



## Pócimas Financieras

*Fui con mis problemas a lo de Madame Rue  
Ya sabes, esa gitana con el diente cubierto de oro  
Que tiene un sitio en la esquina de Vine y la 34  
Vendiendo botellitas de - Pócima de Amor #9*

- Love Potion #9, Circa 1959

Nunca he conocido a ningún administrador de activos que tuviera un diente cubierto de oro, pero sin demasiado esfuerzo visual queda clara la semejanza que existe entre todos nosotros, los “administradores”, y la infame Madame Rue vendiendo la Pócima #9. En vez de amor, nosotros vendemos “esperanza”, pero muy pocos son capaces de cumplir el acuerdo con rendimientos que siquiera atinen a compensar las generosas comisiones que demandamos. La esperanza tiene un precio legítimo, por supuesto, aunque sus promesas nunca se cumplan. Esa es la razón por la que dejamos un billete de cinco dólares en la limosna de los domingos por la mañana, y por la que apostamos una ficha de 25 dólares en la mesa de *blackjack*. El primer caso normalmente lo racionalizamos como un “seguro”, y el segundo como un “entretenimiento”. Sea como sea, ya debo haberme enemistado con los creyentes en el mas allá o con los que realmente creen que en su próximo viaje a Las Vegas van a ganar. Pero mi punto es que aquellos que venden “pócimas” financieras deben ponerle a sus productos un mejor envoltorio porque la historia no está de su lado. El sentido común indica que la industria no puede, en su totalidad, tener un rendimiento mayor al del mercado porque ella es el mercado, y eso lo confirman las estadísticas de largo plazo que revelan un alfa negativo para la clase de administradores activos. Aun así, ¡qué precio tan alto están dispuestos a

pagar los inversionistas! Un artículo reciente de Barron’s destacó que los fondos de acciones extraen en promedio de 99 puntos básicos o, prácticamente, un 1% anual de los portafolios de los inversionistas. Los administradores de renta fija son más benévolos (o menos pretenciosos) con 75 puntos básicos, y muchos fondos del mercado monetario se las ingenian para subsistir con unos míseros 38. Aun así, esos 38 puntos básicos son tan engañosos como el frijol que desaparece debajo del cubilete de un mago callejero. Como hoy en día los fondos del mercado monetario apenas ganan 38 puntos básicos, la mayor parte del rendimiento termina en manos de los administradores financieros. Una pócima poderosamente cara, de eso no hay dudas. Mientras algunos administradores pasivos y de ETFs evitan este absurdo mediante comisiones más bajas, casi el 90% de los \$1.5 billones de dólares en planes 401(k) y otros activos de contribuciones definidas en fondos mutuos están colocados en ofertas activamente administradas con gastos cercanos al 1%. Pagar por esas pócimas durante una era de apreciación de activos con rendimientos de dos dígitos podría haber sido tolerable, pero si los rendimientos oscilan alrededor del 6% – tal como es anticipado por la “nueva realidad” de PIMCO –, entonces el 15% de su ingreso será extraído basado en las seductoras promesas de Madame Rue. La solución, por supuesto, es comparar los rendimientos de largo plazo

con las comisiones, y acercarse a la esquina de Vine y la 34 con la confianza de una persona informada, en vez de la esperanza poliánica de que recibirá el valor adecuado por su dinero. ¡Abajo el hacha, y buena suerte!

Los inversionistas que busquen pócimas de amor o estrategias de inversión exitosas en esta nueva realidad económica, dominada por el des-apalancamiento y la re-regulación, deben focalizarse en ingredientes con una orientación muy macroeconómica, en vez de la minucia que normalmente inunda los medios de comunicación. La más reciente declaración de utilidades trimestrales de Goldman Sachs puede ser una indicación de que al sector financiero le están volviendo los colores a la cara, pero en realidad no nos dice qué debería suceder para que la economía real también se estabilice. **Mi último comentario en el *Investment Outlook* del mes pasado, sobre la importancia de los salarios y las tendencias del empleo, permanecen como el punto de enfoque clave. El sentido común nos dice que el crecimiento del gasto de los consumidores tiene origen en una fuerza laboral con alta tasa de empleo y buenos salarios, y estamos muy, pero muy lejos de acercarnos a esa condición elemental. El hecho es que el desempleo de casi dos dígitos ha sido el resultado de numerosos modelos de negocios empresariales que ahora están rotos: automóviles, construcción de viviendas, desarrollo inmobiliario comercial, finanzas y ventas minoristas. La construcción de otro "huevo" capitalista del tipo Humpty Dumpty será una tarea titánica.**

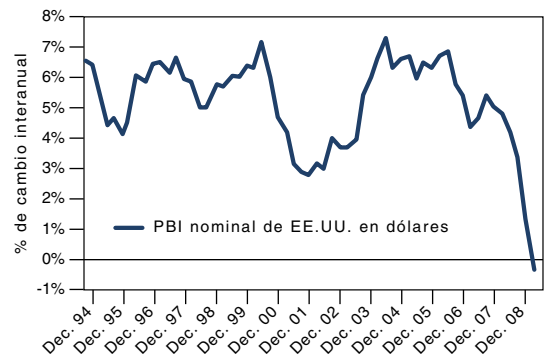
Cazadores de pócimas, no obstante, deberían también comprender el siguiente concepto macroeconómico que dominará el futuro por un tiempo indefinido, y que intentaré, humildemente, explicar en las próximas páginas con 500 palabras o menos: reinflar el PBI nominal mediante la inflación de los precios de los activos es la meta fundamental, aunque pocas veces admitida, de los gobernantes. Si logran hacerlo, el empleo y

la estabilidad económica podrían finalmente regresar.

*Para explicar:*

El PBI o producto bruto interno de un país no es más que el total anual de los bienes y servicios producidos por las inversiones existentes (de capital en la forma de plantas, equipos, software y ciertos bienes intangibles) y la mano de obra (la gente que hace el trabajo). Durante los últimos 15 años, más o menos, en los EE.UU. esa producción anual (PBI) ha aumentado en términos nominales (crecimiento real más inflación) entre el 5 y el 7%, como se muestra en el Gráfico 1. No sucedió todos los años, sin duda no ocurrió así en los años de apogeo o recesiones, pero se mantuvo bastante estable durante períodos mas prolongados, y ha sido lo suficientemente uniforme como para indicar a los capitalistas que 5% era el número con el que podían contar para justificar la contratación de mano de obra, los planes de inversión, y que podría servirles también como una buena aproximación del retorno sobre capital que deberían esperar. El PBI nominal es, de hecho, una buena estimación del retorno sobre capital de una economía nacional. Si todos y cada uno de los años crecemos un 5%, eso se asemejaría a una acción cuyas utilidades crecen en la misma cantidad. Las compañías y los inversionistas podrían entonces ser capaces de estimar el valor actual de esos flujos de efectivo y fijar el precio de las inversiones y de los activos

**Gráfico 1**  
**Pócima N° 5**



Fuente: Bloomberg

relacionados de acuerdo a eso: un modelo de fijación de precios de activos de capital o CAPM (por sus siglas en inglés) basado en las expectativas del PBI nominal.

Aunque objetivamente difícil de comprobar, la lógica indica que eso es exactamente lo que ha sucedido en las últimas décadas. Las empresas se expandieron con la certeza creciente de que la demanda, los gastos y el retorno sobre el capital de la economía reflejarían la consistencia de este 5%. Se emitió deuda con tasas que reflejaban la capacidad de cumplir con los pagos sobre la base de un crecimiento del 5%, tanto en términos reales como ajustados por inflación, y acciones fueron emitidas y precios fijados sobre esa misma base. Las obligaciones jubilatorias y de pasivos similares se legitimaron sobre una lógica comparable, como también lo fueron programas de gastos gubernamentales pronosticando recaudaciones tributarias y beneficios. Tanto la economía real como los mercados financieros fueron entonces movilizados y, de hecho hipnotizados, por este "modelo" PBI/CAPM del 5%.

Ahora, sin embargo, las cosas han cambiado, y está claro que existe una enorme capacidad ociosa en los EE.UU., así como en la economía global. Como consecuencia del des-apalancamiento reflexivo se ha revelado a la hermanastra fea de la "gran moderación del 5%", y el PBI nominal no sólo ha caído por debajo del 5%, sino que ha incursionado temporalmente en territorios negativos. **Si se le permite continuar – y este es mi punto crítico, una porción de la capacidad productiva y de la mano de obra de los EE.UU. quedará inactiva de modo permanente.** El PBI nominal tiene que crecer cerca del 5% para que se mantenga el equilibrio de largo plazo en la economía. De lo contrario, los niveles de empleo se tornarán insostenibles; los centros de ventas minoristas difíciles de servir; las plantas de producción automotriz, no rentables; y la economía en si misma se encaminará hacia una nueva

realidad donde el nivel de desempleo rondara el 8 en vez del 5%, la construcción de nuevas viviendas será de 1,5 en vez de 2 millones, y las ventas nacionales de automóviles llegaran a 12, en vez de 16 millones de unidades al año. Peligrosamente, en el proceso de reajuste, las deudas son ajustadas a la baja mediante cesaciones de pago corporativas y ejecuciones hipotecarias, y el cociente de utilidades sobre precio de las acciones se recorta en función del aumento del riesgo y las expectativas de crecimiento sustancialmente menores. Un círculo virtuoso de expansión se convierte en un círculo vicioso de recesión o de un periodo de bajo crecimiento. Lo pueden etiquetar como quieran, pero una economía capitalista moderna, basada en el apalancamiento financiero y apreciación de activos, no puede florecer si su "retorno sobre el capital" o PBI nominal sufre semejante shock.

Gobernantes/gobierno al rescate, esperamos. Tasas de interés del 0%, flexibilización cuantitativa de tasas, déficit de \$1.5 billón de dólares, varios billones más en garantías explícitas de la FDIC o del gobierno, más de un billón de compras de activos respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro, TALE, TARP: podría, pero no necesito continuar. ¿Pueden lograrlo? En otras palabras, ¿pueden exitosamente regresar el PBI nominal al 5% y recrear la "antigua" realidad económica? Es improbable. **La sustitución de los respaldos gubernamentales vs el apalancamientos privados es uno de los argumentos más fuertes en contra de esta posibilidad.** A pesar de las atractivas tasas de financiamiento incorporadas a TALE, TLGP y otros programas subsidiados por el gobierno, éstos vienen con restricciones de calidad (mayor necesidad de colateral y de pagos iniciales de las hipotecas, para mencionar algunos) que no permiten a los prestatarios de esta "nueva realidad" acercarse a los estándares de un sistema bancario en las sombras basado en un 5% nominal. Sin ir más lejos, la semana pasada el presidente Obama propuso nuevas "comisiones por transacciones" para aquellas

operaciones más arriesgadas realizadas por compañías financieras. “Si quieren hacer estas operaciones –dijo–, tienen que ofrecer alguna garantía”. A su vez, hay límites impuestos políticamente desde adentro, por la administración en Washington, y desde fuera, por la ciudadanía, que harán difícil la expansión de normas más allá del estado actual. La mayoría de los políticos e incluso ciudadanos comunes están clamando por límites en la expansión monetaria y fiscal: “¡No queremos un segundo TARP! ¡Un déficit de \$1.5 billones de dólares es suficiente! ¡La Fed tiene que tener un plan de salida!”, etc. Si existen estas restricciones o límites políticos en el futuro (tanto a nivel nacional como internacional), uno debería reconocer que la mayor parte de las municiones ya se ha gastado en la estabilización del sistema financiero, y muy poco se ha dirigido hacia la economía real, en términos de prevención de pérdidas de puestos de trabajo. ¿Dónde está ahora la voluntad o la billetera política para otorgar exenciones impositivas corporativas para la creación de empleo en el sector privado, e incluso para la contratación de nuevos empleados gubernamentales, más allá del pequeño impulso positivo que ha recibido por el reclutamiento militar? Resumiendo, el PBI nominal de la “nueva realidad”, el futuro retorno sobre nuestras existencias de mano de obra e inversiones de capital, estarán cercanas al 3%, durante al menos unos años, una vez que la recuperación se inicie en la segunda mitad de este año. Una disminución en la toma de riesgos capitalistas y limitaciones al re-apalancamiento por parte del gobierno conducirán a esta probable conclusión.

¿Cuáles son las conclusiones de inversión?  
**Un PBI nominal del 3% de la “nueva**

**realidad” significa un menor crecimiento de las utilidades, un desempleo permanentemente más elevado, límites en las tasas de crecimiento del gasto de consumo y un aumento de la injerencia del sector gobierno, que substancialmente cambia el carácter del modelo capitalista de los Estados Unidos.** Los bonos de alto riesgo, el sector inmobiliario comercial e incluso los bonos municipales de menor calidad podrían sufrir más allá de los incumplimientos cíclicos si no son respaldados por el gobierno. Los cocientes de precios sobre utilidades de acciones se mantendrán a niveles históricamente bajos, y el aumento de los precios de las acciones va a depender en última instancia del crecimiento tangible de ganancias mediante aumentos de dividendos, no de inyecciones verdes de esperanza. **Los inversionistas deben recordar que el viaje hacia un PBI nominal del 3% implica cesaciones de pagos/ podas del valor de los activos en el extremo superior del espectro de riesgo, así como rendimientos extremadamente bajos para los activos emitidos o garantizados por los gobiernos en el extremo inferior.** No hay pócimas financieras para este nuevo ambiente más allá de los bonos que producen una renta constante y las inversiones en acciones de compañías con balances sólidos y altos dividendos, así como algunas selectas inversiones en mercados emergentes, donde las perspectivas de crecimiento del PBI nominal apunten hacia arriba en lugar de gravitar hacia la baja nueva realidad. Madame Rue ha encontrado un digno contrincante.

William H. Gross  
Director gerente

*PIMCO Europe Ltd, PIMCO Europe Ltd Sucursal Munich y PIMCO Europe Ltd Sucursal Amsterdam están autorizadas y reguladas por el Organismo de Servicios Financieros (Financial Services Authority) en el Reino Unido, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS. PIMCO Europe Ltd Sucursal Munich está además regulada por la BaFin en Alemania de conformidad con la Sección 53b de la Ley Bancaria de Alemania (German Banking Act) y PIMCO Europe Ltd en Amsterdam está además regulada por la AFM de los Países Bajos. Los servicios y productos proporcionados por PIMCO Europe Ltd se encuentran disponibles solo para clientes profesionales según se define en el Manual del Organismo de Servicios Financieros. No se encuentran disponibles para inversores individuales, quienes no deben atenerse a esta comunicación.*

*El desempeño en el pasado no constituye garantía ni indicador confiable de resultados futuros. La inversión en el mercado de valores 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. 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. Los mercados monetarios no están asegurados ni garantizados por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ni por ningún otro organismo gubernamental y, si bien buscan preservar el valor de su inversión en \$1,00 por acción, es posible perder dinero.*

*Este artículo contiene las opiniones actuales del autor, pero no necesariamente las de PIMCO Group, y dichas opiniones están sujetas a cambios sin aviso previo. El artículo se distribuye 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. La información que contiene el presente artículo se obtuvo de fuentes que se consideran confiables, pero no están garantizadas. Se prohíbe la reproducción de cualquier parte de este material de cualquier forma, o la referencia a éste en cualquier otra publicación, sin la obtención previa de un permiso específico escrito de PIMCO Europe Ltd. © 2009, PIMCO.*

P I M C O

Londres

PIMCO Europe Ltd  
(Registrada en Inglaterra y Gales, Compañía N.º 2604517)  
Oficina Registrada  
Nations House  
103 Wigmore Street  
London W1U 1QS  
England  
+44 (0) 20 7872 1300

Munich

PIMCO Europe Ltd Sucursal  
Munich  
(Registrada en Alemania, Compañía N.º 157591)  
Oficina Registrada  
Seidlstraße 24-24a  
80335 Munich  
Germany  
+49 (0) 89 1221 90

Ámsterdam

PIMCO Europe Ltd Sucursal  
Ámsterdam  
(Registrada en los Países Bajos,  
Compañía N.º 24319743)  
Oficina Registrada  
Schiphol Boulevard 315  
Tower A6  
1118 BJ Luchthaven Schiphol  
The Netherlands