



## El Círculo de Fuego

La administración de inversiones es una profesión privilegiada, no sólo porque paga X veces lo que uno realmente vale para la sociedad, sino también desde el punto de vista de la longevidad. Si uno es bueno y por lo menos da la impresión de estar todavía en posesión de casi todas sus facultades, literalmente puede mantenerse en el ruedo para siempre. James Carville, el hombre con buenas intenciones pero con pinta de malvado de la Administración Clinton, dijo una vez que en su próxima vida quería ser administrador de bonos. En parte estaba en lo correcto, la influencia, la riqueza y hasta la fama, pero no hacía falta imaginarse a sí mismo como una versión de Wall Street de Ted Williams conservada criogénicamente. Era todavía lo suficientemente joven en ese momento como para dar el salto y tener aún 20 años de carrera por delante. Otras profesiones no ofrecen dichas oportunidades, el reloj de oro a los 65 años no es sólo simbólico, en la

mayoría de las profesiones es casi una declaración de que uno está algo así como acabado. Los atletas tienen como máximo 20 años y los músicos parecen tener también esa breve ventana creativa. Los Beatles, por ejemplo, la habían cerrado después de una década. Paul todavía escribe canciones pero la magia, claramente desapareció en los años 70 y ahora sus conciertos son “reuniones sociales” de memoranzas más que un acto creativo.

Pienso que lo singular del manejo de inversiones, es que se trata realmente del “servicio” del mercado de capitales y es el tiempo quien se encarga de arrancar de raíz a los impostores y dejar a los supervivientes envejecidos como sabios capaces de guiar a los clientes a través de la próxima crisis, que en cualquier momento y lugar pudiera surgir. Esa suposición está respaldada por cierta lógica, pero depende en forma crítica de que el inversor

disfrute del juego y, por supuesto, de que conserve unos cuantos miles de millones de neuronas que le impidan volverse obviamente senil o al menos para que no le acusen de haber perdido “la magia”. Un administrador de inversiones a los 65 años teme ambas cosas. Recuerdo haber conocido a John Templeton en el estudio de *Wall Street Week* hace casi 20 años. Yo era un muchacho joven y él estaba, bueno, en el declive de su carrera. Lo único que pudo decirle a Rukeyser, según mi parecer, fue citar la regla del 72 y proclamar que las acciones y el Dow llegarían a 100.000 alrededor del 2030 o algo por el estilo. Ahora, cercano a esa edad, soy un poco más comprensivo y sobretodo menos joven. Si esa fue su única lección, entonces supongo que fue bastante buena, el Dow a 5.000 y la Nueva Realidad mediante. A pesar de la sorprendente partida prematura de Peter Lynch y el cambio de dirección de George Soros hacia intereses filantrópicos, existen algunos grandes ejemplos de longevidad en esta actividad. Warren Buffett, por supuesto, es el primero que viene a la mente, así como Dan Fuss de Loomis Sayles que puede terminar como el Bear Bryant o

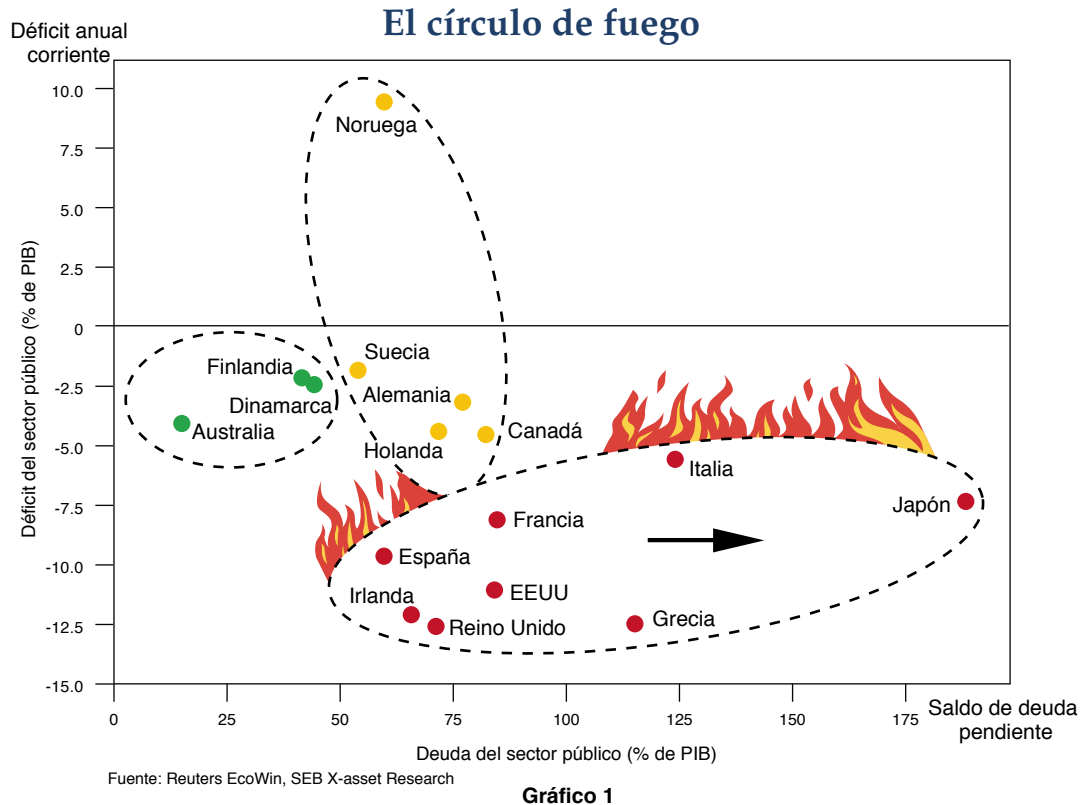
el Adolph Rupp del negocio de renta fija. Peter Bernstein, quien falleció hace sólo unos meses, era un escritor brillante y un comentarista de la escena inversionista que trabajo hasta sus bien entrados 80 años. Así que todavía hay esperanza para ti, James Carville, y supongo que para mí también. Es un privilegio ser un “servidor de los mercados de capitales”, haberlo hecho bien durante tanto tiempo y todavía ser capaz de salir al campo y enfrentar una bola rápida a 95 millas por hora. ¿O será curva? El tiempo lo dirá.

Hubo numerosas bolas con efecto y bolas curvas en los mercados financieros durante los últimos 15 meses aproximadamente. La liquidación, la relicuificación y la substitución por la billetera del gobierno de la mano invisible del sector privado, describen los sucesos desde una perspectiva de 10.000 metros. Ahora que se ha impartido una apariencia de estabilidad en la economía y a sus mercados, están en camino el intento de desintoxicación y el desapalancamiento del sector privado. Habiendo sobrevivido gracias a una dosis constante del gobierno de dos

billones de dólares o más de “Red Bull”, Adderall o simplemente café negro, algunos esperan ahora que el sector privado global se desintoxique y vuelva a su agenda cíclica normal donde el instinto animal y la disposición a tomar riesgos sean su eje central. Sin embargo, hay un problema. Mientras que las corporaciones quizás avancen en esa dirección debido a las curvas de rendimiento empinadas y a los cheques extendidos por el gobierno que han reparado parcialmente sus balances; sus clientes, los consumidores, permanecen totalmente apalancados y descapitalizados con poca esperanza de escapar a un tiempo en rehabilitación mientras el desempleo y el subempleo permanezcan en un nivel del 10-20% en todo el mundo. “Constrúyelo y vendrán” es un viejo dicho que aplica más al *Campo de los Sueños* de Kevin Costner que a la economía de hoy. La “Ley de Say” que proclama que la oferta crea su propia demanda, casi no puede aplicarse a la sociedad moderna orientada al crédito donde las tarjetas están al límite, 25% de los propietarios están bajo el agua y la creación de puestos de trabajo y de ingresos es casi invisible.

En este entorno de la Nueva Realidad es instructivo observar que la palabra operativa es “nueva” y que el uso de los modelos históricos y de los pronósticos econométricos basados en la experiencia de las últimas décadas puede ser contraproducente en lugar de útil. Cuando el apalancamiento y la desregulación no sólo se desaceleran sino que van marcha atrás, provocando el desapalancamiento y la reregulación, entonces vale la pena revisar los ejemplos históricos donde prevalecieron esas condiciones. Dos estudios excelentes proveen asistencia con respecto a esto, el primero es un estudio de ocho siglos de crisis financiera de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff titulado *Esta Vez es Diferente*, y el segundo, es un estudio del McKinsey Global Institute sobre La deuda y el desapalancamiento: La burbuja del crédito global y sus consecuencias económicas.

El libro de Reinhart/Rogoff habla principalmente de la deuda pública que entra en un espiral de crecimiento en respuesta a las crisis financieras. Es una producción voluminosa, algo académica



**Gráfico 1**

pero presenta numerosas conclusiones críticas extraídas del análisis de siglos de ciclos de deuda acreedor/soberano. Afirma que:

1. El verdadero legado de las crisis bancarias es un mayor endeudamiento público, mucho más allá de los costos de las promesas que ofrecen los paquetes de rescate. En promedio, la deuda pendiente de pago de un país casi se duplica dentro de los tres años siguientes a la crisis.
2. Las secuelas de las crisis bancarias

están asociadas con un incremento promedio del siete por ciento del desempleo que se mantiene elevado por cinco años.

3. Una vez que la deuda pública de un país excede el 90% de PIB, la tasa de crecimiento económico disminuye un 1%.

Sus conclusiones tienen un inquietante paralelismo con los eventos de los últimos 12 meses y sugieren que la Nueva Realidad de PIMCO puede describirse como “históricamente confiable y probada por el tiempo.”

Estos ejemplos tienden a confirmar que a las crisis bancarias les sigue un desapalancamiento del sector privado acompañado por la substitución e incremento de deuda pública, que a su vez disminuye el crecimiento económico y (tesis de PIMCO) reduce el retorno sobre las inversiones y los activos financieros. Los países más vulnerables en el 2010 se muestran en la gráfica de PIMCO “El Círculo de Fuego”. Estos países de la zona roja tienen el potencial de que su deuda pública exceda el 90% del PIB en el plazo de unos pocos años, lo que disminuiría el PIB en un 1% o más. Las áreas amarilla y verde se consideran las más conservadoras y potencialmente más solventes, con un mayor crecimiento potencial.

Un estudio diferente realizado por el Grupo McKinsey analiza el apalancamiento actual del total de la economía (la deuda doméstica, la corporativa y la estatal) y basándose en la historia, encuentra 32 ejemplos de desapalancamiento sostenido en el período posterior a una crisis financiera. Concluye lo siguiente:

1. Típicamente, el desapalancamiento comienza dos años después del inicio de la crisis (2008 en este caso) y dura seis a siete años.
2. En alrededor del 50% de los casos, el desapalancamiento resulta en un período prolongado de ajuste que ejerce un efecto negativo importante sobre el crecimiento del PIB. En el resto, el desapalancamiento resulta en rotundos defaults corporativos y soberanos o en una inflación acelerada, todos estos siendo anatemas para un inversor.
3. Las condiciones iniciales son importantes. El nivel bruto de deuda pública y privada se muestra en el Gráfico 2.

Las condiciones iniciales son importantes porque la capacidad de un país de responder a una crisis

#### Dieciséis toneladas

País	2009 Deuda total (% de PIB)
India	129
Brasil	142
China	159
Canadá	259
Alemania	285
Estados Unidos	300
Reino Unido	466
Japón	471

Fuente: McKinsey Global Institute

**Gráfico 2**

financiera está relacionada con el peso de su deuda existente y porque señala el futuro potencial financiero. ¿Sorprende acaso que en esta Nueva Realidad, China, India, Brasil y otras economías en vías de desarrollo hayan quedado mucho mejor paradas que los inquebrantables del G-7? La Nueva Realidad de PIMCO discrimina entre un crecimiento económico emergente y uno desarrollado, y pronostica un futuro mucho mejor para el primero en contraposición con el segundo. El Gráfico 3 expone el alarmante dato de la historia reciente y el pronóstico a futuro del FMI para los niveles de deuda gubernamental de países desarrollados y en vías de desarrollo. “Creciente” sería una descripción conservadora a futuro para los países avanzados. “Estable” sería ahora más pertinente para muchos soberanos emergentes.

¿Qué debe hacer entonces un inversor? Si en lugar de modelos econométricos fundados en los últimos 30-40 años, el análisis debe basarse en ejemplos centenarios de economías en despalancamiento post crisis financiera, cómo hace uno para seleccionar y luego buscar el momento

## ¿Quién es más riesgoso?

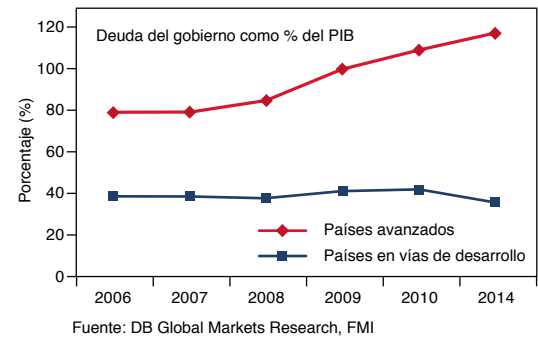


Gráfico 3

oportuno de una propuesta de inversión que tenga expectativas de generar un rendimiento extraordinario, o lo que los profesionales catalogan como “alfa”? Supongo que con cuidado y cautela con respecto a la oportunidad, pero bastante agresivamente en el proceso de selección bajo la presunción de que nunca “es diferente esta vez” y que la historia se repite como las rimas. Si algo señala el libro de Reinhart y Rogoff es la ineludible conclusión de que la naturaleza humana es la constante definitoria de la historia y que los ciclos de avaricia, de miedo y de sus consecuencias económicas pintan un paisaje indeleble para la observación de los inversores. Si es así, entonces los inversores deberían concentrarse en las siguientes observaciones a grandes rasgos para la selección de activos globales:

1. Los activos (como así también las divisas) orientados al riesgo/ crecimiento deberían ser dirigidas hacia países asiáticos/en vías de desarrollo menos apalancados y menos propensos a crear burbujas y, en consecuencia, a los aspectos negativos del desapalancamiento de las burbujas pinchadas. **Cuando el precio es correcto, hay que ir hacia donde está el crecimiento, donde el sector de consumo aún está en pañales, donde los niveles de deuda nacional son bajos, donde las reservas son altas, y donde los superávit comerciales prometen generar reservas adicionales por varios años más. Buscar, en otras palabras, a la economía orientada al ahorro que debería evolucionar gradualmente hacia una economía focalizada en el consumidor. China, India, Brasil y otros ejemplares en tamaño miniatura de los mismos serían excelentes ejemplos.** A medida que el viejo y establecido G-7 y sus dobles se desapalancan, pierden su lugar como motores de la economía mundial.
2. Invertir en activos de renta fija

de menor riesgo en muchos de estos mismos países, si es posible. Debido a su liquidez reducida y a sus mercados financieros menos desarrollados, la mayor parte del dinero de bonos aún debe apuntar al “viejo mundo” en contraposición al nuevo para obtener rendimiento. Además, es cierto que el “viejo mundo” ofrece un ambiente más favorable desde el punto de vista de los derechos de propiedad y “disposición” para efectuar los pagos de interés bajo coacción. Por lo tanto, lea el punto 3 aquí abajo.

3. Las tendencias de las tasas de interés en los mercados desarrollados pueden no seguir las mismas condiciones históricas observadas durante la reciente Gran Moderación. La cuesta descendente del rendimiento para muchas economías del G-7 fue notoriamente similar durante las últimas décadas, con excepción de la reunificación de Alemania Occidental/Alemania Oriental y la experiencia japonesa que aún coloca sus tasas en un aislamiento relativo. ¿Debería un inversor esperar una correlación similar a modo de una

ola ascendente en el futuro? No tanto. No sólo las expectativas de default crediticio han comenzado a aumentar el *spread* soberano, sino que las condiciones iniciales de deuda son mencionadas en el estudio de McKinsey como factores importantes en la medida que influyen sobre la inflación y las tasas de interés reales en los respectivos países en años venideros. Cada uno de los distintos mercados de bonos de economías desarrolladas presenta aspectos interesantes que ameritan ser observados: 1) Japón con su envejecimiento demográfico y su necesidad de financiamiento externo, 2) los EEUU con su gran déficit y su programa de seguridad social en explosión, 3) Eurolandia con sus miembros dispares; Alemania el ahorrista extremo y eficiente productor, España y Grecia con su excesiva dependencia de las deudas y 4) el Reino Unido, con el mayor nivel de deuda y una economía orientada a las finanzas, expuesto como Londres a las largas y frías noches invernales del desapalancamiento.

De todos los países desarrollados se destacan tres observaciones generales de renta fija: 1) dados la suficiente liquidez y el rendimiento actual preferiría invertir dinero en Canadá. Sus bancos conservadores nunca participaron realmente de la crisis inmobiliaria; se ha movido hacia y permanecido cerca de una situación fiscal equilibrada comparada con cualquier otro país, 2) Alemania es la alternativa soberana más segura y de mayor liquidez, aunque habrá que vigilar su liderazgo y la potencial postura de la UE con respecto al rescate de Grecia e Irlanda. Podríamos pensar en AIG y GMAC como una comparativa similar, y 3) es necesario evitar el Reino Unido. Sus Gilts descansan sobre un lecho de nitroglicerina. Una deuda elevada con el potencial de devaluar la moneda presenta un alto riesgo para el inversor de bonos. Además, sus tasas de interés ya están influenciadas artificialmente por estándares contables que el año pasado produjeron tasas de interés reales a largo plazo iguales o menores al 1/2%.

En la última década los “vacíos” fueron notorios en numerosas aéreas:

la recuperación con desempleo de las grandes economías, el retorno negativo del capital en los EEUU y otros mercados desarrollados, y por supuesto la crisis financiera y su secuela. Si un administrador o una compañía de inversiones dieron prueba de servir eficientemente al mercado de capitales durante los turbulentos pero insípidos “vacíos”, podría otorgárseles la licencia para navegar los rápidos de los “diez y tantos” del siglo XXI, una década que posiblemente sea alimentada por el deshielo del desapalancamiento

de la deuda, que dará vida a las economías no apalancadas emergentes y desarrolladas, pero también aportará riesgo e incertidumbre a aquellas sobrealimentadas en base a una dieta de consumo financiero. ¡Cuidado con el círculo de fuego!

William H. Gross  
Director Ejecutivo

---

#### **IO Podcast...**

Para descargar el **IO Podcast** de Bill Gross, consulte [pimco.com](http://pimco.com) o [iTunes.com](http://iTunes.com).

#### **Facebook...**

Manténgase actualizado sobre PIMCO a través de **Facebook**. Busque “PIMCO”.

#### **twitter...**

Manténgase en contacto con PIMCO. Busque “PIMCO”.

---

---

*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; el valor de las inversiones puede ser mayor o menor al momento de su rescate. 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.*

*Este artículo contiene la opinión actual del autor pero no necesariamente la del Grupo PIMCO. Las opiniones del autor 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 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 de Pacific Investment Management Company LLC. ©2010, PIMCO.*

**PIMCO**

840 Newport Center Drive  
Newport Beach, CA 92660  
949.720.6000

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