



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

de Bill Gross

Julio 2016



Solo un Juego

Si los gobernadores y los presidentes de la Reserva Federal entendieran un poco más el mecanismo del Monopoly y tuvieran menos presente los anticuados modelos históricos (como la regla de Taylor o la curva de Phillips), entonces nuestra economía y sus perspectivas futuras cobrarían algo más de brillo. Con esto no pretendemos decir que el Monopoly puede arrojar luz sobre todos los problemas del estancamiento económico en el que nos hallamos inmersos. El brexit y el ascendente movimiento populista ponen claramente de manifiesto que la posibilidad de una tendencia contraria a la globalización (a saber, menos comercio, inmigración y crecimiento económico) representa una de las causas de esta situación. Asimismo, los elementos estructurales que mencioné hace tiempo en mi tesis de la «Nueva Normal», allá por 2009, también desempeñan un papel primordial: el envejecimiento de la población, el exceso de deuda y el progreso tecnológico, lo que incluye la robotización y su amenaza para el empleo, son responsables de que el pico del PIB real de EE. UU. se sitúe en un 2%, en comparación con el 4%-5% de hace tan solo una década. No obstante, todos estos elementos son solo propiedades en un contexto económico más amplio que puede equipararse perfectamente a un tablero del Monopoly. En este juego de mesa, los capitalistas viajan por el tablero, adquiriendo propiedades, pagando alquileres y, lo que es más importante, recaudando 200 USD todas y cada una de las veces que pasan por la casilla «Salida». Y esos 200 USD en efectivo (lo que en el régimen económico de las cosas representa nuevo «crédito») son los responsables del actual estado de salud de nuestra economía basada en la financiación. Sin nuevo crédito, el crecimiento económico «avanza marcha atrás» y las «bancarrotas» de los jugadores individuales se tornan más probables.

Pero volvamos al principio, al momento en el que los bancos conceden efectivo y cada jugador empieza a tirar los dados. El banco —que, de forma esencial, no es el banco central, sino el sistema bancario privado— concede 1.500 USD a cada jugador. El objetivo estriba en adquirir terrenos de calidad a buen precio y desarrollar promociones con casas y hoteles. Ahora bien, el jugador debe disponer de reservas de efectivo por si aterrizara en otras propiedades y debiera pagar alquiler. Llegados a un punto de la partida, el proceso de desarrollo económico, representado por la capacidad de construcción de casas y hoteles, se ralentiza. Simplemente no se puede seguir adquiriendo casas si se pretende pagar el alquiler de otros jugadores. Se necesita efectivo o «crédito», y los jugadores han gastado gran parte de los 1.500 USD en la compra de propiedades.

En cierta medida, el crecimiento de todos los jugadores en general podría seguir su curso, aunque a un ritmo más lento —la economía se desacelera debido a una posición más apalancada de cada jugador, pero todavía continúa creciendo gracias a los 200 USD que siguen recibiendo cuando pasan por la casilla «Salida». He aquí el problema. En el Monopoly, los 200 USD de creación de crédito nunca varía. El importe siempre es el mismo: 200 USD. Si el sistema o las reglas del juego

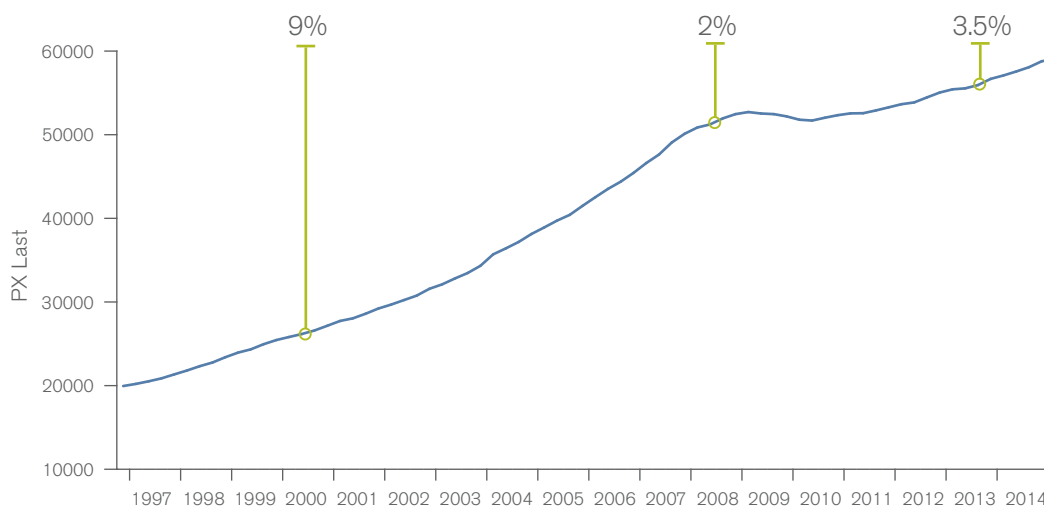
permitieran aumentar la cantidad hasta 400 USD o, digamos, 1.000 USD, entonces los jugadores podrían proseguir con sus construcciones y la economía seguiría creciendo sin que cupiera la posibilidad de una restricción monetaria o crediticia. Pero no es el caso. Las reglas establecen una cantidad fija de 200 USD cada vez que los jugadores pasan por la casilla «Salida», lo que conlleva, a buen seguro, el colapso de un jugador que no haya comprado «adecuadamente» o que no haya reservado efectivo suficiente. Se abre paso así a las bancarrotas. El juego del Monopoly, cuyo comienzo resulta tan emocionante, pues los 1.500 USD iniciales y los 200 USD que se reciben en cada ronda dan lugar a la acumulación de activos y al crecimiento económico, se convierte en un campo de batalla competitivo y hostil: un despiadado entorno en el que la supervivencia de muchos de jugadores corre peligro.

Hasta aquí, bien. Pero, ¿qué importancia tiene todo esto para la actual economía basada en la financiación? ¿Acaso no ha imprimido la Fed unos 4 billones de USD adicionales, y el Banco de Japón y el Banco Central Europeo no están haciendo lo mismo? ¿Acaso no han aumentado efectivamente los 200 USD de la casilla «Salida» hasta un importe holgadamente suficiente para mantener viva la partida? La verdad es que no. Porque en la economía actual, los bancos centrales representan realmente el «arca comunitaria», no el banquero. Tienen montones de dinero disponible, aunque solo si el sistema privado (los banqueros reales de la economía) decide utilizarlo y expandir el «crédito». Si los bancos no prestan, bien por el riesgo que entraña para ellos mismos, o bien por la falta de voluntad de la parte de empresas y particulares para pedir dinero prestado, entonces no se produce ningún crecimiento del crédito. El sistema todavía genera 200 USD por jugador y por ronda, si bien esto no basta para mantener el crecimiento del PIB real al mismo ritmo y evitar la bancarrota de algunas empresas/hogares.

El sistema todavía genera 200 USD por jugador y por ronda, si bien esto no basta para mantener el crecimiento del PIB real al mismo ritmo.

Esto es lo que está ocurriendo en la actualidad, y lo que viene aconteciendo en los últimos años. Tal y como se muestra en el gráfico 1, el crecimiento del crédito que se situaba en una media del 9% desde principios de este siglo, apenas alcanza el 4% anualizado en la mayor parte de los trimestres hoy en día. ¿Por qué no basta? Pues bien, la prueba está en los resultados, es decir, los datos del PIB anualizados a escala nacional e internacional. Un sistema económico sumamente apalancado depende de la creación de crédito para garantizar su estabilidad y longevidad y, en la actualidad, está creciendo a un ritmo deficiente. No cabe duda de que los elementos estructurales mencionados con anterioridad son parte de la explicación. No obstante, el crédito es el aceite que engrasa el sistema, la pajita que mueve el cóctel, y cuando el sistema privado (no el banco central) no genera el suficiente crecimiento del crédito, entonces el crecimiento económico se estanca e incluso retrocede*.

Gráfico I: Crecimiento Anualizado del Crédito de EE.UU.



Source: Federal Reserve, Bloomberg.

*Para elaborar sólo un poco, el crédito total, a diferencia de las definiciones estándar "de suministro de dinero" incluyen toda la deuda de crédito o de hogares, empresas, gobierno y fuentes basadas en finanzas. En la actualidad asciende a la asombrosa cifra de \$ 62 billones de dólares a diferencia de los totales M1 / M2 que se aproximan a \$ 13 de billones de dólares a mejor.

Puede que muchos lectores estén ahora familiarizados con la fórmula axiomática de (« $M V = PT$ »), lo que simple y llanamente significa «oferta monetaria» X «velocidad de circulación del dinero» = PT o producto interior bruto (permítanme la simplicidad por motivos de brevedad). En otras palabras, la oferta monetaria o el crecimiento del «crédito» no constituye el único factor determinante del PIB, aunque la velocidad de dicho dinero o crédito también reviste importancia. Podemos establecer una comparación con el negocio de una tienda de comestibles. La rotación de inventarios representa un elemento primordial de los beneficios y, en este caso, la rotación del crédito cobra una relevancia crucial para el PIB y el crecimiento del PIB. Sin entrar en detalles, porque puede que nos estemos explayando un poco, la velocidad del crédito se ve propulsada por unos tipos de interés cada vez más bajos. Así pues, en los 5-6 últimos años (que se enmarcan en el periodo posterior a la quiebra de Lehman Brothers), puesto que el sistema privado ha generado un crecimiento del crédito insuficiente, la continua reducción de los tipos de interés ha incrementado la velocidad y, por ende, ha impulsado el PIB, si bien de manera tenue. En la actualidad, no obstante, habida cuenta de los rendimientos en niveles cercanos a cero y negativos que ofrecen los 10 billones de USD de crédito soberano mundial, la contribución de la velocidad al crecimiento del PIB está llegando a su fin y podría estar generando incluso un crecimiento negativo como he argumentado en los últimos años. Nuestro sistema financiero basado en el crédito renquea, y los activos de riesgo están reflejando esta realidad aun cuando la mayor parte de los jugadores (incluidos los bancos centrales) apenas saben cómo jugar la partida. Preguntemos a Janet Yellen, por ejemplo, qué afecta la velocidad del crédito o incluso cuánto crédito existe en el sistema, y su respuesta titubeante no será satisfactoria. No creen en el Monopoly como modelo funcional del sistema financiero de la época moderna. Confían más bien en Taylor y Phillips, y advierten de la futura inflación conforme nos acercamos al «pleno empleo». Idolatran falsos ídolos.

La oferta monetaria o el crecimiento del «crédito» no constituye el único factor determinante del PIB, aunque la velocidad de dicho dinero o crédito también reviste importancia.

Seamos sinceros, el componente fiscal de nuestro sistema actual ha sido nulo. No todos estamos muertos, pero Keynes sí que lo está. Mientras que los gobiernos puedan gastar dinero y aportar los «instintos animales» de los que carece el sector privado, entonces el tablero del Monopoly y el magro crecimiento del crédito pierden peso como futura arma deflacionaria. Ahora bien, los inversores no deberían albergar la (poca realista) esperanza de un gasto deficitario en un futuro cercano. En mi opinión, eso significa, en el mejor de los casos, un techo en los precios de los activos de riesgo (acciones, bonos de alto rendimiento, private equity, bienes inmuebles) y, en el peor, un signo negativo al cierre del año que obligue a los inversores a abandonar toda esperanza de lograr rentabilidades futuras similares a casos históricos. Preocupémonos por la rentabilidad «de» nuestro dinero y no por la rentabilidad «sobre» él. Nuestra economía de Monopoly precisa de una creación de crédito y, si esta se mantiene en cotas reducidas, el número de perdedores se incrementará en el futuro.



Issued in: (a) Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated in the U.K by the Financial Conduct Authority; (b) Dubai by JCIL authorised and regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office and; (c) Switzerland by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated by FINMA.

Issued in: (a) Taiwan R.O.C by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong and Australia 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, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore.

In Australia, for wholesale client use only; In Taiwan R.O.C and the PRC, only available to select targeted institutional investors. 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 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 document has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this document shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this document 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 document is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

This document does not constitute investment advice or an offer to sell, buy or a recommendation for securities, other than pursuant to an agreement in compliance with applicable laws, rules and regulations. Janus Capital Group and its subsidiaries are not responsible for any unlawful distribution of this document to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this document 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. As with all investments, there are inherent risks that each individual should address.

The distribution of this document 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. Should the intermediary wish to pass on this document 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.

This document relates to a financial product which is not subject to any form of regulation or approval by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA").

The DFSA has no responsibility for reviewing or verifying any prospectus or other documents in connection with this financial product. Accordingly, the DFSA has not approved this document or any other associated documents nor taken any steps to verify the information set out in this document, and has no responsibility for it.

The financial product to which this document relates may be illiquid and/or subject to restrictions on its resale. Prospective purchasers should conduct their own due diligence on the financial product.

If you do not understand the contents of this document you should consult an authorised financial adviser."

This document may not be distributed in the Kingdom of Saudi Arabia except to such persons as are permitted under Article 20(4) of the Securities Business Regulations issued by the Saudi Arabian Capital Market Authority, and as such need not comply with the requirement under Article 17 of the said regulation which requires that a securities advertisement be made by, or the contents of which be approved by, a CMA Authorised Person.

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 No. 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree No. 80/98), or an offer to sell or the solicitation of any offer to buy non- Omani securities in the Sultanate of Oman, as contemplated by Article 6 of the Executive Regulations to the Capital Market Law (issued by Ministerial Decision No. 4/2001). In the Sultanate of Oman this presentation is strictly private and confidential. It is being provided to a limited number of sophisticated investors solely to enable them to decide whether or not to make an offer to the Fund to enter into commitments to invest in the Partnership Interests upon the terms and subject to the restrictions set out herein and may not be reproduced or used for any other purpose or provided to any person other than the original recipient. Additionally, this presentation is not intended to lead to the making of any contract within the territory of the Sultanate of Oman.

The Capital Market Authority and the Central Bank of Oman take no responsibility for the accuracy of the statements and information contained in this presentation or for the performance of strategy nor shall they have any liability to any person for damage or loss resulting from reliance on any statement or information contained herein.

This presentation has not been approved by the Central Bank of Bahrain which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase any form of product or service will be made in the Kingdom of Bahrain and this presentation is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

This document and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, in any way, shape or form, a public or private offer of securities or financial services in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The contents of this piece have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE.

This document is not for general circulation to the public in Kuwait. The contents of this document have not been approved by the Kuwait Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. No private or public offering of any products or services is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of any products or services will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the products or services in Kuwait.

For Institutional/ qualified distributors use, authorised persons and wholesale client Only. Not for public viewing or distribution.

Past performance is not a guarantee of future results. There is no assurance that the investment process will consistently lead to successful investing.

The opinions are those of the authors are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. The comments should not be construed as a recommendation of individual holdings or market sectors, but as an illustration of broader themes.

Statements in the brief that reflect projections or expectations of future financial or economic performance of a strategy, or of markets in general, and statements of any Janus strategies' plans and objectives for future operations are forward-looking statements. Actual results or events may differ materially from those projected, estimated, assumed or anticipated in any such forward-looking statement. Important factors that could result in such differences, in addition to the other factors noted with forward-looking statements, include general economic conditions such as inflation, recession and interest rates.

Janus is a registered trademark of Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited. LQ-0216(4-T)0217 EAPM Inst