



El Motín del Caine (Parte 2)

La casa de los Gross es una casa de familia donde se usa la bata de dormir, por lo menos por el lado femenino. Sue tiene un ropero lleno de ellas, todas blancas y cada Navidad sin falta, se entusiasma al encontrar otra igualmente blanca debajo del arbolito. Vaya uno a saber. Yo por otro lado, soy un poco más informal respecto al atuendo nocturno. Éste es un hábito que tomé o al menos observé durante mis años en la Marina en el Mar de China Meridional. Pero me estoy adelantando. Allá en 1969, el que suscribe era un humilde alférez cuya responsabilidad entre otras cosas, era sustituir al capitán mientras dormía. Los capitanes de la era de Vietnam no podían estar al timón 24 horas 7 días a la semana, así que durante las horas relativamente calmas, los suplentes tenían la oportunidad de jugar de mariscal de campo del barco. Tal fue el caso una noche cálida de Septiembre camino a casa en San Diego a una velocidad de 20 nudos en medio del inmenso y totalmente desierto Océano Pacífico, 2000 millas al oeste de Honolulu. Estaba haciendo la tan temida guardia de media noche – desde las 12.00 hasta las 4.00 am - con instrucciones de despertar al capitán si pasaba a algo “inusual”. Casi imposible más allá de avistar a la sirena ocasional o a un monstruo

marino y nadie jamás despertó al capitán por eso.

Bueno, alrededor de las 2:00 am hubo un avistamiento bastante sorprendente a decir verdad, porque el Pacífico es GRANDE y era muy raro cruzarse con algún carguero ocasional. A diez millas y a 15° de la proa vi un buque petrolero en el horizonte que aparentemente se dirigía hacia nosotros. Hay un axioma en la Marina, que hasta un alférez idiota puede recordar, que le dice a un navegador si es posible o no una colisión en medio del océano, “rumbo constante, distancia decreciente” o RCDD para que sea más corto. Si, por ejemplo, ese petrolero se acercara a 5 millas y estuviera todavía posicionado a 15° de la proa, pues entonces habría una creciente posibilidad de que nos encontráramos frente a frente 5 millas más tarde. Ah y por supuesto, este petrolero tenía RCDD y el que suscribe era el único que estaba al tanto. Los petroleros fijan sus controles en piloto automático durante las horas de media noche, así que este buque que se aproximaba no estaba a punto de cambiar el rumbo. Yo era el único oficial que estaba despierto, aunque no por mucho más tiempo. Llamé al capitán como el buen pequeño alférez que era, y aquí querido lector, es donde finalmente retomo el tema de la

ropa interior. Un capitán vistiendo su uniforme completo es una figura impresionante, cuatro galones en las charreteras, camisa blanca bien almidonada. "Sí Señor" es casi una respuesta automática. ¿Pero un capitán de 60 años, sin afeitar, con panza y en calzoncillos? Ahora bien, ésa es una figura desconcertante. "Tengo la cubierta", dijo, lo que significaba que asumía el control mientras se dejaba caer en la silla del capitán con un silbido y una expulsión de gas natural a la medida del cerdo con porotos de la noche anterior.

Bueno, a esta altura, el incidente era un parangón de la comedia y no de la tragedia humana, pero rápidamente se tornó serio. Dos millas 15°, una milla 15°, 1000 yardas 15°, "¡Capitán, rumbo constante, distancia decreciente!" Ah, pero El Capitán no me oía, estaba dormido en el timón y medio desnudo, nada menos: al mando, en su ropa interior y en algún lugar de la tierra de los sueños. **Veinte segundos después de mi advertencia, el petrolero estaba a 20 yardas de cortarnos al medio a nosotros y a 150 jóvenes marineros.** Yo en mi fascinación con el capitán en sus calzoncillos había asumido que estaba despierto y sabía lo que hacía. Él en sus calzoncillos "Fruit of the Loom" y su agotamiento de las 2:00 am, estaba incapacitado, temporalmente incompetente y era cualquier cosa menos un capitán de la Marina. "¿Qué diablos fue éso?" gritó mientras pasaba por la popa después de casi destripar a nuestro destructor de 300 pies. Yo quedé sin

habla y sujeto a una potencial corte marcial, por lo que tímidamente respondí, "Un petrolero, señor". Hubiera sido una mejor descripción decir "La Parca". Es por este recuerdo que no hay batas de dormir blancas bajo el árbol de Navidad para el que suscribe. Yo uso remera y calzoncillos aunque no sea más que para recordar a un capitán panzón durmiendo y ese viejo adagio de la Marina, rumbo constante, distancia decreciente, rumbo constante, distancia decreciente.

Cuarenta años más tarde, me encuentro en una posición similar, esta vez, sin embargo, soy yo quien luce los cuatro galones en las charreteras como co-capitán del SS PIMCO, un transportador de \$1.2 billones diseñado para viajar por el mundo y los siete mares en búsqueda de la protección del capital y la generación de alfa. ¡Y yo pensé que estar de guardia a media noche era difícil! Sea lo que sea, Mohamed y yo, en forma alternada o conjunta, mantenemos la vigilancia las 24 horas para evitar petroleros con rumbo de colisión contra sus portafolios de inversión y ahorros. No debería haber ningún momento en PIMCO en que uno diga: "¿Qué diablos fue éso?", ni siquiera el día de Lehman en 2008. De hecho, no lo hubo. Mientras el petrolero de las finanzas globales estaba en piloto automático, nosotros habíamos cambiado de rumbo con mucha anticipación y ha sido una navegación relativamente tranquila desde entonces.

La metáfora implica formular la pregunta de qué petrolero está ahora en rumbo constante, distancia decreciente y ciertamente parecería que hay muchas de estas señales en la pantalla del radar: desequilibrios globales en el comercio, las finanzas y las monedas; niveles excesivos de deuda privada y gubernamental; disparidad creciente en la riqueza de ricos y pobres; envejecimiento demográfico que amenaza las prioridades de las generaciones que envejecen y de las más jóvenes. Muchos barcos allí afuera. Nuestro próximo Foro Secular analizará estos temas y muchos más la semana que viene, después del cuál Mohamed y yo les alertaremos sobre las perspectivas venideras.

Por ahora me gustaría seguir por el camino de los *Investment Outlooks* de los últimos meses y discutir la amenaza inmediata para los portafolios de inversión que representan las bajas tasas de fondeo (Fed funds en los EEUU) y las crecientes tasas reales negativas que engendran, a medida que la inflación se acelera. Hablé el mes pasado sobre la realidad de los inversores siendo “impregnados de olor a zorrino” y que se les roba de los bolsillos simplemente por recibir tasas menores a la inflación y sugerí que ésa era una razón importante por la cual el barco de PIMCO llevaba una provisión limitada de bonos del Tesoro a bordo. Aunque hemos advertido durante años acerca del deterioro de la solvencia de la clasificación crediticia AAA de Norteamérica,

nuestras posiciones mínimas en bonos del Tesoro han tenido menos que ver con temas mucho más inmediatos que las perspectivas del balance de Norteamérica. Estamos muy sensibles a las políticas que en general son utilizadas por los gobiernos que buscan valor de nuestros bolsillos para enderezar el barco.

Bueno amigo, grita lo más rápido que puedas, “barco a la vista”. Un estudio académico de Carmen Reinhart y M. Belen Sbrancia afirmó lo mismo pero mejor argumentado y basado en sólida investigación. El artículo, titulado “La Liquidación de la Deuda del Estado,” contiene un análisis histórico de cómo los gobiernos intentan salir del aplastante peso de una crisis de deuda. Para los países desarrollados como el Reino Unido y los Estados Unidos, el período que comenzó a mediados de los años 40 (cuando la depresión y la carga de la deuda soberana de la segunda guerra mundial eran opresivas) fue utilizado como el punto de partida para el robo de los bolsillos, la “impregnación de olor a zorrino”, o lo que llaman “represión financiera”. Mientras que los antiguos Romanos solían limar las monedas en un intento por monetizar la deuda existente, nuestro sistema financiero en evolución ha utilizado técnicas más sofisticadas. Con la aceleración de la inflación debido a la segunda guerra mundial y la demanda de commodities de la post guerra, el Tesoro le puso un tope a las tasas de interés de los bonos a largo plazo de 2½% y al hacerlo se aseguró que la

relación deuda/PIB se redujera. Si los ahorristas recibían un promedio de 2% sobre sus bonos del Tesoro mientras que el crecimiento de la economía nominal avanzaba al 5% o más en forma anualizada, entonces la deuda en relación al PIB podría disminuirse del nivel más alto de 116% a 112%, a 109%... etc. cada 12 meses. De hecho, los autores descubrieron que “para los Estados Unidos y el Reino Unido, la liquidación anual de deuda vía **tasas de interés reales negativas** llegaba en promedio al 3 o 4% del PIB al año... que se acumulaba rápidamente (sin incluir el efecto multiplicador) llegando al 30 o 40% de reducción de la relación de la deuda sobre el PIB en el curso de una década”. **Aún después de que los “topes” a las tasas de interés fueran removidos en 1951 vía el Acuerdo entre el Tesoro y la Fed, las políticas de tasas de interés reales extremadamente bajas/negativas continuaron hasta la revolución de Volcker en 1979.** Para ese momento, los niveles de deuda de los EEUU (y del Reino Unido) se habían normalizado, mayormente a expensas de los ahorristas que habían sido “reprimidos” (¡y deprimidos!) por más de tres décadas. En ese punto históricamente decisivo, los bonos del gobierno fueron llamados “certificados de confiscación”. Los ahorristas no sólo habían recibido letras del Tesoro con tasas negativas por más del 25% de casi cuatro décadas, sino que tenían bonos de largo plazo con calificación crediticia AAA que se negociaban a entre 30 a 40 centavos por dólar.

El objetivo del artículo de Reinhart no era el de afirmar lo obvio, que la inflación es mala para los bonos. Su tesis de represión financiera señala **que los precios de los bonos no tienen que necesariamente bajar para que los ahorristas sean impregnados de olor a zorrino durante un proceso de “liquidación de deuda”.** La discusión sobre si el final de la FC II el 30 de junio resultará en tasas de interés más altas y precios más bajos de los bonos de Tesoro es, de alguna manera, secundaria. **Aún si los bonos del Tesoro a 10 años se quedan donde están a 3.30% y la tasa de fondeo de la Fed cerca del 0%, los ahorristas y los agentes de intermediación financiera están siendo chicaneados por ambas tasas y todas las que están entre éstas.** Las tasas de hoy en día se asemejan a los topes de tasas de interés anteriores al acuerdo de 1951. Ya sea a través de la FCI, la FCII o el lenguaje de la Fed referido a “período extendido de tiempo” que ha sido reforzado en la reciente conferencia de prensa del Presidente Bernanke. Los bonos del Tesoro de los EEUU y el mercado de bonos en general están siendo “reprimidos”, “limitados” o simplemente sobrevaluados en comparación a los últimos 30 años. Los inversores de bonos forzados a invertir en bonos en dólares del gobierno ya sea a través de indexación, convención, lineamientos regulatorios o simplemente durmiéndose sobre el timón, están siendo chicaneados en 1 a 2% por año comparado con la realidad histórica, y en muchos

casos reciben tasas reales negativas, como lo muestra el Gráfico 1. Si la historia de Reinhart es una guía, un inversor debería esperar que estas sobrevaluaciones se mantengan durante años y hasta por décadas. Mientras que eso todavía deja abierta la pregunta del comportamiento de los precios después de la FCII, no debería caber duda de que simplemente tener bonos del Tesoro a estos niveles de tasas por un período de tiempo extendido representa una abdicación de responsabilidad.

Los inversores en bonos, y acciones, han estado navegando en el “Buen Barco de los Chupetines” por más de 30 años a partir de la Revolución de Volcker y el retorno de las tasas de interés reales altas a los mercados de inversión. Ahora, sin embargo, con los gobiernos intentando imponer represión financiera, los inversores de bonos deberían sublevarse. Su barco debiera ser bautizado “USS Caine” en memoria del motín de la vieja película que aunque traumático, eventualmente llevó a todos los marineros a puerto seguro. **PIMCO recomienda menos un motín y más bien una renovada vigilancia sobre este nuevo barco, con un foco en las alternativas con “spread seguro” del mercado de bonos globales, incluyendo deuda de mercados en desarrollo/emergentes a tasas más**



Gráfico 1

altas denominadas en monedas distintas del dólar. Muchos de estos países tienen balances más transparentes y tasas de interés reales más altas que aquellas que son actualmente impuestas en algunos mercados desarrollados sujetos a “represión” actual y futura. Si su necesidad es la calidad AAA, entonces los bonos Canadienses o Australianos podrían también ser considerados. Únanse a nosotros, junto con Carmen Reinhart, gritando “¡rumbo constante, distancia decreciente!” El mercado de bonos del Tesoro está en un rumbo de colisión con la represión financiera y es el momento de ajustar su timón hacia el estribor para llegar a salvo a casa.

William H. Gross
Director Ejecutivo

“Spread Seguro” se define como sectores que creemos es más probable que resistan las vicisitudes de un amplio espectro de escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan riesgos y pueden perder valor.

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. Invertir en títulos de denominación extranjera y/o doméstica 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. La cotización de la moneda puede fluctuar significativamente en un breve período de tiempo y puede reducir el retorno de un portafolio.

La calidad crediticia de un título en particular o de un grupo de títulos no asegura la estabilidad o seguridad de un portafolio en general. La calificación de la Calidad de emisiones/emisores individuales se brindan para indicar la solvencia de dichas emisiones/emisores y oscilan en general desde AAA, Aaa, o AAA (la más alta) a D, C, o D (la más baja) para S&P, Moody’s, y Fitch respectivamente.

Este material 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.

IO Podcast...

Para descargar el **IO Podcast** de Bill Gross, consulte pimco.com o iTunes.com.

Facebook...

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

twitter...

Manténgase en contacto con PIMCO. Busque “PIMCO”.

Kindle...

Este IO ya está disponible. Busque ‘PIMCO’.

PIMCO

840 Newport Center Drive

Newport Beach, CA 92660

949.720.6000

pimco.com