



## Velas de medianoche

Un viento helado sopla desde el futuro, calándose en mi dormitorio por la noche generalmente durante aquellas horas de medianoche cuando reina el miedo y la esperanza se retrotrae al inframundo. Este viento es un espectro, un oráculo de oscuridad y eventual muerte, difícil de no tener en cuenta. En el pasado, era meramente un susurro, pero sus decibeles se intensifican a medida que pasan los años. Será oída, esta Parca, esta sombría Parca. Sin embargo en las noches que aúlla más fuerte, lucho contra ella, implorando a gritos mudos que desaparezca, que me deje tranquilo, que todo haya sido una pesadilla. Nunca lo es. Macbeth, el personaje de Shakespeare, lo expresó de una manera más sutil: “¡Consúmeme, consúmeme, breve vela!” Pero las palabras más refinadas no brindan consuelo; el último acto es siempre el mismo.

Aquellos lectores con sesenta años o más sabrán de qué estoy hablando; aún durante las horas del día, uno lee

anuncios necrológicos y toma conciencia de que coetáneos han pasado al más allá. Aquellos más jóvenes se preguntarán qué me ha sucedido, pero yo también alguna vez fui joven. Recuerdo cuando de adolescente acampaba bajo las estrellas con amigos y nos preguntábamos en voz alta acerca del misterio de la realidad, sabiendo que la Parca estaba lejos, tan lejos que la muerte constituía más un tema de análisis filosófico que una realidad inminente. En mis treinta, en la flor de mi estado físico, recuerdo parándome frente al espejo e instruyendo a mi imagen que yo nunca envejecería, que yo de algún modo sería inmortal, que mi yo, que mi ego, sería eterno. Ahora, cuando me miro en el espejo, mis ojos evitan la inequívoca conclusión: soy sólo un hombre más, igual que todos los que ya han existido y existirán. El mundo me sobrevivirá.

¿Qué hacer? Disfrutar de estos años de madurez y aprovechar los dones que he recibido: un cuerpo sano de 65 años,

un trabajo increíble donde aún puedo hacer un aporte valioso, una maravillosa esposa cuya luz radiante amortigua el sonido de mi intruso nocturno. No logro sin embargo aceptar nuestras “muertes polvorientas” o de Macbeth. A medianoche solo existe el miedo y la furia: furia contra esta noche cuyo viento algún día nos llevará a todos.

Este mes resulta difícil hacer una transición suave hacia el tema de las inversiones: ¿mercados que pasan silbando sobre los cementerios? ¿Una economía vampirezca? ¿Una corrección fantasmal en el futuro? Son ideas poco convincentes, así que iré directamente al análisis de por qué en una economía de la Nueva Realidad (1) casi todos los activos parecen estar sobrevaluados a largo plazo, y, por lo tanto, (2) los gobernantes tienen que mantener tasas de interés artificialmente bajas y diseñar medidas de liquidez de apoyo para mantener las economías “con vida”.

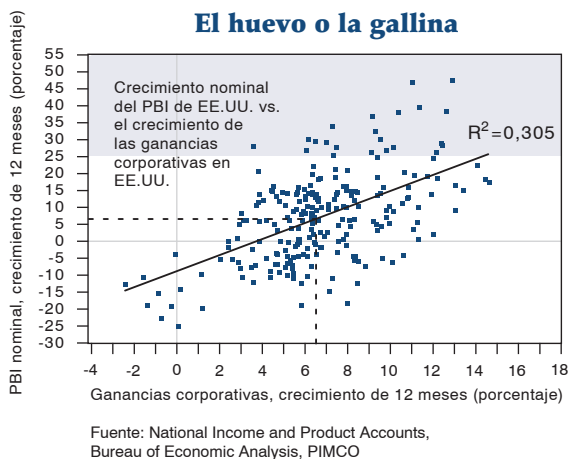
Empezaré resumiendo una tesis de larga data en PIMCO que viene de muchos años atrás: **hace décadas que EE.UU. y la mayoría de las economías del G-7 han recibido una influencia significativa y artificial motivada por la apreciación de activos.** Aumentaron los precios de

las acciones y los bienes raíces, luego los consumidores los hicieron líquidos y gastaron las ganancias de capital, ya sea usándolas como garantía de préstamos o vendiendo directamente. El crecimiento, en otras palabras, fue afectado positivamente por el apalancamiento, la securitización y la creencia de que la creación de riqueza era una función de la apreciación de activos en lugar de la producción de bienes y servicios. Hace tiempo que los estadounidenses, y otros ciudadanos del mundo adictos a un mal similar, aprendieron a enfocarse en los mercados en vez de hacerlo en la base económica que los sostiene. ¿Cuántas veces ha visto por televisión imágenes de personas en Times Square Jumbotron aplaudiendo el anuncio de los últimos valores de crecimiento del PIB o la creación de empleo? Jamás, por supuesto, pero vemos a diario crescendos de apertura y cierre de mercados donde regocijantes capitalistas del NYSE y NASDAQ vitorean el movimiento de los mercados: tanto hacia arriba como hacia abajo. Mi punto es que los precios de los activos no sólo están fijos en nuestra psiquis sino también en la tasa de crecimiento de nuestra economía. Si no aumentan, las economías no andan bien, y cuando descienden, la economía puede tornarse espantosa.

Para algunos, es posible que esto suene como el problema del huevo y la gallina porque, naturalmente, ambos factores se mueven en conjunto. En general lo hacen, y así debería ser. Como señaló una nota reciente en el *New York Times* titulada “¿Burbuja Dow?” (“*Dow Bubble?*”), las acciones y el crecimiento nominal del PIB deben estar correlacionados porque las utilidades y el PIB nominal también están correlacionados. Observe el Cuadro 1 de PIMCO, elaborado por Saumil Parikh, que cubre un período de 50 años. Aunque la correlación  $R^2$  es tan solo de 0,305, cosa que es de esperar, las ganancias son también una función de las respectivas entidades que se alimentan en el comedero de crecimiento del PIB: corporaciones, mano de obra, el gobierno y otros países. A estas entidades les va bien cuando las corporaciones y sus ganancias ascienden; pero caen por debajo de la línea de mejor

preparado que aparece en el cuadro cuando esto no sucede. Note también, que en una economía en funcionamiento normal, creciendo a un PIB nominal del 6 al 7%, las ganancias crecen al mismo ritmo. (Existen distorsiones notables en las colas de la distribución del crecimiento.) Y si las ganancias a largo plazo coinciden con el crecimiento nominal del PIB, entonces teóricamente deberían hacerlo también los precios de las acciones.

Pero no es así. Lo que ha sucedido es que nuestra economía basada en “activos de papel” ha impulsado no sólo los precios de las acciones sino también de todos los precios de activos, elevándolos a niveles superiores al crecimiento económico que se necesita para justificarlos. Es cierto que hay que tener cuidado con los datos iniciales y finales en cualquier “demostración” teórica. Tal es la falacia de las Acciones para el largo plazo (Stocks for the Long Run) de Jeremy Siegel, que comienza con valores muy bajos para la relación precio-ganancia y termina la mayoría de los períodos de largo plazo con valores muy superiores, justificando un retorno real “constante de Siegel” del 6,5% para las acciones estadounidenses durante aproximadamente los últimos 75 años. Es posible que también sea una debilidad de



**Gráfico 1**

la nota "Burbuja Dow", del *New York Times*, donde los autores sostienen que como el valor medio del Dow Jones era de 4.000 en 1995, una correlación paso a paso del 100% con el crecimiento nominal del PIB desde entonces arrojaría una valuación razonable de 7.800 y no el valor actual de 10.000.

Habiendo aclarado este punto, permítanme presentar el Cuadro 2: un cuadro de PIMCO de largo plazo (medio siglo) comparando la tasa de crecimiento anual porcentual de una categoría de activos mucho más amplia que sólo acciones, en relación con el PIB nominal. No hagamos de esto un tema exclusivamente del mercado de acciones, extendámoslo a los bonos, a los bienes raíces comerciales, y todo lo que tenga un precio para ver si esas etiquetas de precio están justificadas por el crecimiento histórico en la economía.



Gráfico 2

Esta comparación usa un formato diferente: una curva suavizada, graficando la tasa de crecimiento de la valuación de los últimos cinco años para todos los activos estadounidenses desde 1956 vs. el crecimiento económico correspondiente. Varios puntos interesantes. Primero de todos, los activos no siempre se apreciaron más rápidamente que el PIB. Durante las primeras décadas de esta historia, el crecimiento económico, no la riqueza en papel era el rey. Nos enriquecíamos fabricando cosas, no papel. Sin embargo, desde principios de la década de 1980, el culto del mercado, que incluyó el desarrollo de derivados financieros y el uso creciente del apalancamiento comenzaron a dominar. Una larga historia, interrumpida sólo por las respuestas negativas generadas durante las recesiones de principios de la década de 1990, 2001–2002 y 2008–2009, produjo un aumento sostenido en los precios de los activos en relación con el PIB nominal, que llevo a una ventaja en la apreciación media del 1,3% anual a lo largo de 50 años.

**Esa es otra manera de decir que a un inversor le habría ido mucho mejor si hubiera invertido en papel en vez de hacerlo en fábricas o maquinarias o los componentes necesarios de una fuerza laboral capacitada. Estábamos, de hecho,**

**vaciando nuestro futuro productivo a expensas de papeles sin valor, como las hipotecas subprime, las compañías puntocom o, en parte, las acciones blue chip y los bonos de grado de inversión/gobierno.** Poniendo una computadora a calcular en forma compuesta este desempeño superior anual del 1,3% durante 50 años, arroja un valor del doble, llevando a la conclusión que el retorno de todos los activos superó en un 100% (o 15 billones, un año del PIB de los EE.UU.) lo que hubiera sido en teoría. En otras palabras, el apalancamiento financiero impulsó los precios de acciones, bonos, viviendas y centros comerciales hacia niveles extraordinarios de valuación, al menos en comparación con 1956, y podría haber una devolución de gentileza en el futuro a medida que el apalancamiento se transforma en desapalancamiento y el crecimiento nominal del PIB vuelve a la posición ganadora.

Por supuesto que esta sobrevaluación del 100% obtenida a partir de picos de precios recientes es burda, simplista y exageradamente pesimista. Implica que las acciones podrían estar a (¡respire hondo!) un Dow Jones de 7.000, y los precios de las viviendas (¡respire hondo!) deberían ser la

mitad en relación con los niveles de 2007, y que los bienes inmuebles comerciales (los hoteles en Las Vegas, los edificios de oficinas en grandes ciudades que están desocupados en un 20%) también deberían enfrentarse con la guillotina del desapalancamiento. Algunos de estos ajustes de precios ya se han producido, y para ser justos, los bonos corporativos y de alto rendimiento también deberían arrojar a este vórtice de precios excedidos que se parece más a un agujero negro que al capitalismo basado en la riqueza de papel al estilo estadounidense. Este es el punto donde se complica sin embargo, porque los gobernantes (la Reserva Federal, el Tesoro y la FDIC) reconocen la dificultad de la situación, tal vez no con el mismo modelo o en la misma magnitud, pero reconocen que los precios de los activos deben ser respaldados para poder generar un crecimiento positivo futuro del PIB nominal que se aproxime a los valores históricos normales. El virus ha infectado a demasiadas partes del cuerpo de la economía, durante demasiado tiempo, como para cortarlo en seco. El ejemplo japonés durante los últimos 15 años constituye un excelente punto de referencia histórico. Su flexibilidad cuantitativa y tasas de interés de corto plazo cercanos al 0% finalmente

detuvieron la deflación de los mercados de acciones y bienes raíces, pero a pérdidas porcentuales mucho mayores, dando como resultado una economía que apenas manifiesta signos vitales en lugar de estar enterrado dos metros bajo tierra. El objetivo actual de los gobernantes globales es hacer lo mismo: mantener con vida al paciente capitalista mediante el respaldo a los precios de activos, al ritmo de la “vieja realidad” si es posible, un 6% en términos de PIB nominal estadounidense, o dos metros por encima de la tierra.

Ese respaldo por supuesto, se presenta de diversas maneras. Garantías del sistema financiero, recapitalización de bancos a través de TARP, TAF, TALE, PPIF; y, en Europa y el Reino Unido, financiamiento a plazo con bajas tasas de interés, nacionalizaciones parciales de bancos y programas de adquisición de activos similares a los Estados Unidos. En el caso de los Estados Unidos, el monto del respaldo financiero implícito y explícito provisto por los gobernantes sea tal vez de hasta \$5 billones, que respalda en parte la sobrevaluación de \$15 billones de los activos calculados teóricamente en el modelo de PIMCO (100% del PIB nominal). Es interesante el abordaje diferente de China que está poniendo una cantidad

equivalente de billones en su economía real para fabricar cosas en lugar de respaldar el papel, aunque solo sea porque las exportaciones están en el corazón de su crecimiento económico y no se han contagiado del virus estadounidense o sufrido, me imagino, un “corte de papel”.

En el centro de la política de respaldo estadounidense están las tasas “extraordinariamente bajas” o del 0%. Cuanto tiempo mantendrá la Fed esta política dependerá de la velocidad de recuperación del PIB nominal y de las proporciones de crecimiento real y de inflación que compongan a esa tasa nominal. **Intuyo que el PIB nominal deberá presentar signos realistas de estabilización en un valor cercano al 4% antes de que la Fed esté dispuesta a arriesgarse a aumentar las tasas. El costo actual incorporado de los mercados de deuda estadounidense es cercano al 6%, y el PIB nominal debe crecer hasta estar cerca de ese nivel para que los gobernantes logren evitar que continúe la deflación de deuda en los balances corporativos y familiares.** Aunque es probable que la economía estadounidense se aproxime a un crecimiento nominal del 4% en la segunda mitad del 2009, es debatible su capacidad para sostener

esos niveles una vez que se disipen los efectos del rebalanceo de inventarios y el cebado del bombeo fiscal. Es probable que la Fed requiera 12 a 18 meses de crecimiento nominal superior al 4% antes de abandonar el valor de referencia del 0%.

Otra manera de analizar este tema es el siguiente: parece un asunto de sentido común pensar que, debido a las pérdidas de valor de mercado de activos durante los últimos 18 meses, la Fed debe mantener muy bajas las futuras tasas de interés reales y nominales. Dado que las cuentas 401(k) han migrado a ser 201(k), y ahora 301(k), el sentimiento riqueza negativo debe ser estabilizado para reintegrar al sector privado dentro de la economía actual. Volver a normalizar los diferenciales de riesgo —las acciones, bonos de grado de inversión y de alto rendimiento— es otra forma de describir esta base esperada para el crecimiento futuro. PIMCO estima que este proceso está completo en un 80 a 85%, lo cual brinda el potencial de un resultado positivo, del lado correcto de la calle, aunque todavía con implicancias de la Nueva Realidad. No obstante, los inversores deben reconocer que, si no fuera por las garantías de la Fed, el Tesoro y la FDIC, así como el mantenimiento de las

tasas punitivas del 0% para plazos cortos que obligan a los inversores a comprar alguna cosa, cualquier cosa, con su dinero en efectivo, los diferenciales de riesgo podrían volver a aumentar en lugar de estabilizarse.

Este análisis algo detallado sobre las tasas de referencia de la Fed debería traernos de vuelta a mi tesis original con respecto a por qué es importante que se mantengan bajas: la apreciación de activos en los EE.UU. y otras economías del G-7 ha estado artificialmente elevada durante años. Para evitar que los precios se hundan a niveles aún inferiores a las caídas recientes con valores promedio del 30% para acciones, viviendas, bienes raíces comerciales y determinados bonos de alto rendimiento; los bancos centrales deben mantener las tasas de referencia a niveles históricamente bajos durante un período prolongado de tiempo. **Si las tasas de referencia están a niveles artificialmente bajos, entonces los inversionistas en bonos deberían reconocer que estos compradores artificiales de notas y bonos (programas de flexibilización cuantitativa y fijación de la moneda china) han comprimido casi todas las tasas de interés.** Aunque es posible que esto sostenga los precios

de los activos —incluidos los papeles del Tesoro en la parte corta e intermedia de la curva—, al mismo tiempo brinda poca compensación en términos de ingresos futuros. Lógicamente, los inversionistas notan esta inevitable conclusión al referenciar las Letras del Tesoro a 0,15%, las notas a dos años a menos del 1%, y los vencimientos a 10 años a un magro 3,40%. En ausencia de un impulso deflacionario, esto es todo lo que un inversor en bonos del tesoro puede esperar. Lo que uno ve en el mercado de bonos es frecuentemente lo que uno puede obtener. Ampliando el concepto al mercado de bonos estadounidenses en general (hipotecas + bonos corporativos de grado de inversión), el mercado total de bonos rinde sólo un 3,5%. Para obtener más que eso, los bonos de alto rendimiento, las hipotecas con

problemas de cumplimiento de pagos y las acciones atraen a un inversionista cada vez más seducido por las esperanzas de una recuperación en forma de V y por las normas del mercado de la “vieja realidad”. Es poco probable que esto suceda, y a este punto los riesgos son mayores que las recompensas. Los inversionistas deben reconocer que, si los activos se aprecian a la par de un PIB nominal, un retorno del 4-5% es lo máximo que pueden esperar, aún con tasas de referencia anormalmente bajas. Enójese, enójese con esta conclusión si lo desea, pero esta recuperación de seis meses en activos de riesgo, aunque sigue recibiendo el respaldo continuo de los gobernantes de la Fed y del Tesoro, probablemente está en su punto máximo. Consúmeme, consúmeme, breve vela.

William H. Gross  
Director Gerente

*El desempeño en el pasado no constituye garantía ni indicador confiable de resultados futuros. La inversión en el mercado de bonos está sujeta a ciertos riesgos, entre los que se incluyen aquellos relacionados con el mercado, la tasa de interés, el emisor, el crédito y la inflación. Las inversiones pueden valer más o menos que el costo original al momento de su amortización. Determinados valores del Gobierno estadounidense están respaldados por la plena fe del gobierno, las obligaciones de agencias y autoridades del Gobierno estadounidense están respaldadas en diversos grados, pero generalmente no están respaldados por la plena fe del Gobierno estadounidense; las carteras que inviertan en dichos valores no están garantizadas y su valor fluctuará.*

R al cuadrado (R<sup>2</sup>) es una medida descriptiva con valor entre cero y uno que indica el grado en que un término predice a otro.

*Esta es una comunicación estrictamente confidencial y no divulgable entre PIMCO y sus instituciones seleccionadas. Este artículo contiene las opiniones actuales del autor, pero no necesariamente las de PIMCO, y dichas opiniones están sujetas a cambios sin aviso previo. El artículo se ha distribuido con fines informativos exclusivamente. Los pronósticos, las estimaciones y determinada información que contiene, se basan en investigaciones propias y no deben considerarse como asesoramiento para inversiones ni como recomendación de algún valor, estrategia o producto de inversión en particular. Asimismo, este artículo no debe interpretarse de ninguna manera como una oferta o requerimiento de compra o venta de ninguna acción o instrumento financiero relacionado, ni debe interpretarse de ninguna manera como una oferta pública de ninguna acción o instrumento financiero relacionado. La información que contiene el presente artículo se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, pero no están garantizadas. Este artículo contiene información dirigida únicamente a una persona específica y no está concebida para distribución ni uso por parte de ninguna otra persona que no sea el destinatario. Si usted no es el destinatario nombrado, sírvase notificar inmediatamente a quien la envió si ha recibido esta comunicación por error. Se prohíbe la reproducción de cualquier parte de este artículo de cualquier forma, o la referencia a éste en cualquier otra publicación, sin la obtención previa de un permiso específico escrito de Pacific Investment Management Company LLC. ©2009, PIMCO.*

#### **IO Podcast...**

Para descargar el **IO Podcast** de Bill Gross, consulte [pimco.com](http://pimco.com) o iTunes.com.

#### **Facebook...**

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

#### **twitter...**

Manténgase en contacto con PIMCO. Busque “PIMCO”.

**P I M C O**

1345 Avenue of the Americas

New York, NY 10105

212.739.3599

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