



## Hacia lo paranormal

¿De cuántas maneras puedes decir «esta vez es diferente»? Veamos: situación «a normal», «infra normal», «para normal» y, claro está, «nueva normal o new normal». La reveladora expresión que Mohamed El-Erian acuñó hace algunos años se ha incorporado prácticamente al vocabulario cotidiano, pero hoy en día tiene un matiz algo trasnochado que evoca las aguas más calmadas de 2011, muy lejos de la posible tormenta perfecta que se avecina en 2012. La Nueva normal a la que aludían PIMCO y otros economistas consistía en un mundo de crecimiento bajo en Occidente, desempleo elevado y desapalancamiento relativamente ordenado. Ahora da la impresión de que nos encaminamos hacia un mundo en el que la distribución normal tiene colas mucho más gruesas, casi análogo a una distribución bimodal. Es como si la Tierra tuviera dos lunas en lugar de una, dos crecientes tumores cancerosos de igual tamaño que amenazan con destruir las mareas financieras, los océanos y la vida económica tal como la hemos conocido en el último medio siglo. Bienvenidos a 2012.

### El binomio Vieja-Nueva normal

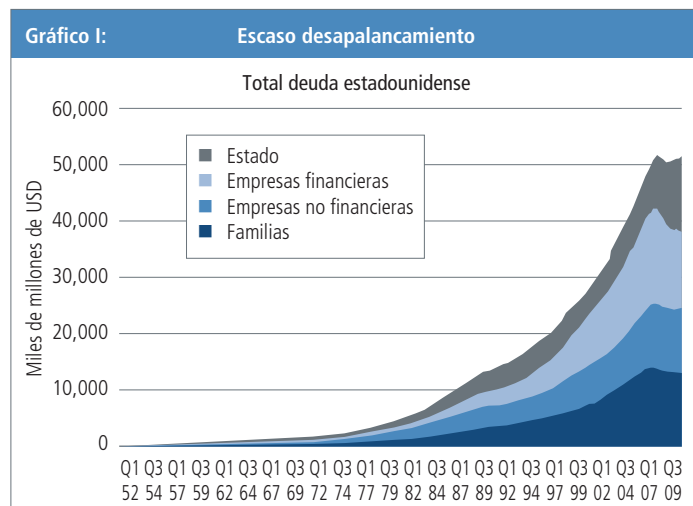
Pero antes de saludar al Nuevo Año con un pronóstico bastante sombrío, permítanme siquiera describir lo que en términos de los mercados financieros podríamos entender como la «vieja normal». De hecho, sus primeros pasos se remontan a la adopción del sistema bancario de reserva fraccionaria a principios del siglo XX, aunque su edad adulta advino en 1971 cuando EE. UU. y el resto del mundo abandonaron el patrón oro y cimentaron un sistema crediticio basado en la deuda. Algunos lo denominaron el «patrón dólar» pero en realidad se trataba de un patrón de crédito basado en el dólar y, a

diferencia del oro —escaso y dotado de valor monetario intrínseco—, el nuevo patrón basado en el crédito no tenía ningún anclaje, ya fuera en el dólar o en algún otro valor de fondo. Todas las economías desarrolladas a partir de 1971 aprendieron a utilizar el crédito y la expansión de la deuda para impulsar el crecimiento y la prosperidad. Casi todas las economías desarrolladas y algunas emergentes se volvieron adictas al crédito en lugar de invertir en cosas tangibles y reales, como activo fijo y capital humano cualificado. Se dedicaron por tanto a fabricar papel y al parecer lo hicieron en un volumen tal que lo devaluaron. Los tipos de interés se redujeron y los activos se titulizaron hasta niveles extremos, y tras el colapso de Lehman Brothers en 2008 los mercados procedieron a sustituir crédito privado por soberano hasta que dicha trayectoria también pareció llegar a su límite. Todo ello nos ha conducido a unos rendimientos cercanos al cero y a unos acreedores que desconfían de todo salvo de unos pocos países. Los mercados financieros están implorionando —desapalancándose— lentamente, ya que existe demasiado papel y demasiada poca confianza. Adiós a la «Vieja normal», una parada para redefinir la «Nueva normal», y bienvenidos a un 2012 «Paranormal».

### Un 2012 Paranormal

Este proceso de desapalancamiento siempre ha formado parte de la tesis secular de PIMCO, pero los conceptos de «implosión» y de «distribución bimodal de colas gruesas» pertenecen más a la nueva era y, en ese sentido, son muy «de 2012». Tal vez lo primero que convenga aclarar es que, de hecho, la mayoría de las economías desarrolladas no se han desapalancado desde 2008. Sí lo han hecho algunas partes de ellas, como las familias de Estados Unidos y la

zona euro, o los países de la periferia europea. Pero el crédito en su conjunto se mantiene firme o, cuando menos, estático, debido a la proliferación de programas de expansión cuantitativa (QE) en EE. UU., el Reino Unido y Japón. Ahora parece que, bajo el tenue disfraz de la operación de refinanciación a largo plazo (LTRO) a tres años, se está levantando una ola gigantesca de expansión cuantitativa en la zona euro que, en la práctica, puede ser y será utilizada por los bancos para apoyar la emisión de deuda soberana. Sorprendentemente, los bancos italianos están emitiendo deuda garantizada por el Estado para obtener fondos del Banco Central Europeo (BCE), fondos que a continuación están reinvertiendo en bonos italianos, lo que conceptualmente equivale a una expansión cuantitativa o, para muchos, a un esquema de Ponzi.



Fuente: Bianco Research

Así pues, las economías mundiales y sus mercados crediticios, en lugar de desapalancarse y contraerse, siguen expandiéndose ligeramente. Pero en estos compases iniciales de 2012 afrontamos el riesgo de distribución bimodal de colas gruesas, algo aparentemente invisible en

---

2008. Claro está que la cola gruesa de la derecha de expansión económica y mayor inflación potencial lleva existiendo durante estos últimos 3 o más años; es una de las posibles consecuencias de los programas de QE y de una LTRO de 500.000 millones de euros. Sin embargo, en la otra cola está el potencial de implosión y de desapalancamiento real. En la medida en que **la mayoría de la deuda soberana se considera ahora asociada al riesgo de «crédito» en lugar de al de «tipos de interés», no es posible garantizar su inclusión en los mercados privados.** Si se permitiera a los bancos italianos comprar la deuda italiana, entonces los rendimientos de la deuda italiana se mantendrían apoyados artificialmente, aunque fuese a niveles del 7%. En tal caso, los mercados de deuda privada, y los bancos de países no periféricos en particular, podrían negarse a seguir participando con unas normas de juego que están vigentes desde 1971: adquirir deuda pública, utilizarla como garantía en operaciones de «repo» ante sus respectivos bancos centrales y utilizar los fondos así obtenidos para impulsar y apoyar la expansión económica del sector privado. En lugar de ello, al temer el impago de sus carteras de deuda soberana, los préstamos a un día o a cualquier plazo empezarían a acumularse en las cajas fuertes del BCE, el Banco de Inglaterra (BoE) y la Reserva Federal. El riesgo de crédito soberano reaviva, pues, los temores a la «trampa de la liquidez» y a los «efectos asimétricos de la política monetaria» que se creían enterrados y olvidados desde la Gran Depresión de la década de 1930.

Pero el desapalancamiento tiene ahora un **nuevo fantasma al que enfrentarse. Además del riesgo de impago crediticio, unos tipos de interés cercanos a**

**cero podrían estar corroyendo, a modo de termitas invisibles, la expansión global del crédito que dura ya 40 años.** Históricamente, los bancos centrales han confiado a ciegas en un modelo que predica que unos rendimientos cada vez menores estimularán la demanda agregada y, en el caso de los mercados financieros, impulsarán las compras de activos con cada vez mayor riesgo a medida que los inversores traten de asegurarse rentabilidades superiores. Unos tipos de interés oficiales próximos a cero y varias rondas de expansión cuantitativa han conseguido mantener temporalmente a flote los mercados de activos y las economías reales de EE. UU., Europa e incluso Japón. Ahora, con los tipos oficiales situados en cero o próximos a ese nivel, y con el QE en tela de juicio en casi todas las economías desarrolladas, resulta procedente cuestionarse no solo la eficacia de los modelos conceptuales históricos sino incluso la posibilidad de que, en contra de la creencia aceptada, pudieran resultar peligrosos para la sostenibilidad de la economía.

Conviene recalcar que no se trata de otra denominación de los «efectos asimétricos de la política monetaria» o la «trampa de la liquidez». Los dos conceptos citados dependen significativamente de la percepción de un aumento del riesgo en los mercados crediticios que, a su vez, reduce el incentivo de los prestamistas para expandir el crédito. Los tipos cercanos al nivel cero hacen algo más. Un tipo de interés igual a cero —independientemente de la calidad crediticia— no crea incentivo alguno para expandir el dinero. Will Rogers dijo una vez ingenuamente durante la Depresión que le preocupaba más la devolución de su dinero que la rentabilidad obtenida sobre su dinero. Pero desde una perspectiva global del sistema, cuando la

---

rentabilidad generada sobre el capital se acerca a cero en términos nominales y se convierte en sustancialmente negativa en términos reales, el funcionamiento normal del sistema puede entrar en crisis. Y todos empezamos a parecernos a Will Rogers.

Un buen ejemplo sería la quiebra del modelo de negocio de los fondos del mercado monetario, modelo en el que los gastos operativos, en el supuesto de mantenerse a perpetuidad los rendimientos actuales, hacen que deje de ser rentable. A medida que ello provoca una disminución de los activos del mercado monetario, el apalancamiento a nivel de todo el sistema se reduce, incluso si los clientes transfieren sus saldos a los bancos, pues estos reinvierten dichos recursos en reservas de la Fed en lugar de en papel comercial del sector privado. Además, dado un nivel cero de tipos de interés, los bancos dejan de perseguir agresivamente la captación de depósitos debido a la dificultad de lucrarse con su inversión. Una cosa es captar depósitos que pueden reinvertirse sin riesgo con una prima de rentabilidad asociada al plazo: los bonos del Tesoro estadounidense a dos/tres/incluso cinco años son un buen ejemplo. Pero cuando dichos bonos del tramo de vencimientos a corto plazo tan solo rinden entre 20 y 90 puntos básicos, la costosa infraestructura del banco reduce el potencial de beneficios. No es casual que dentro de las filas bancarias se estén produciendo miles y miles de despidos, y que se esté dando marcha atrás en la expansión de sucursales en todo el sector.

Desde el punto de vista de unos tipos de interés de financiación bajos, esta paradoja parece ilógica a primera vista. Si un banco puede tomar dinero prestado a casi el 0%, en teoría no debería tener problemas para obtener

beneficios. Lo importante, en realidad, es el aplanamiento de la curva de tipos y su efecto en el crédito en todos los mercados crediticios. El capitalismo no funcionaría bien si los fondos federales (préstamos a un día de los bancos a la Fed) y los bonos del Tesoro a 30 años coexistieran perpetuamente al mismo nivel de rendimiento, o si otro tanto ocurriese con el papel comercial y los bonos corporativos a 30 años. Las causas que están detrás del desapalancamiento tanto del sector financiero como del crecimiento económico real no tienen que ver solo con los niveles excesivos de deuda, la insolvencia y la trampa de liquidez; los auténticos culpables son el rendimiento nominal cercano a cero, la hipótesis de que permanecerá ahí durante un «periodo de tiempo prolongado» y el consiguiente aplanamiento de las curvas de tipos. **El que los tramos cortos de las curvas de tipos sean relativamente planos en tipos de interés en torno al cero también resulta crítico. Si se mantuvieran planos en el 5% como en 2007, los bancos y los inversores podrían alargar los vencimientos y acceder a ganancias de capital. Ahora que los tipos están en el 1% o menos, eso no es posible. El apalancamiento está limitado.**

Conceptualmente, cuando el sistema financiero no encuentra salidas viables para el crédito que crea, procede a desapalancarse. Este aspecto debería contemplarse tanto desde una perspectiva del rendimiento como del riesgo de crédito. Cuando tanto el rendimiento como el crédito corren peligro, la combinación puede resultar letal. El reciente ejemplo de MF Global pone de relieve este concepto, lo mismo que el comportamiento de los depositantes en algunas economías europeas en dificultades. Si un inversor

---

mantiene dinero depositado en un banco de inversión o con un *broker* que no solo tiene su continuidad amenazada sino que además apenas recibe remuneración por él, ¿por qué mantener el depósito? Tal vez el inversor se sentiría más tranquilo con un billete de 100 dólares en casa debajo del colchón que con esos 100 dólares depositados con el *broker*, incluso si cuenta con la protección del fondo de garantía de depósitos. En tal caso, el conjunto del sistema sufre un desapalancamiento, que impide la concesión de crédito históricamente necesaria para la expansión de la economía.

Esta nueva dualidad —**riesgo de crédito y riesgo de tipos de interés en niveles cercanos a cero**— es lo que caracteriza a los mercados financieros de 2012. Ofrece la posibilidad de lo imprevisto —el **desapalancamiento**— simbolizada por la **cola gruesa de la izquierda o de medidas expansivas del banco central generadoras de inflación simbolizadas por la cola gruesa de la derecha**. Espero que la reunión de la Fed en enero seguirá en varios sentidos la misma pauta que el BCE. En este caso no adoptará la forma de financiación a tres años por parte del banco central, sino que utilizará el lenguaje del comunicado para garantizar que el precio del dinero se mantendrá constante en 25 puntos básicos durante tres años o más, hasta que la inflación o el desempleo alcancen determinados niveles objetivo. Es decir, el mismo concepto (QE), pero con otro nombre. Si no funciona, podría anunciarse una nueva ronda QE3 —probablemente hacia mediados de año— y se pondría en marcha toda la maquinaria para conseguir reactivar la economía. Pero el resultado final de la disyuntiva entre desapalancamiento, simbolizado por la cola izquierda, e

inflación, representada por la cola derecha, es incierto. Ambas colas presentan la misma probabilidad.

### Repercusiones para la inversión

La pregunta crucial es, naturalmente, si los esfuerzos del BCE, el BoE y la Fed tendrán éxito. ¿Conseguirán reanimar el espíritu del capitalismo pese a los riesgos de crédito y de un precio del dinero cercano a cero? Habrá que esperar para saberlo. Con todo, los inversores deberían cubrirse hasta que el resultado sea más evidente.

### Mercados de renta fija:

- (1) Las duraciones y los vencimientos medios deberían situarse en sus límites máximos permitidos. Incluso si la reflación tiene éxito, ello requerirá el mantenimiento de niveles de tipos bajos por parte de la Fed y otros bancos centrales durante un «periodo de tiempo prolongado» La *represión financiera* depende de unos rendimientos reales negativos, y hasta que la inflación repunte durante un periodo de varios años como mínimo, los bancos centrales se mantendrán inmóviles en torno al nivel cero.
- (2) El grueso de las posiciones de deuda soberana debería mantenerse en EE. UU. En la medida en que sea posible la implosión del crédito de la zona euro, los inversores deberían inclinarse por aquellos soberanos con «situación crediticia menos mala» que presenten los balances comparativamente más saneados. Ahora bien, todo lo que esté por debajo de 5 años en vencimiento no rinde prácticamente nada y aporta una ventaja ínfima en términos de *rolldown*. Recomendamos centrarse en el tramo de vencimientos entre 5 y 9 años de la curva del Tesoro para protegerse

---

frente a la inflación, lo que creará oportunidades para aprovecharse de ganancias de capital vía *rolldown*.

- (3) Las inversiones a largo plazo en títulos del Tesoro deberían adoptar la forma de TIPS.

Si la amenaza de inflación se convierte en realidad, los inversores querrán contar con activos que ofrezcan protección frente a la subida del coste de la vida.

- (4) La adquisición de crédito corporativo debería concentrarse en el papel con calificación A y AA. También debería contemplarse la opción de invertir en deuda senior, en lugar de subordinada, de entidades financieras/bancos, dado el riesgo de posibles quitas en el futuro.
- (5) Los bonos municipales de EE. UU. representan una oportunidad desde una perspectiva de valoración. Sus rendimientos del 5%–6% se sitúan cerca de parámetros históricamente máximos respecto a los bonos del Tesoro. No obstante, comportan riesgo; no solo volatilidad, sino riesgo ocasional de impago. Esto no significa que nos hagamos eco de Meredith Whitney: simplemente constata que, por lo general, en el mundo actual obtienes aquello por lo que pagas y no hay nada gratis. Ser selectivo y evitar estados/municipalidades con problemas de financiación y déficit por pensiones.
- (6) Seguir evitando la deuda «atrapamoscas» de los países periféricos. Por ejemplo, los bonos italianos al 7% son apetitosos pero podrían esconder trampas ocultas en forma de rebajas de precio en 2012.

### **Renta variable y materias primas:**

- (1) La renta variable es más rentable que la renta fija, y tenderá a superarla en cualquier tipo de escenario salvo en uno: el desapalancamiento asociado a la cola gruesa izquierda. No obstante, ese es precisamente el que nos preocupa. Por tanto, la asignación a renta variable debería favorecer a compañías que generan altas rentabilidades de sectores con flujos de caja relativamente estables. Las compañías eléctricas (que parecen sobrecompradas), las grandes farmacéuticas y las multinacionales deberían encabezar la lista de compras.
- (2) Las materias primas podrían evolucionar de un lado o de otro dependiendo del resultado de las colas, pero su naturaleza de recurso escaso y los aspectos geopolíticos (Irán) invitan a un sesgo positivo. Un precio del oro en 1.550 dólares parece caro pero mantendrá la tendencia al alza si los programas de QE continúan.

### **Divisas:**

- (1) El dólar se verá muy favorecido en el escenario asociado a la cola izquierda (desapalancamiento) y muy perjudicado en el representado por la cola derecha (expansión reflacionaria mundial).

### **Resumen**

De cara a 2012, en un mundo en proceso de desapalancamiento y con tipos de interés tendentes al cero, los inversores deben rebajar sus expectativas de rentabilidad. Se prevén rentabilidades a largo plazo del 2%–5% en renta

---

variable, renta fija y materias primas en unos mercados financieros mundiales que se han visto empujados hacia el nivel cero, configurando un mundo en el que la revalorización sustancial del precio en términos reales se acerca a lo matemáticamente improbable. Ajusten sus expectativas, prepárense para un rango de resultados bimodal. Esta vez es diferente, y seguirá siéndolo durante algunos años. La «Nueva normal» dará paso a lo «anormal», «infranormal», «paranormal» y mucho más. Los mercados financieros y las economías mundiales corren grave peligro.

William H. Gross

Director ejecutivo

**PIMCO Europe Ltd**, PIMCO Europe Ltd Munich Branch y PIMCO Europe Ltd Amsterdam Branch están autorizadas y reguladas por la Autoridad de Servicios Financieros (Financial Services Authority) en el Reino Unido, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londres E14 5HS. PIMCO Europe Ltd Munich Branch está asimismo sujeta a la supervisión de la BaFin en Alemania de acuerdo con el artículo 53b de la Ley de banca de Alemania, y PIMCO Europe Ltd en Amsterdam está regulada por la AFM en los Países Bajos. PIMCO Europe Ltd - Italy está a su vez sujeta a la supervisión del CONSOB en Italia de acuerdo con el artículo 27 de la Ley financiera refundida de Italia. Los servicios y productos proporcionados por PIMCO Europe Ltd están disponibles exclusivamente para clientes profesionales, tal como se define este término en el Manual de la Autoridad de Servicios Financieros. No se encuentran disponibles para inversores individuales, quienes no deberían adoptar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación. | **PIMCO Deutschland GmbH** (sociedad registrada con el n.º 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Alemania) está autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin) (Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main) en Alemania de acuerdo con el artículo 32 de la Ley de banca de Alemania (KWG). Los servicios y productos proporcionados por PIMCO Deutschland GmbH están disponibles exclusivamente para clientes profesionales, tal como se define este término en el apartado 2 del artículo 31a de la Ley de valores de Alemania (WpHG). No se encuentran disponibles para inversores individuales, quienes no deberían adoptar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación.

Por activo «sin riesgo» se entiende un activo que, en teoría, posee una rentabilidad futura cierta. Los bonos del Tesoro de EE. UU. tienden a asimilarse al activo «sin riesgo» debido a que gozan del respaldo del Gobierno de Estados Unidos. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.

**Las rentabilidades pasadas no garantizan ni son un indicador fiable de las rentabilidades futuras.** Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor. La inversión en los mercados de renta fija conlleva determinados riesgos, entre los que se incluyen el riesgo de mercado, de tipos de interés, de contraparte, de crédito y de inflación. Los bonos ligados a la inflación (ILB) emitidos por un gobierno son valores de renta fija cuyo principal se reajusta de forma periódica en función de la tasa de inflación; los ILB pierden valor cuando los tipos de interés reales aumentan. Los valores del Tesoro protegidos contra la inflación (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) son ILB emitidos por el Gobierno de Estados Unidos. Los valores de deuda soberana están normalmente respaldados por el gobierno que los emite, las obligaciones de agencias y organismos de la Administración de Estados Unidos cuentan con distintos grados de soporte pero en general no están respaldadas por el pleno crédito y la solvencia del Gobierno federal estadounidense; las carteras que invierten en tales valores no están garantizadas y su valor podrá fluctuar. Los ingresos procedentes de los bonos municipales podrán estar sujetos a impuestos de ámbito estatal y local y, ocasionalmente, al impuesto mínimo alternativo. El valor de las acciones puede descender debido a las condiciones, tanto reales como supuestas, del mercado general, la economía y los diferentes sectores. Las materias primas conllevan mayores riesgos de mercado, políticos, regulatorios y vinculados a condiciones naturales, por lo que podrían no ser apropiadas para todo tipo de inversores.

Las opiniones y estrategias aquí descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. Se recomienda consultar a un asesor financiero acerca de estas cuestiones.

Este material refleja las opiniones del autor, que no coinciden necesariamente con las de PIMCO. Dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este material se distribuye con fines meramente informativos. Las previsiones, estimaciones y determinada información incluidas en el presente artículo se basan en el análisis interno, y no deben considerarse como asesoramiento de inversión ni como una recomendación respecto de ningún valor, estrategia o producto de inversión. La información incluida en el presente documento se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque ello no puede garantizarse. No está permitido reproducir ninguna parte del mismo, con independencia del formato utilizado, ni hacer referencia a él en ninguna otra publicación, sin previo permiso expreso por escrito de PIMCO Europe Ltd. ©2012, PIMCO.

---

#### Londres

PIMCO Europe Ltd  
Nations House  
103 Wigmore Street London W1U 1QS Inglaterra  
+44 20 7872 1300

---

#### Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch  
Schiphol Boulevard 315 Tower A6  
1118 BJ Luchthaven Schiphol Holanda  
+31 20 655 4710

---

#### Milán

PIMCO Europe Ltd - Italy  
Largo Richini 6  
20122 Milan Italia

---

#### Munich

PIMCO Deutschland GmbH  
PIMCO Europe Ltd, Munich Branch  
Munich Alemania  
+49 89 1221 90

---

#### Zurich

PIMCO (Suiza) LLC  
Dreikoenigstrasse 31a  
8002 Zurich Suiza  
+41 44 208 3867

---

#### Hong Kong

---

Newport Beach Sede central

---

#### Nueva York

---

#### Singapur

---

#### Sydney

---

#### Tokio

---

#### Toronto

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

**PIMCO**