

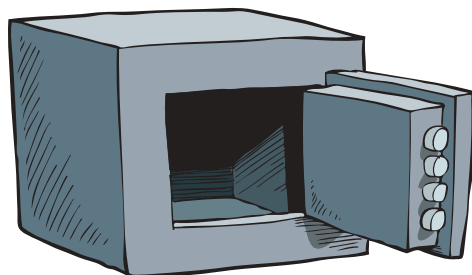


JANUS CAPITAL®
Group

Perspectivas de inversión

Por Bill Gross

Marzo de 2017



¡Muéstreme el dinero!

Los «días del cole» continúan inexorablemente en el hogar de los Gross, no solamente por los nietos, sino también por la necesidad de enseñar a mis propios hijos la complejidad y los peligros que implica invertir. Según me hago mayor, temo que pudiera enseñarles indebidamente la advertencia que Will Rogers formuló en la década de 1930 sobre la posibilidad de perder dinero: «No me preocupa tanto el retorno por mi dinero, como el retorno de mi dinero», escribía. «No lo perdáis» es la primera lección conceptual y la más importante que debo enseñarles, a pesar de la fase alcista de los mercados tras la victoria de Trump y los «espíritus animales» actuales que alientan el riesgo frente a la conservación del capital.

Hace poco, también analicé con ellos el concepto de «apalancamiento financiero», concretamente, el de «banca de reserva fraccionaria», la base del crecimiento económico a crédito y real desde que el sistema recibiera las bendiciones de los bancos centrales hace más de un siglo. «Sigue fascinándome», les decía, «cómo un sistema bancario puede crear dinero del aire... ¡Pero así es!» Los bancos y sus entidades en la sombra han convertido aproximadamente 3.000 millones de USD de crédito «base» en más de 65.000 millones de USD de crédito «sin reservas» solo en Estados Unidos, mediante valores del Tesoro, bonos municipales, préstamos bancarios, hipotecas y acciones, aunque estas últimas no sean oficialmente «créditos», pero sí dependen del flujo de efectivo que respalda el sistema.

Sin embargo, me adelanto a mí mismo. Le pedí a mi familia, congregada en torno a la mesa de la cocina, que imaginara que solo hay un dólar, que es suyo y que lo depositan en el Banco de Estados Unidos, el único del país. El banco os deberá un dólar en cualquier momento en que deseéis disponer de él. Sin embargo, el banco dice: «Puede que no vaya a necesitar el dólar durante algún tiempo, así que se lo prestaré a Joe, que quiere abrir una pizzería». Joe toma el dólar en préstamo y con él paga la harina, el pepperoni y un horno para pizzas de Sally's Pizza Supplies, quien vuelve a ingresarlo en el mismo banco, pero en su cuenta corriente. Tu único dólar se ha convertido en dos: tienes una cuenta bancaria con un dólar y Sally's Pizza tiene una cuenta corriente con otro dólar. Ambas partes confían en que su dólar es suyo, aunque en realidad solo haya uno en las cámaras del banco.

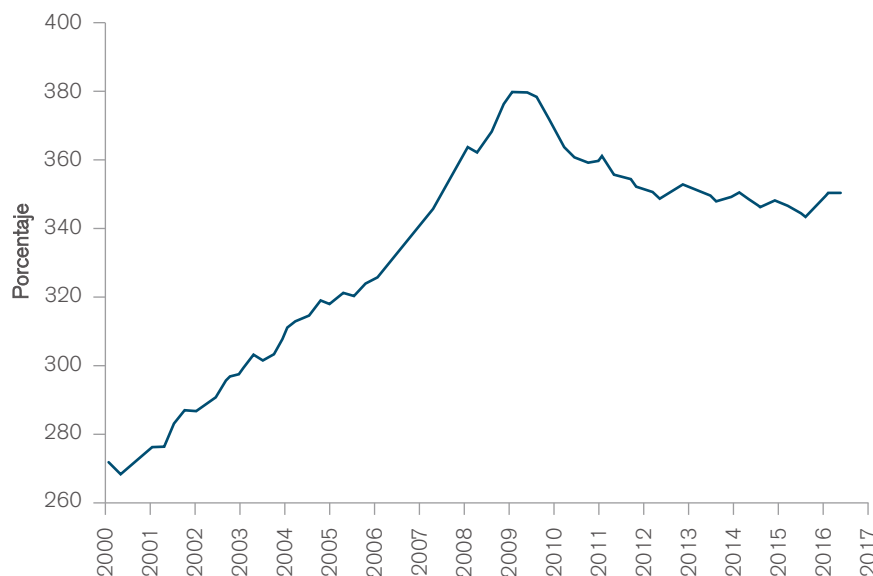
El banco ha doblado sus activos y sus pasivos: sus activos son el dólar que se encuentra en sus reservas y el préstamo a Joe; sus pasivos son el dólar que te debe, el depositante original, y el dólar que adeuda a Sally's Pizza. Naturalmente, el ciclo sigue su curso y el solitario billete de dólar sigue prestándose y volviéndose a prestar —aplicándose los requisitos de reserva reglamentarios— hasta que, como si de un mago con varita y sombrero se tratara, el sistema de reserva fraccionario se saca cinco o seis conejos de una única chistera. Sigue habiendo un único dólar, pero el sistema de banca de reserva fraccionaria lo ha convertido en cinco o seis dólares a crédito y obrado el milagro capitalista del crecimiento y la creación de empleo. Cabe destacar que todos los acreedores creen que pueden vender o liquidar sus activos y recibir el triste dólar que se encuentra depositado en las cámaras del banco. En realidad. . . No.

Entonces...», fue lo que dijo Jeff, mi hijo mayor, tocándose la imberbe barbilla como un científico que acaba de descubrir el misterio de los agujeros negros. «Parece algo positivo. Apuesto a que el problema se produce cuando hay demasiadas pizzerías —recordemos las hipotecas subprime—, no pueden pagarse los intereses de todos los préstamos y todo el mundo quiere recuperar el dólar que cree que es suyo. Me recuerda a 2008, concretamente, el caso de Lehman Brothers». «Sí», le dije, levantándome a la nevera a por una Coca Cola. «Algo parecido a lo que sucedió con Lehman Brothers».

Proseguí mi lección, pero el quid de la cuestión era que, en 2017, la economía mundial ha creado más crédito en proporción del PIB que a comienzos del desastre de 2008. En EE. UU., el crédito, por valor de 65 billones de USD, equivale prácticamente al 350% del PIB anual y la proporción no deja de crecer. En China, dicha proporción se ha doblado con creces en la última década hasta situarse cerca del 300%. Desde 2007, China ha añadido a su balance colectivo deuda por valor de 24 billones de USD. En el mismo periodo, Estados Unidos y Europa únicamente han añadido 12 billones de USD cada uno. Con su sistema de banca de reserva fraccionario, el capitalismo depende de la expansión del crédito y de que los bancos centrales impriman reservas adicionales, que a su vez los bancos privados vuelven a prestar para abrir pizzerías, fabricar teléfonos móviles e infinidad de otros productos y empresas. Sin embargo, la creación de crédito tiene límites y su coste (es decir, los tipos de interés) debe controlarse cuidadosamente, de forma que los prestatarios (acordémonos del caso de las hipotecas subprime) puedan hacer frente a los costes mensuales del pago. Si los tipos resultan demasiado elevados (y el crédito como porcentaje del PIB también lo es), existe la posibilidad de que nos encontremos con un caso como el de Lehman Brothers. Por otra parte, si los tipos son demasiado bajos (y se reduce el crédito como porcentaje del PIB), el sistema se hunde, pues los ahorradores, los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras devienen incapaces de obtener una tasa de rentabilidad suficientemente alta como para igualar y hacer frente a sus pasivos.

En EE. UU., el crédito, por valor de 65 billones de USD, equivale prácticamente al 350% del PIB anual y la proporción no deja de crecer. En China, dicha proporción se ha doblado con creces en la última década hasta situarse cerca del 300%.

Deuda total del mercado de crédito estadounidense, como % del PIB



Fuente: <http://www.Economagic.com/>

Los bancos centrales deben hilar muy fino y conseguir que el crédito crezca de forma moderada, de manera que se ajuste al crecimiento del PIB nominal, y mantener sus costes en una rentabilidad adecuada, ni demasiado baja ni demasiado elevada. Janet Yellen es la «Ricitos de Oro» de la era moderna.

¿Qué tal lo está haciendo? Supongo que, hasta ahora, bien. Aunque la recuperación ha sido débil atendiendo a los registros históricos, los bancos y las empresas se han recapitalizado, la creación de puestos de trabajo ha sido constante y, lo que es más importante —al menos, para la Reserva Federal—, los mercados se encuentran en máximos, lo cual es un buen augurio. Sin embargo, nuestro sistema financiero, altamente apalancado, es como un camión repleto de nitroglicerina conduciendo por una carretera llena de baches. Un error puede desencadenar una implosión del crédito por la que los titulares de acciones, bonos high yield y, sí, hipotecas subprime se apresuren a ir a su banco a reclamar el único dólar que obra en sus reservas. Esto sucedió en 2008 y los bancos centrales se vieron obligados a reducir drásticamente las rentabilidades y comprar billones de dólares mediante programas de expansión cuantitativa para evitar una desbandada del sistema. En la actualidad, la flexibilidad de los bancos centrales no es la que era por aquel entonces. Las rentabilidades globales se encuentran próximas a cero y, en numerosos casos, en terreno negativo. Los programas de expansión cuantitativa en curso de los bancos centrales se están aproximando a sus límites según dichos organismos adquieren más y más deuda existente, lo cual supone una amenaza para los mercados de recompra y el funcionamiento diario del comercio financiero.

Estoy con Will Rogers: no se deje cautivar por el milagro de Trump de un crecimiento del 3% o el 4% y las mágicas ventajas de las rebajas fiscales y la desregularización. Estados Unidos y, de hecho, la economía mundial, están en la cuerda floja debido al creciente apalancamiento y la posibilidad de que unos tipos de interés demasiado elevados —o demasiado bajos— causen estragos en un sistema financiero cada vez más tensionado. Preocúpese más por el retorno de su dinero que por el retorno por su dinero en 2017 y años posteriores.

Sucedió en 2008 y los bancos centrales se vieron obligados a reducir drásticamente las rentabilidades y comprar billones de dólares mediante programas de expansión cuantitativa para evitar una desbandada del sistema. En la actualidad, la flexibilidad de los bancos centrales no es la que era por aquel entonces. Las rentabilidades globales se encuentran próximas a cero y, en numerosos casos, en terreno negativo.

Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. This material does not constitute and should not be construed as investment, legal or tax advice or a recommendation, solicitation or opinion regarding the merits of any investments. Nothing in the material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services or an offer for securities by Janus Capital Group and its subsidiaries ("Janus") and is not considered specific to any client requirements. Anything non-factual in nature is an opinion of the author(s), and opinions are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. Janus is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this material and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. It is not intended to indicate or imply that current or past results are indicative of future profitability or expectations. As with all investments, there are inherent risks that need to be addressed.

The distribution of this material or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. This presentation is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given. Should the intermediary wish to pass on this material or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

Note to Hong Kong, Taiwan and Singapore Readers: Issued in: (a) Taiwan R.O.C independently operated by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong by Janus Capital Asia Limited, licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore. In Singapore, only available to accredited and institutional investors as defined under section 4A of the Securities and Futures Act (Cap.289), and may not otherwise be distributed in Singapore.

Note to Australia and New Zealand Readers: Issued by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws. In New Zealand, this document may only be distributed to 'wholesale investors' within the meaning of the Financial Markets Conduct Act 2013. This includes (i) selected institutional clients whose primary business is the investment of money, or (ii) persons who meet the prescribed investment activity criteria or who exceed certain prescribed asset and turnover thresholds, or (iii) a person who has completed a prescribed certificate attesting as to their experience in buying or selling investment products, or (iv) investors who invest a minimum sum of NZ\$ 750,000. This is not a registered prospectus or investment statement or product disclosure statement under New Zealand law and does not constitute an offer of securities to the public for the purposes of the Securities Act 1978 or a regulated offer under the Financial Markets Conduct Act 2013. It should not be copied or distributed to any other person in New Zealand. In Australia and New Zealand, for wholesale client use only.

In Australia, Janus Capital Management LLC, INTECH Investment Management LLC and Perkins Investment Management LLC are permitted to conduct financial services pursuant to an exemption from the need to hold an Australian financial services licence under the Australian Corporations Act 2001. Janus INTECH and Perkins are regulated by the Securities Exchange Commission of the U.S. under U.S. laws, which differ from Australian laws.

Note to China (PRC) Readers: Janus is not licensed, authorised or registered with the China Securities Regulatory Commission for investment management business or otherwise approved by any PRC regulatory authorities to provide investment management services in the PRC. This material has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this material shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this material shall be deemed or construed as providing investment management services by Janus in the PRC, nor shall it be will viewed as investment advice in relation to PRC capital markets, securities and mutual funds, which may require Janus to obtain or be subject to any approval, licensing, filing, registration, or other qualification requirements of the relevant Chinese regulatory authorities. This material is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

Note to South Korea Readers: Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

Note to Europe Readers: Issued in Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated in the U.K by the Financial Conduct Authority.

Note to Middle East Readers: JCIL is regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office. JCIL is authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Central Bank of Bahrain the Regulatory Authority of Botswana, Qatar Central Bank Saudi Arabian Capital Market Authority, UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority, the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the Middle East. This presentation does not constitute a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman Royal Decree 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98) or under Kazakhstan law. No transactions will be concluded in the Middle East and any enquiries should be made to JCIL.

Note to Africa Readers: JCIL is not authorised in South Africa for marketing. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Regulatory Authority of Botswana.

Note to Colombia Readers: JCIL's products and/or services may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign financial and/or securities-related products and/or services in Colombia or to Colombian residents. Neither JCIL nor any related person or entity has received authorisation or licensing from the Financial Superintendence of Colombia or any other governmental authority in Colombia to market or sell its products and/or services within Colombia or to Colombian residents.

Los productos y/o servicios de JCIL no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y /o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos. Ni JCIL ni ninguna persona o entidad relacionada han recibido autorización o licencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cualquier otra autoridad en Colombia para ofrecer o vender sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos

Note to Canada Readers: In Canada, Janus Capital Institutional products and services are offered through Janus Capital Management LLC which is registered as an adviser in the category of portfolio manager and as a dealer in the category of exempt market dealer in each of the provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Quebec. In these provinces, these services are offered only to "Accredited Investors" as defined in National Instrument 45-106 and "Permitted Clients" as that term is defined in National Instrument 31-103.

Janus Capital Management LLC serves as investment adviser. Janus, INTECH and Perkins are registered trademarks of Janus International Holding LLC.® Janus International Holding LLC. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit www.janus.com.

Outside of U.S.: For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution.