



## En el Circuito hacia una Nueva Realidad

Analizar por qué la gente juega al golf es cómo explorar las complejidades de la teoría de las cuerdas: hay tantas permutaciones carentes de observación científica que los físicos o los golfistas puede muy bien decir cualquier cosa que se les ocurra y la explicación puede ser aceptada como correcta. Cuando llega el momento de pegarle a esa pequeña pelota blanca, las posibilidades son prácticamente infinitas: la gente juega para relajarse, para estar con amigos, para estar más cerca de la Madre Naturaleza, para ampliar conexiones comerciales o para competir y superarse. Más aun, la verdad es que la explicación Zen de por qué jugamos al golf podría parecerse incluso al antiguo proverbio sobre escalar una montaña: la gente juega al golf porque el golf está ahí. Cualquiera sea la razón, es el juego más frustrante y detestable que jamás se haya inventado, alternativamente elevando o deprimiéndote en el breve lapso de unos minutos. Amo el golf. No, lo detesto.

Personalmente, la razón por la que el golf me atrae a su intrincada telaraña de trampas psicológicas está resumida en un sencillo trofeo de seis pulgadas: una pelotita de color verde-amarilla que descansa en una base de caoba, muy oronda en un estante del salón familiar de nuestra casa en el desierto. Su inscripción dice: "Hoyo en uno, 15 de marzo de 1990, hoyo 14 del Circuito del Desierto, 155 yardas". Todo muy bien, supongo –el hoyo en uno de mi vida–, excepto que no lo fue. Fue el hoyo en uno de mi esposa. Arriba de la inscripción, está el nombre de Sue –no de Bill– Gross. Fue un muy buen tiro, pero no fue *mi* tiro, y supongo que allí reside la explicación de por qué continúo jugando al golf.

En realidad, hace dos años yo sí jugué al golf en el agobiante calor de 105 °F del desierto de Palm Springs. Nadie, por supuesto, estaba lo suficientemente loco como para acompañarme, incluyendo a mi "hoyo en uno" modélica esposa, quien estaba tomando una limonada fría en la comodidad del aire acondicionado de nuestra casa. Ahora bien, hay una regla "no escrita" en el golf que dice que, para ser oficial, un hoyo en uno tiene que tener testigos, y que uno debe jugar los 18 hoyos. De lo contrario, supongo, uno podría quedarse en el punto de salida con un balde de pelotitas y pegarle a cientos o miles hasta que alguna de estas pequeñas decidiera meterse en el hoyo. El hecho es que, en ese día en particular, estaba jugando sólo una bola, pero estaba solo, y – ¡mi Dios! – ¡la pelotita entró! El trofeo con la base de caoba y la pelotita de color blanco Titleist diría: "Hoyo en uno, 7 de junio de 2007, hoyo 17, Circuito de la Montaña, 139 yardas". ¿O no fue cierto? ¿Hace ruido un árbol al caer en el medio de un bosque si no hay nadie allí? ¿Es un hoyo en uno un hoyo en uno si nadie más lo vio? Lo digo enfáticamente: ¡sí! La maldita pelotita entró y más tarde ese día Sue estuvo de acuerdo conmigo (aunque tenía una mirada picara, especialmente porque no sabía nada acerca de las reglas del golf). Nadie más sin embargo. Nadie más está de acuerdo conmigo. Ni un solo alma. Sospecho que están celosos y, de hecho, he visto a algunos de ellos pegarle a baldes de pelotitas al atardecer desde ese mismísimo punto de partida, cuando creen que nadie los está mirando. Sin embargo, yo los estoy mirando, y eso nos trae a una pregunta interesante. Si logran meter la pelotita, ¿sería el de ellos un hoyo en uno

porque yo fui testigo? Como dije antes: es un juego detestable.

La pregunta de si “un hoyo en uno es o no un hoyo en uno” puede que no le parezca la más crítica del momento, y yo estaría inmediatamente de acuerdo. La pregunta “¿tendremos una Nueva Realidad para la economía global (y el mercado de inversión)?” es probable que usurpe los primeros puestos, incluso en la lista de Tiger Woods. Quien mejor contrastó la dicotomía entre la “nueva” y “vieja” realidad ha sido tal vez Barton Biggs, a quien escuché en la Radio Bloomberg a principios de 2009, cuando dijo ser un “fruto del mercado alcista”. Me pareció una frase brillante, y Barton es brillante para acuñar frases. Aunque después continuó diciendo que su punto era que, durante todo el tiempo en que el ha estado en el negocio –y eso es mucho tiempo– siempre ha redituado comprar durante las caídas porque los mercados, las economías, las utilidades y los activos siempre se recuperaron y fueron a niveles más altos. Esta no es solo la manera en que el lo aprendió, pero también la manera, básicamente, en que se supone funciona el capitalismo. Las economías crecen, las utilidades crecen, tal como los niños lo hacen. Creo que por eso dijo que era un *fruto* del mercado alcista, no porque lo haya experimentado durante tanto tiempo, sino también porque el crecimiento económico y los incrementos de precios de los activos son casi invariablemente una evolución natural, muy similar a la maduración de una persona. Esa es la manera en que las personas crecen, y por eso pienso que Barton estaba diciendo que el capitalismo crece de la misma manera.

**Bueno, la sorpresa es que ha habido una interrupción sustancial en ese patrón de crecimiento, debido al des-apalancamiento, la des-globalización y la re-regulación.**

La combinación de estos tres factores, para nosotros en PIMCO, significa que si uno es un niño del mercado alcista ha llegado la hora de madurar y convertirse en adultos castos; es hora de reconocer que las cosas han cambiado

y que continuarán cambiando en los próximos, sí, los próximos 10 años y tal vez incluso los próximos 20. Nos dirigimos a lo que llamamos la Nueva Realidad, que es un período en el cual las economías crecen muy lentamente en vez de hacerlo como la maleza, o como los niños lo hacen; en el cual las utilidades son relativamente estáticas; el gobierno juega un rol significativo en términos de déficits y re-regulación y control de la economía; los consumidores dejan de comprar hasta que tienen la lengua afuera y comienzan, como lo están haciendo en Japón (para ser un poco mórbido), a ahorrar para la tumba.

Este foco en la tríada DDR – des-apalancamiento, des-globalización y re-regulación – puede ser conceptualmente entendible, pero es sin embargo difícil de comprender en su totalidad. ¿Por qué es que estos factores conducirán necesariamente a una nueva realidad de crecimiento más lento? El siguiente enfoque puede ser un poco más fácil de entender y se alimenta del mismo concepto, pero lo extiende un poco más lejos al sugerir que las DD y la R conducen a la ruptura de un número de modelos de negocios o económicos que podrían cambiar para siempre el mundo que alguna vez conocimos, y convertir incluso a Barton Biggs en un adulto casto. Son los siguientes:

- 1) **Capitalismo al estilo de los Estados Unidos y la producción de papeles en lugar de cosas.** Inherente a la “gran moderación” de los últimos 25 años fue la aceptación de una suerte de mercantilismo invertido. Los Estados Unidos consumirían, y después imprimirían activos de papel y deuda para pagarlo. Los países en desarrollo (y muchos desarrollados) producirían cosas, y aceptarían los títulos estadounidenses a cambio. El juego terminó, y a menos que los países en desarrollo (China, Brasil) asuman su rol y generen una ética de consumo propia, el mundo crecerá a un ritmo más lento.

2) **Crecimiento del sector privado versus impulsado por el sector público.**

La mano invisible de la libre empresa está siendo reemplazada por el puño visible del gobierno, una condición temporalmente necesaria, pero (si se torna permanente) detestable en términos del crecimiento y las utilidades futuras. El anteriormente exitoso “sistema bancario en la sombra” está siendo regulado y des-apalancado. Quizá exageremos si decimos que nuestro sistema financiero está en camino a convertirse en un legendario “endeble de 110 libras”, pero pueden estar seguros que no se verá como Charles Atlas en el futuro cercano. ¡Prepárese para que le pateen arena en la cara, si cree que es “un niño del mercado alcista”!

3) **Liderazgo económico global.** Es prematuro otorgar el siglo veintiuno a los chinos en vez de a los Estados Unidos, pero si los últimos seis meses son un ejemplo, China se está pareciendo a Muhammad Ali de pie sobre Sonny Liston, en 1964, gritando: “¡Levántate, oso grande y feo!”. No sólo ha gastado China tres veces la cantidad de dinero (en relación al PIB) para reavivar su economía, sino que se las ha ingeniado para crecer a un ritmo “casi normal” del 8% en comparación con nuestros números recesivos con “R mayúscula”. Sus mercados de valores, aunque volátiles y ligeramente regulados, casi se han duplicado en doce meses, haciendo que los nuestros se parezcan más a ese oso feo que a un toro salvaje.

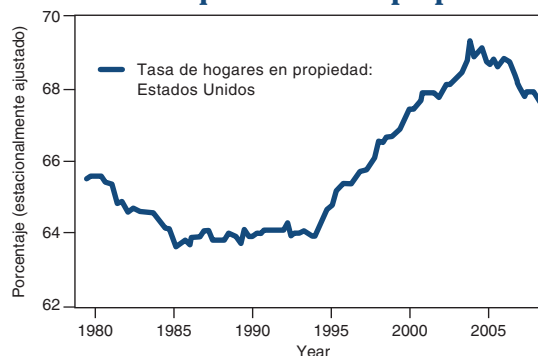
4) **Vivienda y empleo en los Estados Unidos.** Los modelos inmobiliarios de la antigua realidad alentaban la compra de la vivienda propia en los Estados Unidos, alcanzando un pico del 69% de los hogares según indica el Gráfico 1. Las tasas de interés subsidiadas y

deducibles de impuestos, así como una respuesta regulatoria complaciente a las Agencias del gobierno tales como FNMA y FHLMC, promovieron un boom inmobiliario de largo plazo y ahora un estallido inmobiliario sustancial. El mercado inmobiliario no puede sacarnos de esta recesión con mayúscula, más allá de lo que puedan sugerir las cifras recientes sobre los precios de inmuebles de Case-Shiller. El modelo esta roto, aunque sólo sea porque el porcentaje de propietarios está bajando, no aumentando, llegando al nivel, tal vez de la Nueva Realidad, de 65%, en lugar de 69% de los hogares estadounidenses.

De modo similar, la financiación de activos a través del sistema bancario en la sombra condujo a una era de consumismo en los EE.UU., porque el endeudamiento estaba disponible, las tasas de interés eran bajas y la vida se volvió muy fácil. Las tasas de ahorro cayeron en picada del 10% al -1%, en la medida en que muchos (si no la mayoría) supusieron que no había razones para ahorrar, porque la segunda hipoteca pagaría todo. Ahora las cosas han cambiado, tal vez de modo irreversible. Las tasas de ahorro están aumentando, las tasas de crecimiento del consumo están bajando. Prepárese para la Nueva Realidad.

Gráfico 1

**Más alquiler - Menos propiedad**



Fuentes: U.S. Census Bureau/Haver Analytics

Podría continuar, y reintroducir los aspectos negativos del envejecimiento de los baby boomers, no sólo en los Estados Unidos sino en el mundo entero. El aumento de los servicios de atención de la salud puede ser positivo para el PIB, pero sólo es positivo si se lo mira desde el punto de vista de una “ventana rota”. Es mucho mejor tener una sociedad joven y saludable que gastar trillones intentando arreglar una que esta envejeciendo y es cada vez más obesa y diabética. Lo mismo va para el tema de la energía. Es mucho más fácil y redituable extraer petróleo de Yates Field, en Texas, o incluso en Prudhoe Bay, que gastar trillones en una nueva sociedad “verde”. Nuestro mundo, y el mundo del mundo, están cambiando sustancialmente, camino a un crecimiento más lento acompañado por una asociación redefinida entre lo público y lo privado.

Las implicancias para las inversiones de esta evolución de la Nueva Realidad no se pueden modelar fácilmente desde una perspectiva econométrica, cuantitativa o estadística. La palabra que define a esta Nueva Realidad es, por supuesto, “nueva”. El inversionista exitoso durante esta transición será aquél con sentido común y, más aun, con poderes de intuición, observación y la disposición para aceptar resultados inciertos. **Por el momento, PIMCO observa que las mayores probabilidades favorecen las siguientes conclusiones estrategias:**

- 1) Las tasas de interés globales se mantendrán bajas durante períodos prolongados.
- 2) El grado y la duración de la flexibilización cuantitativa, la

financiación a término y los esfuerzos de estímulo fiscal son clave para el retorno que tendrán las inversiones futuras de una multitud de categorías de activos, tanto dentro de los EE.UU. como globalmente.

- 3) Los inversionistas deberán seguir anticipando y, si fuera necesario, asociarse a las políticas de los gobiernos, utilizando el apalancamiento y/u otras garantías para su beneficio.
- 4) Las economías asiáticas y las relacionadas con estas (Australia, Brasil) dominarán el crecimiento global futuro.
- 5) El dólar es vulnerable en el largo plazo.

Como jugando en un Campeonato Abierto, los futuros golfistas/inversionistas necesitan jugar de modo conservador y evitar los errores críticos. Una tarjeta “en el par de la cancha” (más algo de alpha arduamente ganada) puede ser suficiente para merecer el trofeo en el mundo de la Nueva Realidad. ¿Hoy en uno? Quizá, si tiene suerte. Pero asegúrese de que alguien esté mirando, y de que sus ojos se enfoquen en la Nueva Realidad. En lo que al golf respecta, incluso Sue, la única persona que me apoyó, me ha pedido que mueva mi pelotita, en su propia base de caoba, lejos de su más auténtica y tal vez todavía solitaria gloria alcanzada por los golfistas de la familia Gross. Que condición más detestable.

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 aquéllos 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. El valor de las acciones puede reducirse debido a condiciones generales, tanto reales como percibidas, relacionadas con el mercado, la economía y la industria. La inversión en valores domiciliados en el exterior y/o denominados en moneda extranjera puede involucrar un riesgo mayor debido a fluctuaciones en las cotizaciones de las divisas, y los riesgos económicos y políticos que pueden ser mayores en mercados emergentes.*

*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 concebido 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](https://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)