



---

Su autoridad global en inversiones.

## Los Reyes de la Frontera Salvaje

“A lo largo de los años nos hemos divertido bastante juntos, le hemos dado a algunos bares, bebido licor, a veces incluso en estas cámaras” (Me refiero al whiskey. Los bares los he visto una o dos veces pero sólo cuando estaba ebrio). Sin embargo, el tiempo de diversión se acabó. Hoy David Crockett no va a contar ningún chiste.”

### Discurso de Davy Crockett al Congreso, 1830

---

Con un sombrero figurativo de piel de mapache en la cabeza, comparto los sentimientos de Davy Crockett, quien peleó contra los indios, defendió el Álamo y fue representante de Tennessee en el Congreso, no necesariamente en ese orden cronológico. A pesar de haber elevado el nivel máximo de deuda y escuchado los suspiros de alivio en los mercados financieros globales considero que los tiempos de diversión se acabaron. Hoy Bill Gross no va a contar ningún chiste y sospecho que tampoco los escucharán desde aquí por muchos años. Aunque los EEUU han logrado evitar una crisis de deuda y quizá una rebaja en su calificación crediticia, este país ha quedado marcado con una mancha en forma de “A” escarlata por “Abuso” presupuestario que no desaparecerá. Todo el mundo estaba atento y pudo ver como un gobierno disfuncional llevaba a su país al borde del precipicio financiero esquivándolo en el último momento. “Sombras de una República Bananera” opinó David Stockman, ex-director de presupuestos de la administración Reagan, duramente la semana pasada. Puede que aún no seamos Grecia pero el Sr. Stockman está mirando en la dirección correcta.

Nada del acuerdo alcanzado por el Congreso durante el fin de semana hace mella de manera significativa sobre nuestro déficit de \$1.5 billones. Los recortes de gasto que caracterizan este acuerdo describen fantasías en años lejanos en lugar de las realidades este año. La Oficina de Gestión y Presupuesto (OGP) estima que los déficits futuros se verán reducidos como mucho un 0.5% y si es así, esas rebajas serán bienvenidas. Pero ese 0.5% de reducción no viene acompañado por nuevos impuestos y perpetúa la creencia que no debemos pagar por nuestras ofensas. Como en muchas Repúblicas Bananeras, quizá un día imploremos un Padre Nuestro rogando: “Perdona nuestras deudas así como nosotros perdonamos a nuestros

deudores”, y sin embargo al mismo tiempo miraremos al cielo, a la manera de San Agustín, con un ferviente “hazme casto, pero mañana”

El Secretario del Tesoro, Tim Geithner, expresó la semana pasada que sería impensable que los EEUU no cumplieran con sus obligaciones a tiempo. Ahora que el tema del tiempo ha sido dejada de lado temporalmente, un inversor debe preguntarse lógicamente cómo vamos a cumplir con nuestras obligaciones y cuál es su cuantía. Además de la existencia de una deuda del Tesoro de casi \$10 billones, los EEUU tienen una cifra casi abismal de pasivos futuros de \$66 billones a “costo actual neto”. Como demuestra la siguiente tabla de un estudio realizado por Mery Meeker, “USA Inc.” y validado por los cálculos del Departamento del Tesoro y de la Oficina Presupuestaria del Congreso, el costo presente del “pago pendiente” correspondiente a la suma de Seguro de Salud, Seguro Médico y Seguridad Social supera seis veces nuestras obligaciones actuales contraídas por el Tesoro. **Tanto la prensa como la mayoría de los profesionales de inversión están acostumbrados a medir la deuda de “papel” en lugar de pasivos vivos que caminan/viven como personas. Yo llamo a estos pasivos “los hombres de deuda andantes” porque mientras que 330 millones**

**de norteamericanos requieran los derechos sociales prometidos, los \$66 billones que usan zapatos son pasivos tanto como los \$10 billones en papel.**

Hay que admitir, como señala la tabla de Meeker (Figura 1), que podemos abordar estos pasivos mejorando la eficiencia de nuestro sistema de salud, reduciendo beneficios, elevando la edad de jubilación, aumentando las tasas impositivas o con una combinación de estas medidas. Es posible que así lo hagamos. Así que reduce esos \$66 billones si quieres, pero el recordatorio subjetivo se mantiene sobre los mercados financieros cual espada de Damocles. Tal y como preguntó el Secretario Geithner ¿Cómo vamos a cumplir con estas obligaciones?.

Aparte de un impensable default, hay muchas maneras mediante las cuales un gobierno, especialmente uno con una calificación crediticia AAA, puede reducir sus obligaciones futuras. Debajo destacamos las herramientas más importantes que pueden afectar de manera significativa los bolsillos de los inversores:

- 1) Equilibrar el presupuesto y/o crecer
- 2) Inflación inesperada

**Figura 1: ¿LO ARREGLAMOS?**

Categoría	Desafío Financiero	Valor Actual Neto (\$B % de PIB 2010)	Posibles políticas para solucionar
1	Seguro de Salud	\$35 billones/239%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aislar y abordar los factores causantes de la inflación en el costo médico</li> <li>• Mejorar la eficiencia/productividad del sistema de salud</li> <li>• Reducir la cobertura de beneficios opcionales e inscritos opcionales</li> </ul>
2	Seguro Médico	\$23 billones/156%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir los beneficios</li> <li>• Incrementar la tasa impositiva del Seguro Médico</li> <li>• Aislar y abordar los factores causantes de la inflación en el costo médico</li> <li>• Mejorar la eficiencia/productividad del sistema de salud</li> </ul>
3	Seguridad Social	\$8 billones /54%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elevar la edad de jubilación</li> <li>• Reducir los beneficios</li> <li>• Incrementar la tasa impositiva de la Seguridad Social</li> <li>• Reducir los beneficios futuros iniciales ligándolos al aumento del costo de vida en lugar de aumentos salariales</li> <li>• Someter los beneficios a una investigación de recursos económicos para determinar su elegibilidad</li> </ul>

Fuente: USA, Inc., publicado por KPCB, febrero 2011.

### 3) Devaluación de la moneda

### 4) Represión financiera mediante tasas de interés reales bajas/negativas

Permítanme brevemente abordar cada una de esas medidas:

- 1) Equilibrar el presupuesto/crecimiento - El acuerdo actual del Congreso es sólo un pequeño paso en pos de la solvencia fiscal. No se vislumbra en el horizonte ningún gran salto para la humanidad. Se necesitan billones en más recortes de gastos y sí, billones en aumentos de impuestos, para estabilizar nuestra tasa "oficial" de deuda/PIB de 90% o similar. Un detalle importante a tener en cuenta: los déficits proyectados para 2012 y 2013 de 7-8% del PIB están basados sobre cálculos de crecimiento de la OGP de 3%+ durante los próximos años. Las tendencias recientes ralentizan estas estimaciones así como la Nueva Realidad de PIMCO que considera que un 2% y no un 3% se acerca más a la realidad. En tal caso, los porcentajes de déficit/PIB vuelven rápidamente a los dobles dígitos. De igual manera, si las tasas de interés suben alguna vez por encima de los niveles actuales promedio del 2%, un incremento de 100 puntos básicos elevaría el déficit un 1% y eliminaría cualquier esperanza de ganancias. A Sísifo le resultaría familiar este dilema sin aparente solución.
- 2) Inflación inesperada - Aunque estos días los mercados son globales, los números a veces mienten y los políticos a menudo imaginan. La focalización de la atención de los inversores en estadísticas que se focalizan en metodologías "subyacentes" o "en cadena" puede llevar a los inversores a quedarse en su casa o en el caso de las naciones extranjeras a "invertir en Norteamérica". Banqueros centrales, no sólo en EEUU, sino también en el Reino Unido, abogan desde hace tiempo por una reversión del IPC general de alrededor del 3% para utilizar la inflación subyacente típica del 2%. Piden "paciencia", cuando "prudencia" podría ser una palabra más apta. Si es así, la esperada inflación "inesperada" imitaría la antigua costumbre romana de limar las monedas o sustituirlas con metales comunes en lugar de oro o plata. Independientemente de cómo se acuñe, el resultado es la inflación que pone más dinero en los

cofres gubernamentales para saldar sus cuentas y menos dinero en el bolsillo de la gente para pagar las propias.

- 3) Devaluación de la moneda - Déficits altos, tanto fiscales como de comercio, sumados a unas tasas de interés bajas por largo tiempo generan una depreciación de la moneda contra naciones más prósperas y con políticas más conservadoras. Pocos norteamericanos son conscientes de que la reciente devaluación del dólar de los últimos 12 meses de más de un 15% es un impuesto explícito sobre su estándar de vida. El Tío Sam, el supervisor del gobierno, se beneficia enormemente. Una manera bastante ingeniosa que tienen los EEUU para pagar sus deudas a acreedores extranjeros es pagarles con dólares devaluados. Los Chinos y otros tenedores de deuda en el extranjero terminan percibiendo no sólo 0.05% de interés sobre sus letras del Tesoro, sino que 12 meses más tarde... ¡Voilà! sus letras sólo valen 85 centavos de dólar en poder adquisitivo global. Los Chinos deberían leer a Shakespeare, no a Confucio, especialmente la primera mitad de "ni prestes ni pidas prestado" cuando del dólar americano se trata.
- 4) Represión financiera vía tasas de interés reales bajas/negativas - He comentado sobre esta técnica con mucho sentido común de Carmen Reinhart en Outlooks anteriores. Si el Tesoro toma prestado dinero de usted o de PIMCO a 0.05% por los próximos 6 meses y la inflación IPC promedia 3%, entonces los prestamistas/ahorradores están siendo engañados aún más que en anteriores ejemplos de atrocidades históricas. El peso de las "dieciséis toneladas" de deuda a la Tennessee Ernie Ford se reduce considerablemente a 5 puntos básicos de interés anual. "Cargar" carbón o deuda en este caso a tasas cercanas al 0%, no hacen al que pide prestado ni un día más viejo, ni más endeudado. De hecho, es una inyección de Botox para el prestatario pero una inyección de plomo para el prestamista. ¡Agáchate!

Al utilizar estas cuatro balsas salvavidas disponibles para los EEUU y otros gobiernos que piden prestado con calificación crediticia AAA, uno puede casi imaginarse dentro de medio siglo, que aún se mantengan solventes, pero quizá con el escarmiento de una calificación crediticia menor. Basados en ejemplos históricos de Moody's y Standard & Poors, podría

tardar 50 años en bajarle la calificación crediticia a los EEUU, pero sea como fuere, usted y PIMCO como ahorristas e intermediarios de ahorristas podemos tomar medidas preventivas y hasta represalias para preservar el poder adquisitivo.

**Favorezcan países que tengan las “camisas sucias” más limpias y tasas de interés reales más altas, como Canadá, México, Brasil y Alemania. Muevan sus posiciones en renta fija y variable fuera de índices en dólares hacia países en vías de desarrollo con perspectivas de crecimiento más fuertes. Compren activos reales basados en materias primas antes de que lo hagan las naciones con superávit de reservas.** Y sobretodo, no dejen que les duerman las canciones de cuna de los congresistas que prometen un cambio en Washington. El último cambio en el que yo creí fue en el Día de las Elecciones de 2008 y eso terminó siendo más ficción que realidad. Davy Crockett, ¿dónde estás? Quizá hayas estado bebiendo whiskey en esas cámaras del Congreso y esos bares pueden haber sido más ficción que realidad, pero fuiste un héroe con sombrero de mapache de una era olvidada. Un héroe del tipo que todavía no hemos visto en el Washington del siglo XXI. Estamos clavados con los nuevos Reyes y Reinas de una frontera más salvaje.

William H. Gross  
Director Ejecutivo

**El rendimiento pasado no es garantía ni es un indicador confiable de resultados futuros.** Invertir en el mercado de bonos está sujeto a ciertos riesgos que incluyen los inherentes al Mercado, la tasa de interés, el emisor, el crédito y la inflación. Las acciones pueden perder valor debido a condiciones tanto reales como percibibles del mercado general, económico e industrial. Invertir en valores denominados y/o domiciliados puede involucrar un riesgo mayor debido a las fluctuaciones de la divisa y riesgos políticos y económicos que pueden verse incrementados en los mercados emergentes. Las mercancías conllevan un riesgo mayor al estar sujetas a condiciones del mercado, políticas, regulatorias y naturales y podrían no ser apropiadas para todo inversor. No se garantiza que estas estrategias de inversión funcionen bajo todas las condiciones del mercado o sean apropiadas para todos los inversores y cada inversor debería evaluar su propia capacidad de invertir a largo plazo, especialmente durante períodos de baja en el mercado. Por favor consulte a su asesor financiero o legal por preguntas y dudas específicas.

La calidad crediticia de un valor en particular o un grupo de valores no asegura la estabilidad o seguridad general de un portafolio. Las calificaciones de crédito de emisiones/emisores individuales indican el valor crediticio de esa emisión/emisor y generalmente abarca desde AAA, Aaa, o AAA (más alto) a D, C, o D (más bajo) para S&P, Moody's, y Fitch respectivamente.

Este artículo contiene la opinión actual del autor pero no necesariamente la del Grupo PIMCO y dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este artículo fue distribuido con fines exclusivamente informativos. Los pronósticos, los cálculos y cierta información contenida en dicho artículo se basan en investigaciones propias y protegidas y no deben considerarse como un consejo o recomendación de inversión en ningún título valor, estrategia o producto en particular. La información aquí contenida fue obtenida de fuentes consideradas confiables pero que no pueden de ninguna manera ser garantizadas. Está prohibida la reproducción de este artículo, en parte o en su totalidad, de ninguna forma y tampoco puede hacerse referencia al mismo en ninguna otra publicación, sin la autorización escrita expresa. Pacific Investment Management Company LLC. ©2011, PIMCO.

---

Newport Beach Headquarters  
840 Newport Center Drive  
Newport Beach, CA 92660  
+1 949.720.6000

---

Amsterdam

---

Hong Kong

---

London

---

Munich

---

New York

---

Singapore

---

Sydney

---

Tokyo

---

Toronto

---

Zurich

---

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