



PERSPECTIVAS  
SECULARES

JUNIO DE 2023

# La economía de las réplicas

Es probable que los mercados registren más volatilidad a medida que la economía mundial vaya dejando atrás un periodo marcado por grandes estímulos monetarios y fiscales. En esta nueva era, los rendimientos atractivos de los bonos de alta calidad respaldan un enfoque de inversión más resiliente.



## CONCLUSIONES CLAVE

### AUTORES:

**Richard Clarida**

Asesor económico global

**Andrew Balls**

Chief Investment Officer

Renta fija global

**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

El mundo ha sido testigo de importantes disrupciones económicas, financieras y geopolíticas durante los primeros años de la década de los 2020, y pasará tiempo hasta que las consecuencias de estos *shocks* se dejen de sentir por completo. Durante el reciente Foro Secular de PIMCO, debatimos las posibles consecuencias a largo plazo de las recientes dinámicas cíclicas de corto plazo.

La economía mundial está dejando atrás un periodo de masivas intervenciones fiscales y monetarias que, probablemente, no se volverán a repetir en nuestro horizonte secular. Después de que la inflación mundial se disparase tras la pandemia, los bancos centrales empezaron a reconocer que las políticas monetarias no convencionales entrañan costos, además de beneficios, mientras que se espera que el fuerte aumento de los niveles de endeudamiento de los gobiernos limite su capacidad fiscal para afrontar futuras recesiones.

Ahora que, posiblemente, ha terminado la era de las políticas que suprimían la volatilidad, es probable que los mercados atraviesen un periodo de mayor volatilidad con un número inusualmente elevado de posibles consecuencias. Creemos que los riesgos para el crecimiento mundial muestran un sesgo bajista en nuestro horizonte secular a cinco años y que las distintas clases de activos probablemente tendrán rentabilidades más diferenciadas en esta nueva era.

Prevedemos que los bancos centrales mantendrán sus actuales objetivos de inflación y priorizarán el mantener ancladas en esos niveles las expectativas de inflación a largo plazo. Creemos que las tasas de interés reales neutras a largo plazo oscilarán entre el 0% y el 1%. Ante el aumento de la deuda gubernamental y el posible retorno de la prima de riesgo por inflación, creemos que la curva de tasas ganará inclinación porque los inversores exigirán una mayor compensación por invertir en bonos a más largo plazo en el horizonte secular.

Nuestras expectativas de que las tasas de interés neutras se mantengan bajas y que la inflación regrese al nivel objetivo refuerzan nuestras perspectivas positivas para la renta fija tradicional y de alta calidad. Tras repuntar con fuerza el año pasado, los niveles de partida de los rendimientos –que, históricamente, han mostrado una fuerte correlación con las rentabilidades futuras– de los bonos de alta calidad se acercan a las rentabilidades medias a largo plazo de la renta variable, pero con una volatilidad potencialmente muy inferior y más protección frente a las caídas. Esto podría ayudar a los inversores a construir portafolios prudentes y resilientes sin sacrificar potencial alcista. Tenemos una preferencia por inversiones de alta calidad y mayor liquidez, y seguimos siendo cautelosos con respecto a las áreas más sensibles a la economía. Prevedemos que los mercados privados ofrecerán oportunidades cada vez más atractivas, sobre todo a la vista del cambiante entorno bancario.

Una nueva era de tensión geopolítica entre el superpoder establecido y un rival emergente probablemente tendrá implicaciones económicas globales. Seguimos pensando que el dólar estadounidense conservará su estatus como la divisa dominante mundial, pese a la creciente brecha fiscal de Estados Unidos y a su mayor nivel de endeudamiento, pero creemos que existen oportunidades en otras áreas.



## Oradores invitados al Foro Secular de 2023

### Tim Adams

Presidente y CEO, Institute of International Finance

### Alejandro Díaz de León

Ex gobernador del Banco de México

### Elizabeth Economy

Senior Fellow, Instituto Hoover, Universidad de Stanford; ejerce como Senior Advisor sobre China en el Departamento de Comercio de EE. UU.

### Niall Ferguson

Autor; Milbank Family Senior Fellow, Instituto Hoover, Universidad de Stanford; Senior Faculty Fellow, Centro Belfer para la Ciencia y los Asuntos Internacionales, Universidad de Harvard

### Kathryn Judge

Profesora de Derecho, Harvey J. Goldschmid, Columbia Law School

### Adi Kumar

Senior Partner y responsable mundial de Reinvertir en Economías, McKinsey & Company

### Nancy Lazar

Chief Global Economist, Piper Sandler

### Michael Pettis

Profesor de Finanzas, Guanghua School of Management, Peking University; Senior Fellow, Carnegie Endowment for International Peace

### Hélène Rey

Profesora de Economía, Lord Bragi, London Business School

### Consejo Asesor Mundial de PIMCO

Expertos de renombre internacional en temas económicos y políticos

# Tema secular: La economía de las réplicas

La disrupción constante –del orden económico y financiero mundial, del equilibrio geopolítico y del tamaño y el alcance de las intervenciones políticas– ha caracterizado los primeros tres años de esta década y, en nuestra opinión, representa una nueva realidad que los inversores deberán tener muy presente durante los próximos cinco años. Se trata de una tendencia que ya hemos abordado en nuestras *Perspectivas Seculares* de los últimos años y que volvimos a tratar durante el Foro Secular de mayo de 2023.

En nuestras perspectivas seculares del año pasado, "[En busca de resiliencia](#)", planteamos que, en un mundo más fracturado, los gobiernos y las empresas priorizarían cada vez más la seguridad frente a la eficiencia económica a corto plazo. También alertamos de que la reubicación de las cadenas de suministro a países amigos y el mayor gasto público en iniciativas energéticas y defensa nacional podrían generar presiones inflacionarias.

Aunque estas tesis siguen siendo válidas en términos generales, nuestras perspectivas para los próximos cinco años incorporan y evalúan varias cuestiones importantes que han surgido desde nuestro foro de mayo de 2022, entre las que se incluyen:

- una política monetaria más agresiva como respuesta al repunte de la inflación mundial más fuerte y sostenido de los últimos 40 años;
- el debate sobre dónde se situarán las tasas de interés neutras cuando los bancos centrales logren devolver la inflación a los niveles objetivo (en su caso);
- tres de las quiebras bancarias más grandes en la historia de Estados Unidos y el colapso de Credit Suisse en Europa;
- la aprobación de tres leyes ambiciosas –*Infrastructure Investment and Jobs Act*, *Inflation Reduction Act* y *CHIPS and Science Act*– que respaldarán la nueva política industrial estadounidense, más asertiva, y supondrán un factor de impulso cíclico y secular a medida que el dinero vaya llegando a la economía.
- señales contradictorias sobre la dirección económica y geopolítica de China bajo el tercer mandato del presidente Xi Jinping.

Nuestras previsiones seculares también tienen en cuenta nuestras últimas *Perspectivas Cíclicas*, "[Mercados fracturados, bonos sólidos](#)", en las que anticipamos que los mercados desarrollados vivirán recesiones suaves y que el endurecimiento de las condiciones de crédito eleva los riesgos bajistas. Además, afirmamos que los principales bancos centrales del mundo no tardarán en poner fin a sus ciclos de subidas de tasas, pero aún tardarán en normalizar o flexibilizar sus políticas monetarias, mientras que las futuras medidas fiscales podrían verse limitadas por el nivel elevado de endeudamiento y el papel que han desempeñado los estímulos post-pandemia en el repunte de la inflación.

En este entorno de disrupciones continuas y múltiples, las dinámicas cíclicas a corto plazo están teniendo consecuencias estructurales más duraderas, dando pie a lo que hemos denominado "la economía de las réplicas", en referencia a los temblores secundarios, normalmente de menor intensidad, que se producen después de un terremoto. A continuación, compartimos algunas de las principales implicaciones económicas y de inversión que identificamos en nuestro Foro Secular de 2023.

# Es probable que persistan la volatilidad macroeconómica y las tensiones geopolíticas

Conviene recordar que los tres primeros años de esta década han sido muy inusuales, en comparación con la década anterior.

El mundo se enfrentó a una pandemia histórica que las autoridades contrarrestaron confinando y paralizando grandes áreas de la economía mundial e inyectando masivos estímulos fiscales y monetarios. Con el tiempo, esos estímulos, junto con el costo de reactivar la economía mundial y restaurar las cadenas de suministro, alimentaron el repunte más fuerte y sostenido de la inflación mundial en 40 años. Los bancos centrales respondieron con el ciclo de subidas de tasas más agresivo de las últimas décadas y las consecuencias incluyeron una caída de los mercados financieros en 2022, una crisis bancaria, un endurecimiento de las condiciones de crédito y pronósticos generalizados de que se producirá una recesión este año o el próximo (gráfico 1).

Las repercusiones de estos acontecimientos probablemente durarán años. Preveemos que los ciclos económicos serán más cortos y volátiles, por lo que los gobiernos tendrán menos margen para aplicar políticas fiscales contracíclicas, mientras que los bancos centrales estarán menos dispuestos a aprobar la inyección de dosis ilimitadas de expansión cuantitativa (QE).

Anticipamos una era en la que los problemas de oferta –y no solo la falta de demanda– así como los cambios permanentes que ha experimentado el mercado de trabajo desde la pandemia serán importantes fuentes de turbulencias económicas y continuarán presionando al alza los precios globales.

**Gráfico 1: En el Foro Secular del año pasado (mayo de 2022) observamos varias cosas que no veíamos desde hace tiempo**

En mayo de 2022, si estaba observando el mercado hace...	Nunca antes había visto...
13 años	El índice MOVE, que mide la volatilidad del mercado de renta fija, en 180
15 años	Una tasa de interés de referencia estadounidense superior al 5%
34 años	Una inflación media de dos cifras en los países de la OCDE
42 años	La Fed subiendo sus tasas 475 puntos base en 12 meses

Fuente: ICE BAML, Reserva Federal estadounidense, OCDE a mayo de 2022

Aunque, en general, compartimos la visión predominante de que el crecimiento mundial promedio en nuestro horizonte secular decepcionará en comparación con la experiencia previa a la pandemia, también pensamos que los riesgos para el crecimiento muestran un claro sesgo bajista.

Las razones incluyen el riesgo de un endurecimiento más agudo y persistente de las condiciones financieras globales debido a la reciente turbulencia del sistema bancario y la respuesta política a la misma, los efectos contractivos derivados de las subidas de tasas simultáneas de los bancos centrales más fuertes de lo esperado, la posible escalada del conflicto en Ucrania, un potencial debilitamiento de la recuperación económica en China y el creciente riesgo de una confrontación entre Estados Unidos y China por Taiwán.

Nuestro foro incluyó presentaciones sobre la trayectoria que podrían seguir las tasas de interés neutras nominales y reales, así como sobre dónde podrían situarse los objetivos de inflación de los bancos centrales en los próximos cinco años. Creemos que, en las economías avanzadas, las tasas de interés neutras reales oscilarán entre el 0% y el 1% (el "nuevo neutro") en nuestro horizonte secular, anclados por poderosos factores de largo plazo como el envejecimiento de la población y el lento crecimiento de la productividad.

En cuanto a la relación entre Estados Unidos y China, se espera que continúe dominando las dinámicas geopolíticas. Como sugiere Niall Ferguson –uno de los oradores invitados al foro– es posible que estemos viviendo una "Segunda Guerra Fría" que tendrá implicaciones para todos los países del mundo porque influirá en las alianzas y las relaciones comerciales. No obstante, preveemos que las tendencias en el comercio internacional y los patrones de inversión se verán mucho más influidas por una reducción del riesgo que por el desacoplamiento actual. Las cadenas de suministro no se están desacoplando, sino que, en su mayoría, están en proceso de reubicarse a países amigos, una tendencia que, al menos en Estados Unidos, ya está en marcha.

# Las autoridades afrontan restricciones y fatiga

A pesar del fuerte aumento que ha experimentado la inflación tras la pandemia, creemos que los bancos centrales harán lo necesario para mantener las expectativas de inflación a largo plazo ancladas en sus objetivos de inflación actuales. Aunque no esperamos que los bancos centrales de mercados desarrollados modifiquen formalmente sus objetivos, sí vemos factible que aquellos con un objetivo del 2% estén dispuestos a tolerar una inflación del "2% con algo" como parte de una estrategia de "desinflación oportunista" según la cual la caída de la demanda agregada durante una futura recesión devolverá la inflación al nivel objetivo. En relación con nuestro escenario principal, creemos que los riesgos para la inflación muestran un sesgo alcista.

En cuanto a las herramientas políticas, y dados los niveles astronómicos que ha alcanzado la deuda soberana con respecto al PIB (ver gráfico 2), el espacio fiscal se verá más limitado que en el pasado –por cuestiones políticas o por los mercados financieros–, lo que restringirá la capacidad de la política fiscal para suavizar cualquier recesión futura.

También contemplamos la posibilidad de que los bancos centrales del mundo empiecen a experimentar fatiga en relación con la expansión cuantitativa. Por primera vez en décadas, una inflación alta y persistente ha puesto de relieve que, como con cualquier decisión económica, la expansión cuantitativa y la generosidad fiscal pueden acarrear un costo, además de generar beneficios.

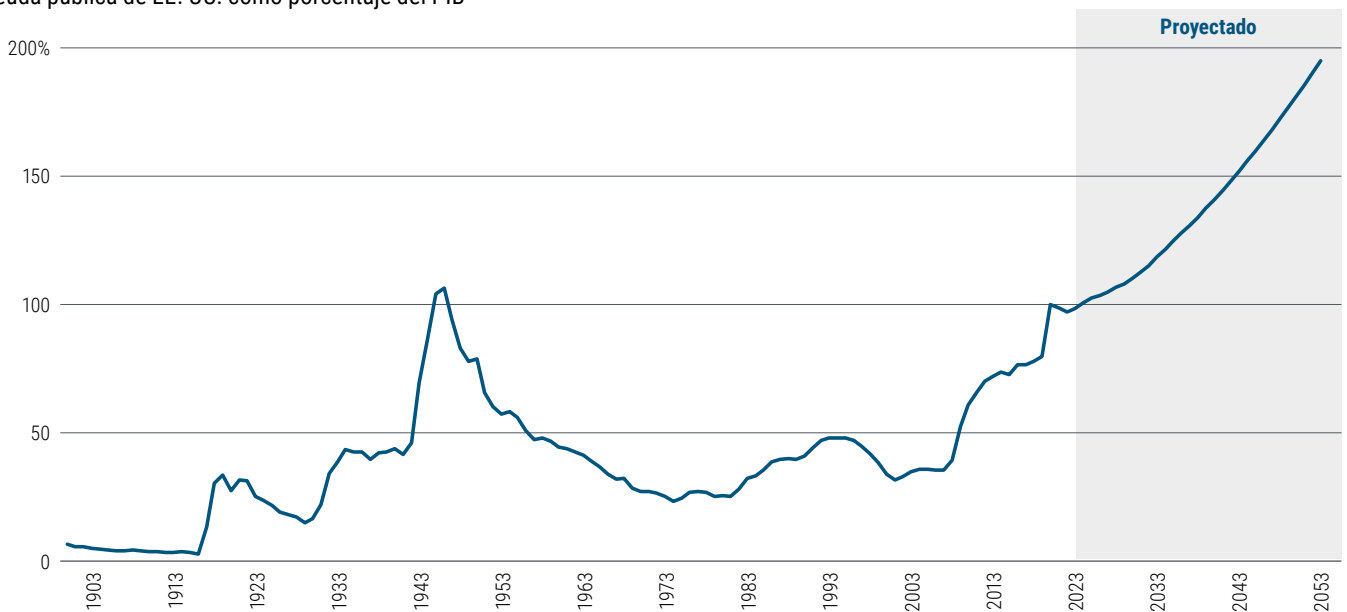
Esto podría tener implicaciones para las futuras decisiones de política monetaria, puesto que los manuales que funcionaron durante los últimos 15 años ya no resultan tan relevantes. Y en mundo fatigado por la expansión cuantitativa y donde las capacidades fiscales se ven limitadas, una disrupción cíclica podría volverse secular.

Con menos margen para implementar la política fiscal tradicional, los gobiernos podrían acabar recurriendo cada vez más a las intervenciones regulatorias.

Esto creará ganadores y perdedores en los sectores afectados, lo que generará oportunidades para los gestores de activos que sigan un enfoque activo.

**Gráfico 2: Se estima que la deuda estadounidense como porcentaje del PIB aumentará sustancialmente a largo plazo**

Deuda pública de EE. UU. como porcentaje del PIB



Fuente: Datos y proyecciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso estadounidense (CBO) a febrero de 2023

Tras el colapso de Credit Suisse, así como los fracasos y resoluciones engorrosas de Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank, pensamos que los llamamientos a repensar y rediseñar la arquitectura financiera en la que operan los bancos acabarán ganando apoyo.

Esto se traducirá, al menos en Estados Unidos, en una regulación más estricta que exigirá que las entidades cuenten con mayores niveles de capital y liquidez. Es probable que el rol de los bancos como intermediarios de liquidez se vea reducido y que algunas actividades tradicionales se deriven a los mercados privados y los préstamos no bancarios. Vemos una oportunidad para intervenir como prestamista sénior en áreas de las que antes se ocupaban los bancos regionales, como los préstamos al consumo, el crédito hipotecario y diversas formas de financiación respaldada por activos.



# Abundan las réplicas y las disrupciones potenciales

Las discusiones mantenidas durante nuestro foro no solo han servido para fundamentar las perspectivas que acabamos de describir: también pusieron de relieve la notable variedad de réplicas que podrían surgir en nuestro horizonte secular.

El resultado de la elecciones presidenciales de 2024 y el control del Congreso podrían tener profundas implicaciones para la política monetaria y fiscal de Estados Unidos, así como para su política exterior. El tenor político implica que, probablemente, habrá más presión para aplicar "mano dura con China", independientemente de quién acabe residiendo en la Casa Blanca.

Del mismo modo, las elecciones presidenciales de 2024 en Taiwán podrían marcar un punto de inflexión en las relaciones entre Estados Unidos y China, porque la rivalidad entre ambos países se está volviendo estructural y porque China está intentando reafirmar cada vez más su posición en Asia. Si el Kuomintang (KMT) derrota al Partido Democrático Progresista (DPP), actualmente en el poder y más favorable a la independencia, el riesgo de confrontación sobre Taiwán podría reducirse.

Pero, aunque no se produzca un conflicto militar, la rivalidad entre Estados Unidos y China podría intensificarse en otros frentes. Las implicaciones económicas podrían incluir aumentos inesperados de la demanda y *shocks* de oferta, nuevos cambios en el ámbito del comercio internacional vinculados a la relocalización de la producción a regiones cercanas o países amigos, duplicación de las cadenas de suministro o, incluso, la posibilidad de que China se replantee sus posiciones en bonos del Tesoro estadounidense. Entretanto, la orden ejecutiva que se anticipa en Estados Unidos en relación con las salidas de capital probablemente sea el comienzo, y no el final, de un periodo de endurecimiento de las restricciones a los flujos de capital que se suman a las que ya se aplican para el control de las exportaciones.

Vemos riesgos ligados a las perspectivas de inflación, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo. Aunque no es nuestro escenario principal, es posible que la inflación estadounidense sea más persistente de lo que se preveía y que no caiga por debajo del 4% a medio plazo, o que se quede más cerca del 3% en nuestro horizonte secular.

Además, existe incertidumbre sobre cómo responderán a las presiones inflacionarias los mercados emergentes vs. los desarrollados. Y también sobre cómo influirá a largo plazo una inflación real elevada en las expectativas de inflación, dado el persistente aumento de la inflación hasta niveles que no se registraban desde hace décadas.

Los bancos centrales podrían seguir afrontando el reto de equilibrar objetivos contradictorios como mantener el crecimiento, reducir la inflación y minimizar la inestabilidad financiera, al mismo tiempo que demuestran que han aprendido la lección tras la "inflación desenfrenada" de la década de los 2020. La posibilidad de que se adopten de manera generalizada las monedas digitales de bancos centrales (CBDC) o las criptomonedas estables (stablecoins) privadas también se perfila como un posible disruptor del orden financiero mundial que podría llegar a cuestionar el dominio mundial del dólar estadounidense –aunque no es probable que esto suceda durante nuestro horizonte secular.

Desde la invasión rusa de Ucrania, Europa en particular ha sufrido *shocks* de oferta y de demanda energética que han convertido la seguridad y la independencia energéticas en objetivos prioritarios, lo que podría obligar a determinados países a invertir más en fuentes de energía y acelerar la transición ecológica, contribuyendo a las presiones inflacionarias.

---

## La amplia adopción de modelos de lenguaje de inteligencia artificial representa una fuente de incertidumbre.

---

La adopción acelerada de modelos grandes de lenguaje (LLM) de inteligencia artificial (IA) representa una fuente de incertidumbre. En nuestro horizonte secular, podría influir muy positivamente en la mejora de la productividad, lo que a su vez podría presionar a la baja la inflación y al alza las tasas de interés reales. Esta influencia positiva podría apreciarse en áreas como la conducción autónoma, menores costos de cambio para los consumidores y un mejor flujo de información. La IA también podría aumentar la longevidad humana, por ejemplo al acelerar descubrimientos médicos como los tratamientos oncológicos de inmunoterapia mediante el uso de nanotecnología.

Pero el rápido avance de la IA también entraña riesgos significativos, como una mayor difusión de desinformación en redes sociales o el riesgo de ciberataques. Además, la IA tiene el potencial, incluso en nuestro horizonte secular, de empeorar las tendencias de desigualdad de rentas, así como de contribuir a la polarización política y el populismo.



# Implicaciones para la inversión: Vale la pena ser resiliente

Dado que la era de la expansión cuantitativa, las tasas cercanas a cero y la supresión de la volatilidad por parte de los bancos centrales parece haber terminado, tenemos una preferencia por inversiones de alta calidad y mayor liquidez en nuestro horizonte secular y seguimos siendo cautelosos con respecto a las áreas más sensibles a la economía. Creemos que los rendimientos en los diferentes activos probablemente serán más diferenciados en esta nueva era de la economía de las réplicas.

## RENTA FIJA

Basándonos en los niveles desde los que parten ahora mismo los rendimientos –que, históricamente, han mostrado una fuerte correlación con las rentabilidades futuras– la renta fija de mayor calidad podría ofrecer un potencial de rentabilidad a largo plazo similar al de la renta variable, pero con mucha menos volatilidad y más protección frente a las caídas. Consideramos que los mercados de renta fija están descontando la volatilidad esperada de forma diferente a los de renta variable. Además, nuestra expectativa de que los bancos centrales mantendrán su credibilidad en lo referente a la estabilidad de precios respalda nuestra visión de la renta fija como cobertura frente al riesgo de renta variable en un portafolio diversificado.

Si la deuda gubernamental estadounidense acaba superando el 100% del PIB y ante la posibilidad de que vuelva a aplicarse una

prima de riesgo por inflación, es probable que la prima de plazo de los bonos del Tesoro estadounidense aumente y se convierta en un factor secular que intensifique la inclinación de la curva de tasas (ver gráfico 3). Aunque ahora mismo la curva está invertida, prevemos que los inversores acabarán exigiéndoles mayores rendimientos a los bonos a medio y largo plazo, dada la incertidumbre sobre la inflación. Esto reforzaría aún más el atractivo de la renta fija.

La crisis que sufrieron el año pasado los fondos de pensiones británicos con estrategias de inversión basadas en pasivos (liability-driven investments, o LDI) nos recuerda que los temores sobre la estabilidad fiscal también pueden afectar a los principales países de mercados desarrollados con moneda propia, además de a la eurozona y a los mercados emergentes. Los precios de mercado no sugieren que la estabilidad fiscal a largo plazo suscite mucha preocupación, pero el Reino Unido podría ser el indicador temprano de problemas fiscales a largo plazo.

Por su parte, la eurozona ha superado las distintas disrupciones y pruebas de estrés con relativo éxito, juzgado en términos de la estabilidad de sus mercados de deuda soberana, en comparación con las continuas crisis de hace una década. Esto responde, en parte, al rol del Banco Central Europeo y a un conjunto de herramientas fiscales más coherente para lidiar con los *shocks* macroeconómicos.

Gráfico 3: La prima de plazo del Tesoro estadounidense a 10 años sigue elevada y es probable que aumente



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, encuesta a los operadores del mercado primario a marzo de 2023. La prima de plazo se define como la compensación que exigen los inversores por asumir el riesgo de que las tasas de interés podrían cambiar durante la vida del bono.



Sin embargo, ante el incierto panorama bancario, será importante mantener el foco en identificar a los ganadores y a los perdedores. Tenemos un sesgo hacia la mejora de la calidad en el sector financiero, tanto en lo que se refiere a emisores individuales como dentro de la estructura de capital. El sistema bancario de la eurozona ha sobrellevado bastante bien los efectos secundarios de las turbulencias que afectaron a los bancos regionales estadounidenses, así como las repercusiones de la debacle de Credit Suisse. Pero la región sigue sin estar suficientemente preparada para afrontar una auténtica crisis bancaria, dadas las deficiencias que presentan los marcos existentes sobre resolución bancaria y garantía de depósitos.

### MERCADOS PÚBLICOS Y PRIVADOS

Advertimos contra cualquier complacencia derivada de los bajos niveles de volatilidad que han mostrado en los últimos años muchos activos de crédito privado frente a los mercados públicos. La revaluación en los mercados públicos está ganando velocidad, por lo que preveemos que los bonos de alta calidad ofrecerán una mejor compensación por el riesgo que algunos segmentos del crédito privado más sensibles al ciclo económico.

Aun así, el crédito privado podría beneficiarse de los recientes movimientos sísmicos que ha sufrido el sector bancario. En nuestro horizonte secular, anticipamos que abundarán los objetivos tanto en estrategias de préstamos privados productivos como en estilos de inversión más oportunistas.

Tras la crisis financiera mundial de 2008–2009, el prolongado periodo de bajas tasas de interés fomentó la búsqueda de rendimiento. El crédito privado experimentó un gran crecimiento que vino acompañado de una relajación de los estándares de suscripción. Una de las probables consecuencias serán las mayores pérdidas de crédito en el sector, lo que podría plantear desafíos para los activos existentes, pero también crear oportunidades a largo plazo.

Gran parte del crecimiento del crédito privado ha sido en forma de préstamos privados a empresas, una tendencia de la que extraemos dos conclusiones clave. La primera, que el inventario actual de crédito privado corporativo probablemente decepcionará a los inversores en un entorno económico más desafiante. La segunda, que los inversores podrían salir beneficiados si diversifican sus portafolios de crédito privado para incluir distintas formas de crédito privado productivo, como el crédito inmobiliario y el relacionado con la financiación especializada.

Es previsible que los retos a los que se enfrentan los mercados de crédito corporativo e inmuebles comerciales generen oportunidades de inversión para capital privado flexible que pueda invertir en toda la estructura de capital. Aunque requerirá paciencia, esperamos que surjan atractivas oportunidades a largo plazo derivadas del paso de un entorno de robusta formación de capital y complacencia a otro en el que no habrá tanto capital disponible y en el que los fundamentales sufrirán un deterioro.

## DIVISAS Y MERCADOS EMERGENTES

Seguimos pensando que el dólar estadounidense conservará su estatus como la divisa dominante mundial, pese a la creciente brecha fiscal de Estados Unidos y a su mayor nivel de endeudamiento, pero creemos que existen oportunidades en otras áreas. El uso del dólar en el comercio internacional podría seguir menguando lentamente a medida que el sistema de comercio mundial se fragmente aún más en bloques regionales que compitan entre sí. Esto podría dar comienzo al declive de la excepcionalidad de Estados Unidos y, potencialmente, a un periodo sostenido de mejores rentabilidades relativas para los activos no estadounidenses.

---

### Creemos que el dólar estadounidense seguirá siendo la divisa dominante mundial, pero también vemos oportunidades en otras áreas.

---

Una de las obligaciones que conlleva ser la moneda de reserva mundial es que, cuando el mundo entra en crisis, la gente quiere comprar dólares, lo que puede hacer que se aprecie en exceso. El dólar continuará viéndose perjudicado por los flujos de capital cíclicos y, con el tiempo, podría debilitarse frente a determinadas divisas de mercados emergentes, sobre todo las más beneficiadas por las tendencias de relocalización a países amigos.

Se espera que la contribución de los mercados emergentes a la economía mundial se acelere en los próximos cinco años en un entorno cada vez más multipolar. Los principales factores de impulso ya están en marcha e incluyen la globalización de los servicios, la relocalización de la producción a regiones cercanas o a países amigos, la carrera por el acceso a materias primas clave como el litio, el cobalto y los minerales raros, así como la transición ecológica. Todo esto dará lugar a un universo emergente más diverso que podrá contribuir a diversificar el riesgo en los portafolios globales.

En este periodo, en el que anticipamos disrupciones y ajustes continuos, las capacidades globales de PIMCO nos ayudan a encontrar el equilibrio entre posiciones más líquidas y resilientes e inversiones privadas más oportunistas, así como a encontrar valor tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. Nos proponemos identificar oportunidades de diversificación, valor relativo y rentabilidades ajustadas al riesgo en el universo de inversión más amplio posible sin mantener grandes concentraciones en las áreas de mayor riesgo.

## Sobre nuestros foros

PIMCO es un líder global en la gestión activa de renta fija, con una vasta experiencia en los mercados públicos y privados. Nuestro proceso de inversión está anclado en nuestro Foro Secular y nuestro Foro Cíclico. Cuatro veces al año, nuestros profesionales de inversión de todo el mundo se reúnen para analizar y debatir la situación de los mercados y la economía globales e identificar las tendencias que creemos que tendrán implicaciones de inversión importantes. En esos análisis de amplio alcance, aplicamos prácticas de las ciencias del comportamiento con miras a maximizar el intercambio de ideas, poner a prueba nuestros supuestos, contrarrestar los sesgos cognitivos y generar reflexiones inclusivas.

En el Foro Secular, que se celebra anualmente, nos centramos en las perspectivas para los próximos tres a cinco años, lo que nos permite posicionar los portafolios de manera que podamos beneficiarnos de los cambios estructurales y las tendencias en la economía global. Dada nuestra convicción de que la diversidad de ideas produce mejores resultados de inversión, invitamos a oradores distinguidos —economistas galardonados con el premio Nobel, responsables de formular políticas, inversionistas e historiadores— que aportan valiosas perspectivas multidimensionales a nuestros debates. También, nos complace la participación activa del Consejo de Asesores Globales de PIMCO, un equipo de cinco expertos en asuntos económicos y políticos reconocidos en todo el mundo.

En el Foro cíclico, que se celebra tres veces al año, nos centramos en las perspectivas para los próximos seis a doce meses, analizando la dinámica del ciclo de negocios en las principales economías de mercados desarrollados y emergentes, con énfasis en la identificación de los posibles cambios en las políticas monetarias y fiscales, las primas de riesgo de mercado y las valoraciones relativas que determinan el posicionamiento de los portafolios.

### El desempeño pasado no es garantía ni un indicador confiable de resultados futuros.

Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor. La inversión en el **mercado de renta fija** está sujeta a riesgos, incluidos el riesgo de mercado, de tasas de interés, de emisor, de crédito, de inflación y de liquidez. El valor de la mayoría de los instrumentos y las estrategias de renta fija se ve afectado por las variaciones de las tasas de interés. Los bonos y las estrategias de renta fija de duración más elevada tienden a ser más sensibles y volátiles que los valores con duraciones más cortas; el precio de los bonos baja, por lo general, cuando las tasas de interés suben, y los entornos de tasas de interés bajos incrementan este riesgo. La menor capacidad de las contrapartes de los bonos para satisfacer sus compromisos podría contribuir a reducir la liquidez del mercado e incrementar la volatilidad de los precios. En el momento del reembolso, las inversiones en renta fija pueden tener un valor superior o inferior a su coste inicial. La inversión en **valores denominados en moneda extranjera y/o domiciliados en el extranjero** puede comportar un mayor riesgo debido a las fluctuaciones cambiarias, así como a los riesgos económicos y políticos, que podrían acentuarse en los mercados emergentes. Las **tasas de cambio** pueden fluctuar significativamente durante periodos breves de tiempo, lo que puede reducir la rentabilidad de una cartera. El **crédito privado** implica una inversión en títulos no cotizados en bolsa que están sujetos al riesgo de liquidez. Las carteras que invierten en crédito privado pueden estar apalancadas y adoptar prácticas de inversión especulativas que aumentan el riesgo de pérdida de inversión. El valor de los **inmuebles** y de los portafolios que invierten en el sector inmobiliario puede fluctuar debido a: las pérdidas por siniestro o declaración de ruina, los cambios en las condiciones económicas locales y generales, la oferta y la demanda, las tasas de interés, los impuestos sobre bienes inmuebles, las restricciones normativas sobre alquileres, las leyes de zonificación y los gastos operativos. El **riesgo de gestión** es el riesgo de que las técnicas de inversión y los análisis de riesgo aplicados por el gestor de inversiones no produzcan los resultados deseados y que determinadas políticas o eventos puedan afectar las técnicas de inversión disponibles para el gestor en relación con la gestión de la estrategia. La **calidad crediticia** de un título concreto o de un conjunto de títulos no garantiza la estabilidad ni la protección del portafolio en su conjunto. La **diversificación** no garantiza la protección frente a una posible pérdida.

Los pronósticos, las estimaciones y cierta información que contiene el presente documento se basan en investigaciones propias y no deben considerarse como una asesoría de inversión, una oferta o invitación, o una compraventa relacionada con un instrumento financiero. Los pronósticos y previsiones tienen ciertas limitaciones inherentes y, a diferencia de un historial de desempeño, no reflejan los costos de negociación, las restricciones de liquidez, las comisiones y otros costos reales. Además, las referencias a resultados futuros no deben interpretarse como previsiones o promesas de los resultados que podría obtener el portafolio de un cliente.

Las declaraciones relacionadas con las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de portafolio se basan en las condiciones actuales, que pueden fluctuar. No existe ninguna garantía de que estas estrategias de inversión funcionen en todas las condiciones de mercado o sean adecuadas para todos los inversionistas, por lo que cada uno de ellos debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante períodos bajistas del mercado. Las perspectivas y las estrategias están sujetas a cambios sin previo aviso.

Las referencias a valores específicos y sus emisores no tienen el propósito de ser ni deberían considerarse recomendaciones para comprar, vender o mantener dichos valores. Los productos y estrategias de PIMCO pueden incluir o no los valores referenciados y, en caso de incluir tales valores, no es posible garantizar que tales valores continuarán siendo incluidos.

El presente material refleja las opiniones del gestor, que están sujetas a cambios sin previo aviso. Se distribuye solo a título informativo y no debe considerarse como una asesoría o recomendación de inversión respecto a un valor, una estrategia o un producto en particular. La información aquí contenida se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero no podemos ofrecer ninguna garantía al respecto.

PIMCO presta servicios exclusivamente a instituciones, intermediarios financieros e inversores institucionales cualificados. Los inversores particulares deben ponerse en contacto con su propio profesional financiero para determinar las opciones de inversión más adecuadas para su situación financiera. El presente documento no constituye una oferta dirigida a ninguna persona en ninguna jurisdicción en la que tal oferta contravenga alguna ley o en la que no esté autorizada. | **Pacific Investment Management Company LLC**, con domicilio en 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660, está regulada por la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de Estados Unidos. | **PIMCO Europe Ltd (sociedad registrada con el n.º 2604517, con domicilio en 11 Baker Street, London W1U 3AH, Reino Unido)** está autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN). Los servicios prestados por PIMCO Europe Ltd no están disponibles para inversores minoristas, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación, sino que deberían ponerse en contacto con su asesor financiero. | **PIMCO Europe GmbH (sociedad registrada con el n.º 192083, con domicilio en Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Alemania), la sucursal italiana de PIMCO Europe GmbH (sociedad registrada con el n.º 10005170963, con domicilio en Corso Vittorio Emanuele II, 37/Piano 5, 20122 Milano, Italia), la sucursal irlandesa de PIMCO Europe GmbH (sociedad registrada con el n.º 909462, con domicilio en 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irlanda), la sucursal británica de PIMCO Europe GmbH (sociedad registrada con el n.º FC037712, con domicilio en 11 Baker Street, London W1U 3AH, UK), la sucursal española de PIMCO Europe GmbH (NIF W2765338E, con domicilio en Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, España) y la sucursal francesa de PIMCO Europe GmbH (sociedad registrada con el n.º 918745621 RCS Paris, con domicilio en 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Francia)** están autorizadas y reguladas por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin) de Alemania (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) de acuerdo con el artículo 15 de la Ley de Valores de Alemania (WpIG). Las sucursales italiana, irlandesa, británica, española y francesa están, asimismo, sujetas a la supervisión respectiva (1) de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) de acuerdo con el artículo 27 de la Ley Financiera Refundida de Italia; (2) del Banco Central de Irlanda (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) de conformidad con el Reglamento 43 de la Unión Europea (relativo a los mercados de instrumentos financieros) de 2017, en su versión modificada; (3) de la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid) de conformidad con las obligaciones contempladas en los artículos 168 y 203 al 224, así como con las obligaciones contenidas en el Título V, Sección I de la Ley del Mercado de Valores y en los artículos 111, 114 y 117 del Real Decreto 217/2008 y (5) de la ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) de conformidad con el art. 35 de la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros y bajo la supervisión de la ACPR y la AMF. Los servicios prestados por PIMCO Europe GmbH están disponibles únicamente para clientes profesionales, tal como se define este término en el artículo 67, apartado 2 de la Ley del Mercado de Valores alemana (WpHG). No están abiertos a inversores individuales, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta

comunicación. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (sociedad registrada en Suiza con el n.º CH-020.4.038.582-2, con domicilio en Brandschenkestrasse 41 Zurich 8002, Suiza)**. Los servicios prestados por PIMCO (Schweiz) GmbH no están disponibles para inversores minoristas, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación, sino que deberían ponerse en contacto con su asesor financiero. | **PIMCO Asia Pte Ltd** (sociedad registrada con el n.º 199804652K) está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur en su condición de proveedor autorizado de servicios en los mercados de capitales y de asesor financiero exento. Los servicios de gestión de activos y productos de inversión no están disponibles para personas residentes en jurisdicciones donde la prestación de dichos servicios y productos no está autorizada. | **PIMCO Asia Limited** está autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros para desarrollar actividades reguladas incluidas en los epígrafes 1, 4 y 9 de la Ordenanza de Valores Mobiliarios y Futuros. PIMCO Asia Limited está registrada como gestora de inversiones discrecional transfronteriza ante la Comisión de Supervisión Financiera de Corea (n.º de registro: 08-02-307). Los servicios de gestión de activos y productos de inversión no están disponibles para personas residentes en jurisdicciones donde la prestación de dichos servicios y productos no está autorizada. | **PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited**, Suite 7204, Shanghai Tower, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai 200120, China (código de crédito social unificado: 91310115MA1K41MU72) está registrada ante la Asociación de Gestión de Activos de China como Gestora de Fondos Privados (n.º de registro: P1071502; tipo: Otros) | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. Esta publicación se ha preparado sin tener en cuenta los objetivos, la situación financiera o las necesidades de los inversores. Antes de adoptar una decisión de inversión, los inversores deberían obtener asesoramiento profesional y considerar si la información que se recoge en el presente documento es adecuada a la vista de sus objetivos, su situación financiera y sus necesidades. | **PIMCO Japan Ltd** está registrada ante el Director-General of Kanto Local Finance Bureau como empresa de servicios financieros con el n.º 382. PIMCO Japan Ltd es miembro de la Asociación de Asesores de Inversión de Japón, la Asociación de Fideicomisos de Inversión de Japón y la Asociación de Firmas de Instrumentos Financieros de Tipo II. Todas las inversiones conllevan un riesgo. No existe garantía alguna de conservación del capital invertido, ni de consecución de una determinada rentabilidad; el inversor podría sufrir pérdidas. Todos los beneficios y las pérdidas corresponderán al inversor. Los importes reales, límites máximos y métodos de cálculo relativos a cada tipo de comisión y gasto, así como sus importes totales, variarán en función de la estrategia de inversión, de la rentabilidad de la inversión, del periodo de gestión y del volumen de activos en circulación, por lo que no pueden detallarse en el presente documento. | **PIMCO Taiwan Limited** es una empresa que opera y se gestiona de forma independiente. El número de referencia de la licencia comercial de la empresa aprobada por la autoridad competente es (112) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 012. El domicilio social de la empresa es 40F, No.68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Xinyi District, Taipei City 110, Taiwán (ROC) y el número de teléfono es +886 2 8729-5500. | Los servicios y productos de **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, PO Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) podrían estar disponibles únicamente en algunas provincias o territorios de Canadá y solamente a través de intermediarios autorizados a tal efecto. | **PIMCO Latin America**, Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5º andar São Paulo, Brasil 04538-133. | Se prohíbe expresamente la reproducción de la presente publicación, en todo o en parte, así como la referencia a ella en cualquier otra publicación, sin previo permiso por escrito. PIMCO es una marca comercial de Allianz Asset Management of America LLC en Estados Unidos y en todo el mundo. ©2023, PIMCO.