://pimco.com)

**P I M C O**