



## Disputa Familiar

Una taza de café desde hace 12 años ocupa permanente la esquina derecha de mi escritorio en la oficina. Fue un obsequio de un ejecutivo de Allianz para conmemorar el matrimonio con PIMCO en 1999, en ella se lee: "Es fácil reconocer a un alemán pero difícil decirle mucho."

En su momento fue divertido, pero ahora no lo es tanto dados los acontecimientos de los últimos meses que han expuesto una familia en la zona Euro que es bastante disfuncional. De todos modos, a mi taza podrían ahora legítimamente unírsele otras que comparten la carga de disfuncionalidad.

"Cuidado con los Griegos que traen regalos" podría ser una; "La Suerte de los Irlandeses" otra; y ¿qué les parece la palabra gigante de cinco letras italiana "Scusi" para resumir la disyuntiva actual?

El hecho es que los dedos en la zona Euro están apuntando en todas direcciones, con cada miembro creyendo que ha hecho más de lo que sería su contribución justa para resolver una crisis que parece intratable e interminable. El mundo les dice que se unan; ellos se dicen lo mismo los unos a los otros; pero por ahora, parece que no le puedes decir gran cosa a ninguno de ellos.

El mensaje sobre inversiones a tener en cuenta de esta lucha política es que el crédito soberano es un spread de riesgo legítimo desde ahora hasta las "doce de nunca".

Standard & Poor's conmocionó al mundo en agosto cuando rebajó la calificación crediticia de los EE. UU. - una de las camisas sucias más limpias del mundo- a AA+. Pero lo que en su momento era un fenómeno de los mercados emergentes hace tiempo que ha infectado a las economías desarrolladas a medida que el desapalancamiento posterior a Lehman y un crecimiento decepcionante expusieron los excesos en los balances generales de décadas pasadas.

Los primeros en encabezar los titulares fueron Portugal, Irlanda, Islandia y Grecia, pero, un crecimiento consistente con la "nueva realidad" de carácter estructural en lugar de cíclico expuso los enormes agujeros de los antes sacrosantos créditos soberanos.

Lo que ha pasado a ser obvio en los últimos años es que el crecimiento impulsado por deuda es un modelo de negocio defectuoso cuando los

---

mercados financieros y la sociedad pierden su apetito. Además de las condiciones iniciales de deuda sobre producto interno bruto y métricas relacionadas, es la habilidad de un soberano para apropiarse de una mayor parte que justamente le corresponde del crecimiento anoréxico de la economía global se ha convertido en la condición que define la solvencia crediticia. Muy pocas naciones están a la altura del desafío.

**La familia disfuncional de la zona Euro resultó especialmente vulnerable a este escenario de “manoteo de crecimiento”. Dejando de lado la ética laboral y semanas laborales medidas en horas, el clan de la zona Euro fue confinado desde hace mucho tiempo a la misma casa monetaria. Una tasa, una política que debe quedarle bien a todos, mientras que infractores de deuda seriales como los EE.UU., Reino Unido y muchos otros del G-20 han tenido la habilidad de imprimir y “crecer” para salir de su crisis.**

El arma preferida durante la Depresión era mendigar a tu vecino en caso de ser necesario. Esta estrategia convenientemente ha mantenido a flote durante los últimos años a gobiernos fuera de la zona Euro que están altamente endeudados con bancos centrales independientes. Un crecimiento deprimido quizás y con mayor inflación, pero mejor que la alternativa de una camisa de fuerza en la zona Euro. Bajo la estructura actual, los peores infractores de la zona Euro se encuentran ahora a los pies de un Banco Central Europeo Germánico al que no se le puede decir que vaya “all-in” y que imprima tanto y tan rápido como los Estados Unidos y otros países similares.

**Las propuestas del eje Alemán/Francés de los últimos días han alentado a los mercados de riesgo bajo el supuesto de que una unión fiscal anclada en un número más pequeño de países centrales con menor carga de deuda permitirá finalmente al BCE poner un tope a las tasas de Italia y España e incentivar a los inversores privados a regresar a los mercados de bonos de la zona Euro. Para hacer esto, el BCE debería expresar su intención mediante un lenguaje claro o con un aumento de las compras diarias de deuda periférica a niveles de cinco mil millones de Euros o más.** Los próximos días o semanas clarificarán esta posibilidad, pero los tenedores de

bonos han impuesto una “zona aérea de desconfianza” al vuelo de los políticos recientemente. Cualquier plan que implique un compromiso “total” del BCE requerirá ciertamente de mano dura.

En relación a la situación fiscal, la solución de la Unión Europea ha sido “corregir el rumbo”, echar a los canallas y a quienes se mofan de la ley (han caído ocho gobiernos), y balancear los presupuestos. Un proceso así, sin embargo, entraña casi por necesidad varios años de crecimiento recesivo y presiones deflacionarias sobre los salarios en los mercados laborales de los países infractores. Si bien el reciente proyecto que establece un mecanismo de seguro del 20-30% propuesto por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) ofrece esperanzas de refinanciar la deuda que vence, es la construcción original de la moneda europea que tiene un elemento deflacionario que ahoga el crecimiento y destruye los salarios laborales en el largo plazo. Sin la habilidad para devaluar su moneda contra los competidores globales o incluso – “Gott im Himmel” – Alemania misma, los países periféricos pueden aspirar a la supervivencia pero no mucho más. Quizá los italianos y los españoles acepten esta situación, pero puede que no. Al final, el voto de los hombres y mujeres trabajadores colgará siempre sobre los mercados como una espada de Damocles o quizá como una guillotina Franco/Alemana. Si cae el hacha, probablemente le seguirán los defaults de los bonos sin importar qué prometan las políticas actuales en el corto plazo.

Es posible que los inversores y los mercados de inversión se vean respaldados y hasta alentados por las propuestas políticas de los días recientes. Sin embargo, el problema de la zona Euro es doble. En primer lugar, la zona Euro seguirá siendo una familia disfuncional no importa cuál sea el resultado. No se le puede decir mucho a un alemán, y mientras que ellos pueden emitir lo que parecen ser órdenes y soluciones constructivas a los periféricos del sur, no hay duda que a ninguno “le va a gustar mucho”. Es por lo tanto probable que continúen el crecimiento lento/negativo y los “spreads” históricamente amplios de las tasas de los bonos. Los mercados globalizados mismos seguirán siendo relativamente disfuncionales, apuntando hacia elevados niveles de efectivo de países presumibles refugio como Reino Unido, Canadá y los EE.UU. El dólar norteamericano debería

---

mantenerse relativamente fuerte y, en última instancia, afectando a la baja su propia tasa de anémico crecimiento.

**En segundo lugar y quizá más importante, los inversores deberían reconocer la naturaleza secular y global de los problemas de la zona Euro, que reflejan dinámicas de crecimiento y desapalancamiento que comenzaron en 2008. Pasarán años antes de que la zona Euro, los EE.UU., Japón y las naciones desarrolladas en su totalidad puedan escapar de manera constructiva de su camisa de fuerza de elevada deuda y bajo crecimiento. Si es así, el crecimiento mundial permanecerá atrofiado, las tasas de interés artificialmente bajas y los inversores permanentemente desencantados con rentabilidades que no satisfacen sus expectativas.** Si usted puede obtener rentabilidades a largo plazo del 5% en acciones o bonos, debería considerarse a sí mismo o a su portafolio en el escalafón superior de los competidores.

Para acercarse a esos números, deben enfatizarse los activos de riesgo de las economías en vías de desarrollo y no en las desarrolladas. Considere Brasil con su canasta agrícola y su petróleo. Considere Asia con su subdesarrollado sector de consumidores pero tenga cuidado con las burbujas crediticias. En el mercado de bonos, la estrategia preferida será encontrar las camisas sucias más limpias- EE.UU., Canadá, Reino Unido y Australia por el momento- y focalizarse en una tasa de referencia consistente por un "período de tiempo extendido" que permita a los vencimientos de entre dos y diez años descender una curva casi perpetuamente empinada para producir ganancias de capital y rentabilidades totales que excedan cupones tacaños y financieramente represivos. Una tasa del Tesoro del 1% a cinco años, por ejemplo, produce una rentabilidad del 2% cuando se lo mantiene durante 12 meses en esas condiciones. Los inversores de bonos deberían también considerar los corporativos de mayor calidad a medida que el crecimiento económico se desacelera en 2012.

Debido a la disputa familiar en la zona Euro, a la excesiva deuda global y a las soluciones políticas deflacionarias que en algunos casos son demasiado poco, a veces mal concebidas y en muchos casos tardías, los mercados financieros se mantendrán por muchos meses/años con rentabilidades bajas

y a menudo darán miedo. Me puedo imaginar ahora lo que dirán las tazas del año 2020: "Gesundheit!" de los alemanes, "C'est la vie," de los franceses y "Stiff Upper Lip," de los británicos. En los EE.UU. supongo que todavía dirán, "Let's go shopping," aunque nuestras billeteras estarán más delgadas. Como saben, siempre puedes reconocer a un norteamericano pero no puedes decirle que deje de comprar. De la misma manera, los inversores siempre deberían ser capaces de reconocer una economía global en proceso de desapalancamiento, tendiente a sofocar el crecimiento - pero quizá no. La disfunción no es exclusiva de los políticos. Las familias, según parece, pelean en todas partes.

William H. Gross  
Director Ejecutivo

**Nota: Los párrafos iniciales fueron publicados originalmente en el Financial Times Markets Insight el 15 de November, 2011**

(<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cc1ada48-0c4d-11e1-8ac6-00144feabdc0.html#axzz1f1q48ixJ>)

Todas las inversiones conllevan riesgos y pueden perder valor. Invertir en el mercado de valores está sujeto a ciertos riesgos incluyendo los riesgos del mercado, la tasa de interés, el emisor, el crédito y la inflación. Invertir en títulos extranjeros y/o domiciliados puede implicar un riesgo superior debido a las fluctuaciones de la moneda y a los riesgos económicos y políticos que pueden aumentar en los mercados emergentes. Los títulos de alto rendimiento, más baja calificación implican un mayor riesgo que los títulos de calificación más alta; los portafolios que invierten en ellos están sujetos a niveles superiores de riesgo crediticio y de liquidez que los portafolios que no lo hacen.

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. ©2011, PIMCO.

10108-061711

---

**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**

**P I M C O**