



## Centavos del Cielo

Cuenta una leyenda, comparable a los mitos de Papá Noel y el Ratón Pérez, que los centavos caen del cielo. En principio, esto no puede ser verdad porque Dios no ahorraría los centavos. ¡Nadie lo hace! Sé que esto es un hecho porque cada fin de semana cuando Sue y yo caminamos por el barrio hay una nueva provisión de centavos esperando ser levantados del asfalto. Un centavo por aquí, otro por allá, centavos por todas partes. Presumo que, tal vez, llovió cobre anoche en lugar de H<sub>2</sub>O, pero no. Simplemente, están ahí tirados por la calle como si fueran un montón de colillas de cigarrillos por las que alguien no se quiso molestar. Yo lo haré. De hecho, Sue y yo competimos por ellas. El otro día después de ganarme al levantar el primero en un paseo donde hallamos tres me dijo: "Imagínate, tal vez haya veinte o treinta mil de éstos tirados por las calles de este país en este mismo instante. Piensa en toda la buena suerte que alguien podría tener." Esa es, por supuesto, la razón por la que uno debería creer en los centavos en lugar del Ratón Pérez. Traen buena suerte: más que las herraduras, los tréboles de cuatro hojas o incluso que apostar por las fechas de cumpleaños cuando juegas a la lotería. ¡Mucha, mucha suerte!

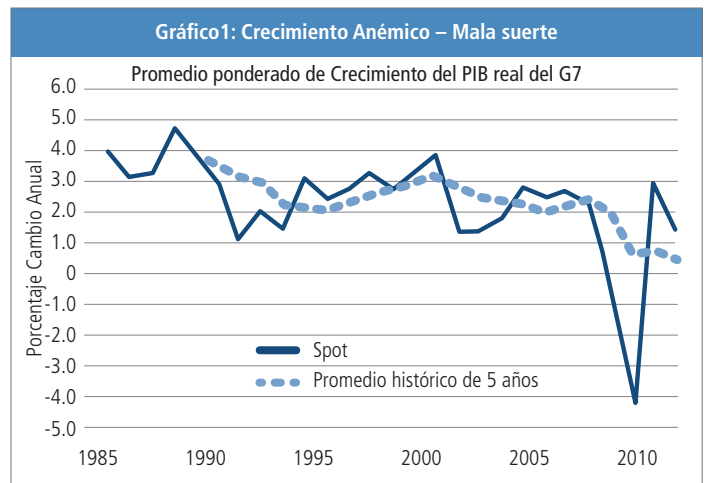
Hay una teoría que dice que la suerte depende de si el centavo se encuentra de cara o de cruz. En realidad, nunca pude comprobar esta correlación estadísticamente. La competencia entre Sue y yo es tan feroz que la posición del centavo pasa desapercibida mientras nos empujamos mutuamente para ser el descubridor oficial y por tanto el proveedor de la buena suerte ese día. Cuando Sue llega primero, me lo entrega con un aire petulante para que lo guarde bien, ya que sus pantaloncillos cortos no tienen bolsillos. Yo lo acepto resignado, a la vez que examino los alrededores en caso de que hubiera sido una "lluvia" de centavos de algún escéptico la noche anterior.

Esto nos lleva a una pregunta interesante. Si alguien tira un centavo ¿le trae mala suerte? No estoy seguro pero por las dudas no me arriesgo. Deberían evitarse a toda costa esos contenedores cerca de la caja del comercio local que dicen "Deje un Centavo, Lleve un Centavo". Dejar un centavo se asemeja tanto a tirarlo en la calle que podría ser un mal agüero equivalente a gatos negros, espejos rotos o caminar por debajo de escaleras. Además de los centavos, tengo otro consejo para las monedas de cinco, diez y veinticinco centavos que encuentren tiradas en la calle. No las toquen. Lo primero y principal es que no traen buena suerte y lo segundo es que tienen miles de millones de gérmenes. Nunca me gustaron los gérmenes de ninguna clase.

Puedo arriesgarme con las monedas de un centavo pero no voy a levantar una moneda de veinticinco centavos por muy valiosa que sea. Además, ¿a quién se le ocurre que pueda haber monedas bañadas en plata tiradas en la calle en primer lugar? Según la teoría de la eficiencia de los mercados, alguien ya debió haberlas levantado. Encuentren y guarden los centavos. ¡Traen mucha... mucha suerte!

Hablando de suerte, la pregunta del día en materia de inversión es "¿se puede resolver una crisis de deuda con más deuda?" Ya sean centavos o no. Desde Lehman en 2008 los políticos se han esforzado por responder afirmativamente esta pregunta recurriendo a un variado arsenal de bazucas y pistolas de juguete: Tasas de interés de 0%, sucesivos programas de flexibilización cuantitativa con un twist y, por supuesto, ahora el gran plan Europeo que incluye iniciativas como la quita de deuda griega, recapitalizaciones bancarias de las entidades de depósito europeas y el apalancamiento de su singular "FEEF" (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera) que requiere 17 votos separados cada vez que se requiere introducir una enmienda. Vaya manera de hacer las cosas. Así y todo, los inversores siguen aferrándose a la idea de que una vez que se implemente el gran plan en la zona euro y mientras que los EE.UU., el Reino Unido y Japón puedan jugar al Scrabble con la letra "Q" de 10 puntos, ellos podrán hacer lo que quieran con los mercados. No siendo de tirar perlas a los cerdos ni a los pequeños PIGS Europeos dado el caso, yo podría estar de acuerdo con esto pero con una importante salvedad: Siempre y cuando estas políticas generen crecimiento.

El crecimiento es el elixir que hace desaparecer todos los dolores, achaques y enfermedades graves. ¿Que la deuda soberana es demasiado alta? Sólo crece para salir de ella. ¿Que el desempleo llegó a niveles máximos históricos? El crecimiento genera empleo. ¿Que los mercados de renta variable están deprimidos? Nada que una buena dosis de crecimiento no pueda subsanar. Pero el crecimiento es actualmente la materia prima que escasea en el mundo como muestra el Gráfico 1. Ningún país, ni siquiera China, tiene suficiente y muchos de los países desarrollados (especialmente en la zona euro) parecen encaminarse hacia una recesión.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

La falta de crecimiento, como explicamos en los Outlooks durante los últimos años, es estructural y no cíclica, y por lo tanto relativamente inmune a bajas tasas de interés o a políticas fiscales que estimulan el consumo. 1) La globalización, 2) la innovación tecnológica, y 3) el envejecimiento demográfico global se han combinado para disminuir el impacto de las políticas de ajuste tras Lehman y continuarán ejerciendo inexorablemente su magia negra en el futuro. Para vencer a este vudú estructural incomprendido, los países tendrían que acuñar miles de millones de centavos, hacer como que los pierden y luego de manera increíble, encontrarlos de nuevo tirados por las calles de sus ciudades como si fuera una caza global de huevos de Pascua. Esto no va a suceder.

La situación, por supuesto, está agravada por los elevados niveles de deuda y gasto público que han servido tradicionalmente para reactivar el motor privado del sistema capitalista. Sin embargo, como demostraron los economistas Rogoff & Reinhart en su texto histórico, *Esta Vez es Diferente*, una deuda soberana a niveles del 80-90% del PIB actúa como una barrera para el crecimiento. Dado que el servicio de la deuda y los diferenciales en las tasas de interés comienzan a subir a estos niveles de deuda, un porcentaje cada vez mayor de la producción de una nación debe necesariamente canalizarse a los acreedores que a su vez se vuelven más reacios a reinvertir en una economía en desaceleración. Si

---

esto no se detiene a tiempo, el círculo virtuoso se vuelve vicioso en su contra reacción reflexiva, como un espiral hacia una trampa de deuda/liquidez a la manera de las décadas perdidas en Japón.

Lo que intenta lograr la actual política monetaria es detener esta espiral negativa. Con políticas fiscales increíblemente restrictivas en lugar de expansivas en la mayoría de los países desarrollados, los bancos centrales han tomado control del timón, pero ha sido un período largo y relativamente inútil. Los problemas de crecimiento estructural de las economías desarrolladas no pueden resolverse ni con un centavo mágico, ni con un billete mágico de un billón de dólares. **Si (1) la globalización impide la contratación de trabajadores nacionales porque existen alternativas más baratas en países en vías de desarrollo, entonces los rendimientos históricamente bajos de la deuda no podrán hacer mucho por cambiar la mentalidad de quienes toman las decisiones en las empresas. Si (2) la innovación tecnológica está destruyendo las tiendas minoristas de libros y discos así como teatros y centros comerciales en todo el país debido a las ventas por Internet, entonces ¿qué les importa a Macy's o a Walmart tener unos "cap rates" bajos a la hora de planificar la futura expansión de sus tiendas? Si (3) la generación de los baby boomers en EE.UU. y la zona euro está comenzando a retirarse o al menos a plantearse más en serio su retiro, ¿por qué tasas de interés más bajas les van a hacer gastar más?** De hecho, los ahorristas tendrán que ahorrar más tan sólo para alcanzar sus expectativas de ingresos para el retiro procedentes de certificados de depósito bancario o de bonos del Tesoro que solían rendir 5% y ahora ofrecen un rendimiento prácticamente nulo.

Mi pregunta inicial – "¿Se puede resolver una crisis de deuda creando más deuda?" debe seguir respondiéndose negativamente, porque dicha deuda, por muy bajas que sean las tasas, no está creando crecimiento. En su lugar, estamos viendo una creación mínima de empleo, niveles de inversión históricamente bajos, un consumo que se transforma en ahorro y un crecimiento del PIB menor que el correspondiente a la Nueva Realidad. El paralelismo bíblico que trazan Rogoff/Reinhart de siete años de vacas gordas seguidos por siete años de vacas flacas probablemente no será desmentido en este ciclo. El único término que falta en la ecuación sería

saber cuántos años de vacas gordas tuvimos realmente. Yo sugeriría que fueron más de siete.

Las implicaciones para las inversiones son muchas pero muy inciertas. Los mercados de renta variable deberían estar dominados por las tasas de los dividendos y el retorno del capital mediante la recompra de acciones, en lugar del crecimiento. Un ratio P/E de 15 veces para el mercado equivale de hecho a una tasa de dividendos del 6.5%, lo que no es un retorno malo comparado con el 2% de los Bonos del Tesoro a 10 años, pero un tanto bajo cuando se compara con los bonos corporativos Baa y de alto rendimiento que gozan de una prioridad en el orden de pago sobre los ingresos en un entorno económico global bastante incierto.

A pesar de que los Tesoros a 10 años están al 2%, tasas de crecimiento económico bajas suelen ser favorables para la deuda soberana de alta calidad y es posible que continúe siendo así siempre que continúen los programas de Flexibilización Cuantitativa. Los inversionistas deberían recordar la rentabilidad de la deuda pública en el caso histórico más reciente de deuda soberana global, en un entorno de crecimiento lento o nulo: los JGBs japoneses. Aún después de que las tasas alcanzaran el nivel más bajo posible en el 2003, el retorno de los bonos logró batir la tasa de inflación ya que los tenedores de bonos con vencimientos de 5 y 10 años hicieron "rolldown" de una curva de rendimientos relativamente empinada, lo que les permitió añadir ganancias de capital a intereses por cupón mínimos. La misma estrategia se puede conceptualizar en los EE.UU. Un rendimiento aparentemente ínfimo del 1% de los bonos del Tesoro a 5 años se transformaría en una rentabilidad anual del 2% al permitirle que "envejezca" 12 meses y que se convierta en un bono de 0.75% a 4 años con un alza del precio del 1%. Casi como encontrar un centavo de la suerte, pero dependiendo por supuesto de que la política de la Fed no dé señales de moverse del objetivo de los 25 puntos básicos.

Sin embargo, uno no debería perderse demasiado en la tierra de los sueños de los bonos japoneses. Las economías desarrolladas, incluyendo a los EE.UU., han registrado una inflación del 3% o más, en medio de una economía consistente con la Nueva Realidad cuando las expectativas hace 12 meses eran de un avance de los precios mucho

menor. Las políticas monetarias y fiscales gubernamentales generaron un crecimiento real demasiado bajo pero provocaron un aumento desproporcionado de la inflación. Mientras que la “brecha de capacidad productiva” evidenciada por las altas tasas de desempleo podría en circunstancias normales contener el aumento, hasta la fecha no lo ha hecho. La respuesta podría encontrarse en la angosta brecha de capacidad productiva de las economías en vías de desarrollo y la transmisión de su inflación a los EE.UU., Reino Unido y la Zona Euro.

Mi argumentación en lo que respecta a la deuda no pretende desalentar la inversión en activos de renta fija a pesar de las bajas expectativas de rentabilidad sino sugerir que los portafolios deberían evitar las emisiones de largo plazo en las que las primas de inflación dominan el resultado. A pesar del programa twist de la Fed, que promete absorber casi toda la oferta de emisiones de 20-30 años en los próximos 6 meses, los programas futuros de Flexibilización Cuantitativa insinuados por Yellen y Dudley, dos de los tres Mosqueteros de la Fed, podrían empujar al alza las tasas de largo plazo dado que el objetivo de su política es una tasa de inflación del 2%+. Los inversores deberían considerar refugiarse en los vencimientos entre 1 y 10 años que ofrecen rentabilidades totales incluyendo *rolldown* del 2-3% con un riesgo de duración mucho menor. Además, los bonos hipotecarios de Agencias están de vuelta en el menú de la Fed y pueden convertirse en un “especial” ofrecido en los próximos meses.

En resumen, con ganancias y tasas de los bonos cercanas a sus niveles históricos más bajos a consecuencia de la falta de crecimiento real en las economías desarrolladas, los inversores necesitarán encontrar muchos centavos para generar rentabilidades que superen el 5% en bonos o en renta variable. Es muy probable que los fondos de pensiones, los políticos de Washington y, sin duda, los inversores de Main Street esperen mucho más. Uno de los grandes problemas de una economía basada en activos es que, una vez que las tasas de interés se aproximan a cero y el precio de los flujos futuros de efectivo descontados es elevado, es difícil generar mucho más si no viene acompañado por crecimiento económico. Este parece ser el caso hoy en día. ¡Mala suerte... mucha, mucha mala suerte!

William H. Gross  
Director Ejecutivo

**El rendimiento pasado no es garantía ni es un indicador confiable de resultados futuros.** Todas las inversiones conllevan riesgos y pueden perder valor. Ciertos títulos del Gobierno de los EEUU están respaldados por la confianza total del gobierno, la obligaciones de las agencias gubernamentales de los EEUU; los portafolios que invierten en dichos títulos no están garantizados y su valor fluctuará. Invertir en el mercado de valores está sujeto a ciertos riesgos incluyendo los riesgos del mercado, la tasa de interés, el emisor, el crédito y la inflación. El valor de las acciones puede descender debido a condiciones tanto reales como de percepción generales del mercado la economía y la industria. Invertir en títulos extranjeros y/o domiciliados puede implicar un riesgo superior debido a las fluctuaciones de la moneda y a los riesgos económicos y políticos que pueden aumentar en los mercados emergentes. Los títulos de alto rendimiento, más baja calificación implican un mayor riesgo que los títulos de calificación más alta; los portafolios que invierten en ellos están sujetos a niveles superiores de riesgo crediticio y de liquidez que los portafolios que no lo hacen.

Este artículo contiene la opinión actual del autor pero no necesariamente la del Grupo PIMCO. Las opiniones del autor 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 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 de Pacific Investment Management Company LLC. ©2011, PIMCO.

---

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

---

Amsterdam

---

Hong Kong

---

London

---

Munich

---

New York

---

Singapore

---

Sydney

---

Tokyo

---

Toronto

---

Zurich

pimco.com