



PERSPECTIVAS  
SECULARES

MAYO 2019

# Enfrentando La Disrupción

Los principales impulsores  
seculares podrían perturbar la  
economía global y los mercados  
financieros en los próximos tres  
a cinco años. Compartimos  
nuestra opinión sobre los riesgos  
y oportunidades por venir.



## Acerca de nuestros foros

El proceso de inversión de PIMCO está anclado a nuestros foros económicos Secular y Cíclico. Cuatro veces al año, nuestros profesionales de inversión de todo el mundo se reúnen en Newport Beach para analizar y debatir el estado de los mercados globales y de la economía e identificar las tendencias que creemos que tendrán implicaciones importantes de inversión. Creemos que un enfoque disciplinado en los factores fundamentales a largo plazo ofrece un contexto macroeconómico importante en el cual podemos identificar oportunidades y riesgos, e implementar estrategias de inversión a largo plazo.

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 para que se beneficien de manera potencial de los cambios estructurales y de las tendencias en la economía global. En cada Foro Secular, invitamos a destacados ponentes —economistas galardonados con el Premio Nobel, individuos responsables de formular políticas, inversionistas e historiadores— que ofrecen valiosas perspectivas multidimensionales a nuestros análisis. También, nos complace la participación activa del Consejo de Asesores Globales de PIMCO, un equipo de cinco expertos en asuntos económicos y políticos reconocidos a nivel global.

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 económico en los principales mercados desarrollados y emergentes con un énfasis en identificar los posibles cambios en las políticas monetarias y fiscales, las primas de riesgo de mercado y las valoraciones relativas que impulsan el posicionamiento de los portafolios.



## ESCRITO POR:



**Joachim Fels**  
Asesor Económico Global



**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Renta Fija Global



**Daniel J. Ivascyn**  
Group Chief Investment Officer

A principios de mayo reunimos a nuestro equipo global de profesionales de inversión en Newport Beach para el 38º Foro Secular anual de PIMCO. Con el aporte de los oradores invitados (ver barra lateral, página 4), así como de nuestro Consejo de Asesores Globales y otros consultores, profundizamos en varios impulsores seculares claves que tienen el potencial de perturbar significativamente la economía global, los mercados financieros y los portafolios de inversores en los próximos tres a cinco años. Asimismo, se habló sobre cómo los inversores pueden lidiar con las perturbaciones. Esto es lo que concluimos.



### ¿QUÉ ESTÁ INCORPORADO?

Cualquier análisis de las perspectivas macroeconómicas y de los mercados debe partir de lo que están considerando actualmente los mercados de activos con respecto al crecimiento, la inflación y las políticas futuras. De esta forma, al iniciar el Foro Secular anual de PIMCO, observamos que nuestra antigua tesis de la Nueva Realidad (2009) / Nueva Tasa Neutral (2014) de crecimiento deslucido, inflación baja y tasas de interés a niveles de la Nueva Tasa Neutral o cerca de ellos parece estar plenamente incorporada: se espera que las tasas a corto plazo y la inflación se mantengan bajas, la curva de rendimiento está plana, los márgenes crediticios están ajustados, la renta variable está plenamente valorada y la volatilidad está en sus niveles más bajo.

Por lo tanto, a pesar de los "Bruscos Despertares" ocasionales causados por los conflictos comerciales, la desaceleración de China y la

política europea, los inversores parecen haber llegado cómodamente a un mundo de la Nueva Tasa Neutral donde nada puede salir mal por mucho tiempo, ya que los bancos centrales están listos para intervenir si es necesario. El último caso de una situación de este tipo fue el triple giro acomodativo de la Reserva Federal sobre las tasas, su hoja de balance y su estrategia de inflación en enero, lo que condujo a un rebote en los activos de riesgo después de la caída a finales del año pasado.

### NUESTRO ESCENARIO BASE INCLUYE UNA RECESIÓN SUPERFICIAL

Mirando hacia el futuro, nuestro propio escenario base para la economía global sobre el horizonte secular de tres a cinco años, que discutimos y reconfirmamos en el foro, suena relativamente benigno, al menos a primera vista (para más detalles, véase la barra lateral adjunta, página 12). En resumen, prevemos que el crecimiento económico siga siendo deslucido en promedio, con avances de



## PONENTES INVITADOS AL FORO SECULAR DE 2019

### MALA GAONKAR,

habla sobre productividad y tecnología

Cogestora de portafolios en la firma de inversión Lone Pine capital; miembro del consejo de administración de la Iniciativa de Acceso a la Salud Clinton (Clinton Health Access Initiative, CHAI); miembro fundador del consejo de administración de Ariadne Labs, The Queen Elizabeth Prize for Technology y Surgo Foundation, que proporciona herramientas de análisis de datos para un ecosistema de salud pública más inteligente; miembro de la Junta Asesora de The Economist y miembro del consejo de administración de RAND y la Tate

### LISE KINGO,

habla sobre riesgos y oportunidades de la sostenibilidad

CEO y Directora Ejecutiva del Pacto Mundial de las Naciones Unidas; ex Jefa de Gabinete, Vicepresidenta Ejecutiva y miembro del equipo de gestión ejecutiva de Novo Nordisk A/S

### ULRIKE MALMENDIER,

habla sobre formación de las creencias

Profesora de Finanzas de Edward J. and Mollie Arnold en la Escuela de Negocios Haas y Profesora de Economía en el Departamento de Economía de la Universidad de California, Berkeley; Investigadora asociada en NBER; Investigadora docente en IZA; Miembro de CESifo y Afiliada en Investigación en CEPR

### ADAM TOOZE,

habla sobre tendencias populistas

Profesor de Historia de Kathryn and Shelby Cullom Davis y Director del Instituto Europeo de la Universidad de Columbia; autor de "Crashed: How A Decade of Financial Crises Changed the World (Crashed: cómo una década de crisis financieras cambió el mundo)" (2018), "The Deluge (El diluvio)" (2014), y "Wages of Destruction (Salarios de la destrucción)" (2008)

### JANET YELLEN,

habla sobre el futuro de la política monetaria

Miembro distinguida de residencia en el centro Hutchins sobre política fiscal y monetaria de la Institución Brookings; ex Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal

productividad moderadamente más fuertes, lo que relativamente compensaría la desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral. Esperamos que la baja inflación persista y los bancos centrales mantengan las tasas de interés a los mismos niveles de la Nueva Tasa Neutral o por debajo de ellos.

Es importante destacar que nuestro escenario base sigue incluyendo una recesión global en alguna etapa durante el horizonte secular. En ausencia de importantes desequilibrios económicos del sector privado y de bancos centrales agresivos, probablemente será una recesión superficial. Pero con un margen limitado para la política monetaria convencional y una efectividad limitada de expansión cuantitativa, cuando se juzga por resultados económicos, la recuperación probablemente sería lenta. La política fiscal bien podría volverse más agresiva para superar una recesión ya que, en palabras de un participante del foro, los bancos centrales están "prácticamente raspando el fondo de un barril vacío" con las herramientas que les quedan, y los actores más agresivos del déficit fiscal, así como los de la política monetaria, son difíciles de encontrar en estos días.

## CUIDADO CON LOS RIESGOS ALTOS Y LA INCERTIDUMBRE RADICAL

Sin embargo, este escenario base relativamente benigno es solo uno de varios escenarios alternativos realistas que los inversores deben considerar en el marco de tiempo secular. A nuestro juicio, la distribución de probabilidades de resultados económicos en los próximos tres a cinco años tiene un resultado extremo más amplio de lo habitual. Además, cuando se trata de factores como la geopolítica y el populismo, es incluso imposible vincular alguna probabilidad a posibles resultados, dando lugar a la "incertidumbre radical." Por lo tanto, como ya hemos subrayado en las *Perspectivas Seculares* del año pasado, los inversores que simplemente extrapolen el entorno macroeconómico y de mercado relativamente benigno de los últimos cinco a diez años en el futuro tendrán algunos "Bruscos Despertares."

## LA RAZÓN: LOS PERTURBADORES EN SERIE

Durante nuestros debates de tres días, identificamos cinco tendencias seculares que tienen el potencial de perturbar la economía global, los mercados financieros y los portafolios de los inversores en los próximos tres a cinco años, y un factor "supersecular" que pensamos que es importante para nuestros clientes, nuestra industria y nuestra firma en un horizonte incluso a más largo plazo.

### #1: CHINA

China tiene el potencial de perturbar la economía y los mercados mundiales en al menos tres formas diferentes.

En primer lugar, si bien nuestra visión base es que el crecimiento económico de China de desacelerará gradualmente de manera controlada sobre el horizonte secular, el camino podría resultar ser más irregular de lo esperado, especialmente si la guerra comercial con Estados Unidos se intensifica aun más. En el caso de

una desaceleración más aguda, el aumento masivo de deuda interna en la última década sería más difícil de digerir y podría agravar un período en baja. En un escenario tan adverso, las autoridades chinas podrían recurrir a una agresiva depreciación de la moneda, que enviaría una onda de choque deflacionaria a través de la economía mundial.

En segundo lugar, incluso en un escenario de crecimiento chino relativamente benigno, los esfuerzos dirigidos de China para subir la escalera a una fabricación de mayor valor agregado con la ayuda de tecnologías de vanguardia probablemente perturbarán a los productores que ya tienen un nombre establecido en Europa, Japón, Estados Unidos y el sudeste asiático.

En tercer lugar, el creciente poder económico de China y su ambición de establecer una esfera global de influencia (p. ej., a través de la Iniciativa de la Franja y La Ruta) podrían perturbar el orden geopolítico establecido dominado por los Estados Unidos e, independientemente del resultado del conflicto comercial actual, es probable que conduzcan a que continúen las tensiones económicas y políticas entre los Estados Unidos y China en los próximos años. Discutimos la inminente "trampa de Tucídides" en las *Perspectivas Seculares* del año pasado, y el deterioro de la relación entre China y Estados Unidos desde entonces respalda la noción de que las tensiones geopolíticas más acentuadas y los episodios resultantes de la volatilidad del mercado son una fuerza secular que los inversores tendrán que estimar.

## #2: EL POPULISMO

Si bien nuestras discusiones no dieron lugar a un claro consenso sobre si el populismo ya alcanzó su punto máximo o ganará aun más influencia en el mundo en los próximos años, acordamos que los movimientos, partidos y candidatos populistas probablemente seguirán perturbando la política nacional e internacional y la manera de hacer política económica en los próximos tres a cinco años.

Sin duda, el desafío populista de ambas partes del espectro político para los partidos y gobiernos establecidos podría dar lugar a resultados positivos o negativos en el mercado económico y financiero. Estarían soportados el crecimiento económico y los precios de los activos si los gobiernos populistas o aquellos tradicionales que estén bajo la presión de una oposición populista enfrentaran las regulaciones excesivamente fervientes, redujeran la carga tributaria o abordaran la excesiva desigualdad.

Otros aspectos y variantes del populismo tienden a ser más perjudiciales para el crecimiento y los precios de los activos, especialmente cuando tienen como objetivo desacelerar o revertir la globalización al aumentar los impedimentos a la inmigración, al comercio transfronterizo de bienes y servicios, y a los flujos de capital. Los movimientos populistas en ambos lados del espectro político son típicamente más introvertidos y propensos a levantar barreras, ya sea porque tienen inclinaciones nacionalistas o nativas o porque se oponen a las presiones competitivas globales que limitan la capacidad de los gobiernos para perseguir

### CONSEJO DE ASESORES GLOBALES DE PIMCO

#### BEN BERNANKE

Ex Presidente de la Reserva Federal y miembro distinguido del Brookings Institution

#### JOSHUA BOLTEN

Presidente y Director Ejecutivo de Business Roundtable y, anteriormente, Jefe de Gabinete de la Casa Blanca

#### GORDON BROWN

Ex Primer Ministro del Reino Unido y ex Canciller de Hacienda

#### NG KOK SONG

Ex Director Jefe de Inversiones de la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur (GIC)

#### ANNE-MARIE SLAUGHTER

Presidente y Directora Ejecutiva de New America, Profesora Emérita Universitaria de la Cátedra Bert G. Kerstetter 66 de Política y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton y ex Directora de Planificación de Políticas del Departamento de Estado de EE. UU.

#### JEAN CLAUDE TRICHET

Ex Presidente del Banco Central Europeo y actual Presidente del Grupo Europeo de la Comisión Trilateral

### PARTICIPANTES ESPECIALES

#### ROBERT ARNOTT

Fundador y Presidente, Research Affiliates

#### GENE SPERLING

Presidente, Sperling Economic Strategies; antiguo director del Consejo Económico Nacional (NEC) y asistente del Presidente de Política Económica durante la presidencia de Clinton y Obama

#### RICHARD THALER

Ilustre Profesor de Ciencias del Comportamiento y Economía de Charles R. Walgreen en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago; Miembro de la Junta de Gobierno del Centro para la Investigación de Decisiones; Asesor Sénior de PIMCO en Economía Conductual y de Jubilación

políticas no ortodoxas. En muchos casos, el populismo rima, por ende, con el proteccionismo, que es un peligro claro y presente para un sistema económico global basado en complejas cadenas de suministro internacionales y múltiples vínculos financieros.

Otra consecuencia del surgimiento del populismo y el hecho de que se presente en muchas formas diferentes es que las políticas y los resultados económicos probablemente se vuelven más divergentes entre los países. En las últimas dos décadas, el llamado consenso de Washington sobre la rectitud fiscal promovido por el Fondo Monetario Internacional — mercados abiertos, objetivos de inflación y tasas de cambio flexibles— condujo a una cierta convergencia de las políticas económicas en muchos países avanzados y emergentes. En el horizonte secular, esperamos enfoques políticos más variados y, en algunos casos, más extremos, que podrían aumentar la importancia del factor país al determinar los precios de los activos y también producir una mayor variabilidad de las tasas de cambio.

### #3: DEMOGRAFÍA

El crecimiento más lento de la población y el aumento de la longevidad en las principales economías son factores importantes que contribuyen al crecimiento económico deslucido, la baja inflación y al exceso de ahorro global que debilita el equilibrio o las tasas de interés neutrales. Probablemente esto siga obligando a los principales bancos centrales a mantener tasas de referencia bajas o incluso negativas y a participar en la compra de activos durante las recesiones, o fuera de ellas, siempre que el límite inferior para las tasas de interés se vuelva obligatorio. Este entorno también crea múltiples desafíos para las personas que planifican su jubilación; vea la barra lateral sobre Estrategias Seculares, página 15.

Cuanto más duren estas tendencias —y durarán en la medida en que sean inducidas demográficamente— más perturbadoras se vuelven, de diversas maneras. En primer lugar, las tasas de interés bajas y las curvas de rendimiento planas por más tiempo plantean desafíos para el sector financiero, que es un importante canal de transmisión para la política monetaria.

En segundo lugar, la mayor duración de las tasas bajas ha contribuido al aumento del apalancamiento corporativo y ha empujado a muchos inversores a activos más riesgosos en

busca de rendimientos, lo que aumenta la vulnerabilidad de los balances del sector privado en caso de correcciones importantes del mercado de activos (esto se explica con más detalle más adelante).

Y en tercer lugar, los bancos centrales al tener herramientas limitadas en un entorno de tasas bajas y al ser bajos los costos de endeudamiento del gobierno, las presiones y la tentación de participar en una política fiscal más activa y expansiva están aumentando. Esta es una arma de doble filo: por un lado, la política fiscal expansiva es bienvenida si la demanda y/o la inflación son bajas de una forma no deseada y también cuando hay una mayor demanda de activos percibidos como seguros. Por otro lado, la disciplina fiscal podría perderse, lo que podría hacer que los balances del sector público sean vulnerables a las tasas de interés futuras, al crecimiento o los "shocks" de confianza.

Concluimos que de las principales economías avanzadas, la eurozona es más propensa a las perturbaciones de la "japonificación"—definida como un entorno macroeconómico de bajo crecimiento desafiado de forma demográfica, inflación casi nula y tasas de interés muy bajas. Como han señalado de manera acertada nuestros colegas japoneses en el foro, Japón ha estado afrontando bien este escenario, preservando e incluso aumentando sus altos niveles de vida a través del crecimiento decente del PIB real per cápita, la cohesión social, la escasa desigualdad y su cultura del consenso. En cambio, mientras la mayoría de las economías de la eurozona tienen sistemas de bienestar relativamente generosos, el área de la moneda única carece de una política fiscal común y está políticamente fracturada. En resumen, la japonificación puede haber funcionado para Japón, pero podría resultar muy perturbadora para una eurozona carente de cohesión social, fiscal y política.

### #4: TECNOLOGÍA

Al ser las nuevas tecnologías cada vez mejores, más baratas y, por lo tanto, más accesibles para una gama más amplia de empresas, sus beneficios para el crecimiento de la productividad se están volviendo más visibles: durante el año pasado, la producción del sector no agrícola de los Estados Unidos por hora de trabajo—es decir, la productividad laboral—se recuperó de su ritmo desalentador en los cinco años anteriores, y la inversión en investigación y desarrollo, software

y hardware tecnológico se aceleró. Si bien es pronto, estos pueden ser los primeros indicios de que la tecnología ha estado filtrándose de los pocos grandes líderes de productividad en cada industria a los muchos rezagados.

El otro lado inquietante de la tecnología es que perturbe los modelos de negocio existentes en el sector corporativo y, si bien habrá ganadores, también creará muchos perdedores. Como uno de nuestros oradores mencionó en el foro, incluso las grandes empresas estrella están en riesgo de ser perturbadas, no solo por los reguladores, sino por los recién llegados que desafían su estatus. En este contexto, también discutimos el potencial para que las economías y las empresas de mercados emergentes superen a los competidores en las economías avanzadas con la ayuda de las nuevas tecnologías.

Además, los posibles saltos en el crecimiento de la productividad, que no son nuestro escenario base sino una clara posibilidad, podrían conducir a un desempleo tecnológico temporal o de larga duración, que a su vez podría volver a ser un descontento político y un mayor apoyo para partidos y candidatos populistas. El camino hacia la "abundancia infinita" facilitada por la tecnología, concepto que contempló un participante del foro, puede, por tanto, resultar largo, sinuoso y lleno de baches.

#### #5: VULNERABILIDAD DEL MERCADO FINANCIERO

En los últimos 50 años ha habido siete recesiones estadounidenses, según lo definido por el árbitro semioficial, la Oficina Nacional de Investigación Económica. Las cinco recesiones anteriores al 2000 fueron impulsadas por sobrecalentamiento y el endurecimiento de la Fed, incluido el impacto de la conmoción por los precios del petróleo. Las dos recesiones en 2001 y 2008 fueron impulsadas principalmente por el deshacer de los desequilibrios del mercado financiero. Debemos estar muy atentos al riesgo, como lo describió uno de nuestros altos profesionales de inversión, que en lugar de reaccionar a las noticias, son los mercados financieros los que hacen las noticias.

Echando un vistazo a los próximos tres a cinco años, el giro de la Reserva Federal y la posibilidad de que finalice su ciclo restrictivo cerca de la Nueva Tasa Neutral, en lugar de ajustar la política a una postura restrictiva relativa que elevaría el riesgo de recesión, tiene el potencial de conducir a un mayor exceso en las valoraciones, particularmente en el crédito y, de manera similar al período de mediados de la década del 2000, antes del

inicio de la crisis financiera global. Aún no llegamos a ese punto, pero tiene sentido vigilar muy de cerca los excesos y el potencial de las correcciones, en términos de impulsores macroeconómicos pero fundamentalmente como parte de un proceso de inversión disciplinado.

Hoy en día, si bien hay zonas de exceso, en su mayor parte aún seguimos viendo las valoraciones del mercado financiero como razonables. Pero más de 10 años desde el inicio de la crisis financiera global de 2008, continuamos operando en un entorno caracterizado por posturas políticas extraordinarias y represión financiera que tenderán a obligar a inversores y asignadores de activos a buscar el rendimiento. Hay preocupaciones muy válidas acerca de la estructura del mercado, particularmente en los mercados crediticios dados los problemas de liquidez, lo que aumenta el riesgo de que cualquier cambio significativo en el sentimiento y el intento a gran escala de transferir el riesgo sea muy difícil de acomodar sin perturbar significativamente el mercado.

#### ENFRENTANDO LAS PERTURBACIONES RELACIONADAS CON EL CLIMA

Otro enfoque en nuestro foro fue el impacto perturbador supersecular a largo plazo de los riesgos ambientales, como el cambio climático en las vidas humanas, la actividad económica y los mercados financieros.

Las conmociones relacionadas con el clima parecen ser más frecuentes con el calentamiento global y tienen el potencial de causar estragos con la actividad económica y la inflación, y por lo tanto podrían dificultar que los inversores y los bancos centrales separen lo importante de lo irrelevante. Las conmociones relacionadas con el clima pueden llegar a ser no solo más frecuentes, sino también más persistentes y graves, aumentando la probabilidad de eventos catastróficos extremos.

Además, los inversores tendrán que considerar respuestas gubernamentales adicionales al clima y otros riesgos ambientales que se presentan en forma de regulaciones, impuestos al carbono e inversión pública. Estas crearán muchos ganadores y perdedores en el sector corporativo, lo que a su vez requerirá de una gestión activa de los riesgos de default y de crédito. Para conocer con más detalle cómo integramos en PIMCO el análisis ambiental, social y de gobernanza (ESG) en nuestro proceso de inversión, vea la barra lateral adjunta, página 15.

## Implicaciones de inversión

El Foro Secular es una parte central de nuestro proceso de inversión, donde buscamos incorporar una visión a largo plazo de los impulsores macroeconómicos y de mercado en la toma de decisiones de nuestra estrategia y construcción del portafolio, y establecer barreras de contención para nuestras posiciones de riesgo. Analizamos una serie de escenarios e incorporamos asesores externos para protegernos contra el pensamiento grupal y probamos nuestros procesos macroeconómicos y de inversión. Al considerar los próximos tres a cinco años, los mercados parecen tener una perspectiva similar a nuestro escenario base de la Nueva Realidad/Nueva Tasa Neutral establecida. Pero anticipamos un entorno de inversión difícil, sujeto a una incertidumbre radical y a una gama de perturbadores —populismo, geopolítica, tendencias demográficas deflacionarias persistentes, y cuestiones tecnológicas y de sostenibilidad que crean ganadores y perdedores— además de otras fuentes de divergencia macroeconómica y de mercado del escenario base.



## LA DURACIÓN

Las nuevas tasas de referencia de los bancos centrales basadas en la Nueva Tasa Neutral están anclando los mercados globales de renta fija dentro de rangos relativamente establecidos, al mismo tiempo que es probable que el ciclo de tasas de la Fed termine muy cerca del punto medio de nuestro ya establecido rango nominal de 2% a 3% de la Nueva Tasa Neutral y que otros importantes bancos centrales queden anclados por sus bajas tasas neutras y que es poco probable que se embarquen en un endurecimiento significativo si el ciclo de la Fed ha terminado.

Para los rendimientos globales, vemos riesgos bastante equilibrados en torno al escenario base, con la probabilidad de que una recesión estadounidense en los próximos tres a cinco años compense los riesgos al alza de una mayor inflación en un marco donde la Fed podría acoger de forma positiva las sorpresas alcistas de la inflación —y la posibilidad de que un mayor crecimiento de la productividad podría empujarnos a algo mejor que el entorno de crecimiento de la Nueva Realidad de la última década, dando lugar a tasas reales más elevadas. Continuamos pensando que Estados Unidos ofrece la duración más atractiva para la cobertura contra las caídas en activos de riesgo, dado que la Fed ha logrado un ciclo contractivo modesto que ayudó a aumentar la distancia a cero en el rendimiento de los bonos intermedios y de largo plazo, en contraste con la eurozona y Japón.

## LOS MERCADOS CREDITICIOS Y LOS VALORES RESPALDADOS POR ACTIVOS

Las valoraciones del mercado crediticio se ven ajustadas y hay algunos indicios de exceso en algunos sectores crediticios. Como mencionamos anteriormente, el potencial para aumentar el exceso de mercado financiero y la dolorosa corrección es uno de los riesgos perturbadores clave que podemos tener que enfrentar en el horizonte secular. Pero, incluso si el escenario base más estable continúa, seguimos preocupados por la estructura del mercado en el crédito y el crecimiento de la emisión corporativa y la asignación de los inversores al crédito, en contraste con la disminución de la liquidez del mercado para los bonos corporativos. El perfil de liquidez inferior significa que pensamos que debería haber más compensación por el riesgo crediticio. Incluso si se evita la recesión, existe el potencial de

un cambio en el ciclo predeterminado, tal vez durante un período de crecimiento prolongado por debajo de la tendencia. En el caso de un cambio significativo en la demanda de crédito, como se ha destacado anteriormente, nos preocupa la capacidad del mercado para facilitar la transferencia de riesgos a gran escala sin grandes movimientos de precios. Queremos estar preparados para este tipo de ambiente posicionándonos con cautela respecto al crédito y enfocándonos en la calidad y la liquidez en nuestros portafolios. La cautela con respecto al crédito ahora significa que esperamos estar bien preparados para aprovechar las oportunidades específicas a medida que surgen y ser proveedores de liquidez —no demandantes de liquidez— con la capacidad de agregar riesgo crediticio en caso de dislocación del mercado de créditos corporativos.

En el período 2006–2007, creímos que tenía sentido ser extremadamente defensivos y ejecutar carteras de carry negativas, debido a las valoraciones mucho más extendidas y el peligro que plantea el apalancamiento en el sistema financiero privado y la posibilidad de que el mercado inmobiliario estadounidense se corrija. En contraste hoy, creemos que tiene sentido mantener un enfoque generador de ingresos en nuestros portafolios, pero sin depender excesivamente del crédito corporativo. Vemos los bonos estadounidenses respaldados por hipotecas que son emitidos por agencias como una fuente relativamente estable y defensiva de ingresos en nuestros portafolios. Seguimos creyendo que las hipotecas estadounidenses no emitidas por agencias y un conjunto más amplio de valores respaldados por activos estadounidenses y globales ofrecen prioridad en la estructura de capital, mejores factores técnicos comparados con los mercados crediticios saturados y un mejor perfil de riesgo a la baja en caso de resultados de los mercados macroeconómicos o crediticios más débiles.

## DIVISAS

No vemos desajustes importantes en las valoraciones de las divisas de los países desarrollados. Continuamos viendo que las divisas de los mercados emergentes (ME) tienen cierta valoración atractiva, y vemos la exposición selectiva a las tasas cambiarias de los ME como una forma líquida de tomar la exposición a los ME como una fuente potencial de ingresos y diversificación. El camino del yuan chino ha sido una fuente

clave de riesgo para los mercados globales en los últimos tres a cinco años y es probable que permanezca así durante el mismo periodo de tiempo, especialmente si el crecimiento chino más lento o una guerra comercial en aumento conducen a presiones para que se produzca la depreciación de la moneda.

Si bien no vemos tendencias seculares significativas en las divisas, seguirá habiendo oportunidades cíclicas para explotar, dado el riesgo de perturbaciones en serie y el potencial de divergencia política significativa con el tiempo. En el caso de una recesión, a muchos bancos centrales globales les queda un margen para la política convencional y no convencional, pero es limitado y hay preguntas sobre la eficacia de las intervenciones a través de políticas en comparación con el período de la última década cuando los bancos centrales eran la única alternativa. Una pregunta es el alcance de la política fiscal activista y otra es el alcance de la coordinación monetaria y fiscal—con repercusiones para las divisas y en términos más generales en todos los mercados.

## EUROZONA

Hemos enfatizado la cautela en los últimos años sobre el riesgo soberano y crediticio de la eurozona, dadas las fragilidades subyacentes de la eurozona, los riesgos del populismo, la falta de herramientas efectivas de política monetaria en caso de una amplia recesión, y múltiples cuestiones de coordinación sobre la política fiscal. En los próximos tres a cinco años, todas estas preocupaciones permanecerán, con una preocupación particular en torno a Italia y el potencial de que empeoren los problemas en ese país extendiéndose a sus vecinos periféricos.

Hemos visto una mayor preocupación en las perspectivas de crecimiento de Alemania—un país que ha sido el punto más brillante de la eurozona, impulsado por los mercados de exportación—dado el crecimiento más lento de China y los esfuerzos por competir en el campo de los productos manufacturados de mayor valor. En términos más generales, la eurozona es una economía más abierta que la de Estados Unidos y se ha apoyado más en el crecimiento del comercio global para impulsar su economía dado el crecimiento bastante estancado de la demanda interna. En el caso de que aumenten las presiones proteccionistas en los Estados Unidos y en el mundo, veremos a la eurozona como probablemente uno de los mayores perdedores entre los países desarrollados. La duración en países industrializados debe estar relativamente bien anclada

en un entorno de crecimiento más débil, pero esta preocupación macroeconómica refuerza la prudencia sobre los mercados de crédito soberano y crédito corporativo de la eurozona.

## MERCADOS EMERGENTES

Los mercados emergentes, de manera similar a la eurozona, se enfrentan a la incertidumbre frente al cambio en el modelo de crecimiento de China y la amenaza del proteccionismo. Pero vemos un conjunto de factores positivos de compensación en los factores fundamentales de los ME y un ciclo contractivo de la Fed que está terminando o está a punto de hacerlo. Salvo que haya una reversión importante de la globalización financiera o comercial, los países de ME deberían seguir beneficiándose de una mayor diversificación por parte de los inversores globales y de los flujos continuos en la clase de activos de los ME.

## RENTA VARIABLE

Es probable que un período prolongado de crecimiento desinflacionario que incite a los responsables de formular políticas a mantener un ojo en la flexibilización sea positivo para los mercados de renta variable, pero con rendimientos absolutos más bajos y más volatilidad. La perturbación proveniente de la política, la geopolítica, las fuerzas económicas y la velocidad de la innovación tendrá peso de forma periódica sobre las primas de riesgo del mercado, creando episodios de volatilidad, pero también oportunidades. En los mercados de renta variable, la perturbación —o disrupción creativa— tiene una larga historia de creciente competencia, dando como resultado un entorno de ganadores y perdedores.

—“—

**En los mercados de renta variable, la perturbación —o disrupción creativa— tiene una larga historia de creciente competencia.**

—”—

Creemos que las empresas estadounidenses y de crecimiento defensivo de alta calidad están mejor posicionadas para operar a través del período perturbador que esperamos, pero el

camino se está estrechando a medida que aumentan las valoraciones de los precios de los activos, lo que resulta en un margen de seguridad más delgado. El entorno de crecimiento nominal bajo que pronosticamos favorece a las empresas con niveles de rentabilidad altos y continuos con potencia de precios y flexibilidad del balance cuando el crecimiento es el activo escaso. Identificar los puntos de inflexión para el crecimiento de las ganancias, gestionar los cambios en la capacidad de reacción a través de las políticas y mantenerse enfocado en los cambios geopolíticos será clave para lidiar con la perturbación del mercado de acciones.

## COMMODITIES

Tenemos una visión bastante neutral sobre los commodities y mantenemos nuestra expectativa de base sobre su rentabilidad en consonancia con la inflación. Dicho esto, pensamos que los commodities seguirán desempeñando un papel importante en nuestros portafolios de asignación de activos. En los últimos años, la dispersión dentro de los commodities ha vuelto a su norma histórica, ya que los microimpulsores de cada mercado de commodities se han convertido en el mayor impulsor de rendimiento relativo. La gestión activa de los commodities, que a menudo se asocia con el carry positivo, puede conducir a rendimientos positivos en general, incluso en los mercados en los que los commodities son bastante planos.

## GESTIÓN ACTIVA

Como hemos subrayado anteriormente, la última década ha sido un período inusual en el que los activos financieros han superado significativamente la economía real y nadie debe suponer que se trata de una tendencia sostenible que continuará durante la próxima década. No hay garantía de que la fuerte rentabilidad del mercado de la última década continúe y, de hecho, las valoraciones iniciales hacen que eso sea improbable. La volatilidad en los activos está en niveles históricamente bajos. Esto puede continuar en el escenario base, pero vemos una serie de riesgos en términos de mayor volatilidad macroeconómica y perturbaciones políticas que conducen a una mayor volatilidad y potencialmente a un aumento de la volatilidad más sostenido que los aumentos repetidos, pero de corta duración, que hemos visto en los últimos años.

Como gestores activos creemos que tiene sentido enfatizar la cautela y la flexibilidad en la construcción de nuestro propio portafolio, para no poner un peso excesivo en la continuación del escenario base de la Nueva Realidad/Nueva Tasa Neutral. Si bien pensamos que será un entorno difícil, creemos que este ambiente de perturbación brindará buenas oportunidades a los gestores activos de inversiones.

Procuraremos identificar perturbaciones significativas en el escenario base del mercado y también identificar reacciones exageradas significativas a eventos que probablemente ocurran en un momento en que los diferenciales de riesgo dejen poca protección y el ruido pueda tener impactos desproporcionados a corto plazo. Vamos a buscar de forma global las mejores oportunidades descendentes o "top-down" y ascendentes o "bottom-up". Al mismo tiempo que enfatizaremos la precaución en la beta del crédito corporativo genérico, nos fijaremos en los títulos elegidos por nuestro equipo de analistas y gestores de portafolios de crédito con base en un alto nivel de convicción e ideas de valor relativo. Los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) serán una parte fundamental de nuestro proceso de inversión activa, tanto para cumplir con los objetivos del cliente como para fortalecer nuestro proceso de inversión global.

— “ —  
**Creemos que esta atmósfera  
 de perturbación brindará  
 buenas oportunidades a los  
 gestores activos de inversiones.**  
 — ” —

Como indica nuestro tema secular, pondremos énfasis en la flexibilidad para responder a los eventos, manteniendo reservas y priorizando la liquidez sobre la persecución de rendimientos más altos. Perseguiremos los objetivos de inversión de nuestros clientes a través de la toma de riesgos diversificados y la gestión de riesgos atenta, al mismo tiempo que enfrentamos las perturbaciones.

# Pronóstico base económico secular de PIMCO: resumen de 10 puntos

## 1. En los próximos tres a cinco años, esperamos un crecimiento económico deslucido en promedio y una inflación persistentemente baja en las economías avanzadas.

La inactividad del mercado laboral se ha erosionado en gran medida en lo que pronto se convertirá en la expansión económica más larga de la historia, apoyando una aceleración más moderada de las ganancias salariales. Sin embargo, es probable que la difusión gradual de nuevas tecnologías promueva avances en la productividad ligeramente más rápidos que, junto con las bajas expectativas de inflación, deberían ayudar a mantener bajo control la inflación de los precios al consumidor y compensar ampliamente el impacto reductor de una fuerza de trabajo ralentizada y envejecida sobre el crecimiento potencial de la producción.

## 2. Nuestro escenario base secular sigue incluyendo una recesión relativamente superficial con una recuperación lenta en las economías avanzadas dentro de los próximos tres a cinco años.

Las recesiones profundas generalmente se deben a una combinación de grandes desequilibrios económicos y/o financieros y a un ajuste monetario agresivo. Aunque no es imposible, ninguna de estas situaciones parece muy probable en los próximos años, especialmente después del reciente giro acomodativo de la Fed. Sin embargo, ante el estrecho margen para políticas monetarias y fiscales especialmente en Europa y Japón, la próxima recesión, aunque superficial, puede durar más de lo habitual.

## 3. Las posibles causas de la próxima recesión en las economías avanzadas incluyen una guerra comercial en aumento, un "shock" geopolítico, un aumento significativo de las políticas y la incertidumbre política, una corrección aguda y espontánea en los precios de los activos, o una desaceleración repentina en China.

Es importante destacar que, con un crecimiento de la producción a largo plazo relativamente bajo en los países avanzados, no costaría mucho empujar a la economía a una recesión. Además, incluso una brusca desaceleración de la economía que no conduce a una recesión total puede sentirse como tal en los mercados financieros cuando las valoraciones de los activos de riesgo son costosas.



4. **Probablemente la inflación permanecerá por debajo del objetivo en casi todas partes, por lo que esperamos que los principales bancos centrales mantengan las tasas de referencia en los niveles de la Nueva Tasa Neutral**, o cerca de ellos, durante la mayor parte de los próximos tres a cinco años y —si hay margen— que las recorten preventivamente si los riesgos de crecimiento o inflación a la baja se materialicen.
5. **Una vuelta al límite inferior cero para las tasas de interés y las compras de activos parece probable en la próxima recesión**, aunque su efectividad será limitada debido a las ya bajas o incluso negativas primas por plazo de inversión. Las herramientas adicionales de los bancos centrales para luchar contra la próxima recesión podrían incluir estrategias más bajas por más tiempo, tales como los objetivos de inflación promedio u objetivos a nivel de precios temporales, que actualmente están siendo analizados por la Reserva Federal, y el control de la curva de rendimiento, que ya está implementando el Banco de Japón. Sin embargo, al igual que con las compras de activos, esperamos que dichas políticas se enfrenten a una disminución en los rendimientos.
6. **Al igual que la política monetaria, es probable que la política fiscal esté sesgada para sostener el crecimiento económico** de las economías avanzadas en el horizonte secular. Incluso en ausencia de una recesión, las presiones populistas y los bajos costos de endeudamiento incentivarán a muchos gobiernos a aumentar el gasto o reducir los impuestos sobre el consumo y a las personas con bajos ingresos. Además, en caso de recesión, el espacio limitado para políticas monetarias y su efectividad aumentarán la presión de utilizar la política fiscal como instrumento anticíclico y es probable que Estados Unidos tenga más espacio para una mayor expansión fiscal y menos sensibilidad política que Europa y Japón.
7. **También esperamos más pasos hacia una cooperación monetaria y fiscal—más implícita o explícita—** en diversas formas en el horizonte secular. En este contexto, los déficits presupuestarios y la relación entre la deuda pública y el PIB tienen más probabilidades de aumentar que disminuir en la mayoría de las economías avanzadas, pero los bancos centrales (todavía) ayudarán a financiar la política fiscal expansiva manteniendo las tasas de política bajas y deprimiendo las primas por plazo de inversión de los bonos a través de la compra de activos. Una cooperación monetaria y fiscal más estrecha implica una pérdida parcial de la independencia de los bancos centrales y podría allanar el camino para una mayor inflación hacia el final de nuestro horizonte secular o en el horizonte supersecular.
8. **Es probable que la geopolítica y la política comercial sigan siendo una fuente de volatilidad** para las economías y los mercados en el horizonte secular. En los Estados Unidos, una postura más agresiva sobre el comercio con China ha cobrado impulso en ambos lados del pasillo. El gran superávit comercial de Europa y, en particular, de Alemania con los Estados Unidos también lo convierte en un objetivo para nuevas medidas arancelarias. En términos más generales, es probable que las presiones populistas en muchos países promuevan el proteccionismo y la desglobalización.
9. **El crecimiento económico de China está a punto de ralentizarse** en el horizonte secular debido a sus efectos demográficos adversos, un posible enfoque centrado en contener la acumulación de más apalancamiento y fricciones comerciales sostenidas. A medida que la economía de China se reequilibra de las exportaciones y las inversiones al consumo y se abre a las entradas de capital, es probable que la cuenta corriente se desplace del superávit al déficit. Al mismo tiempo, el avance de China en la cadena de valor de la manufactura lo hará más competitivo para los productores de alto valor agregado en Japón, Europa, Estados Unidos y el sudeste Asiático.
10. **Nuestras perspectivas económicas para los mercados emergentes son relativamente benignas, aunque los posibles "shocks" en el comercio global y el populismo nacional plantean riesgos para las perspectivas seculares.** Los "shocks" negativos en los últimos cinco años (retiro progresivo de los estímulos económicos o "taper tantrum", apreciación del dólar, caída de los commodities) han enmascarado una mejora de la tendencia en los desequilibrios externos y balances generales, así como las brechas de crédito internas. Además, las divisas de los ME son competitivas en la mayoría de los casos y los marcos de política monetaria se han vuelto más creíbles. Sin embargo, junto con la desglobalización, los riesgos políticos idiosincrásicos seguirán siendo una fuente de volatilidad económica y de mercado y contribuirán a aumentar la diferenciación dentro del universo de los ME.

# Estrategias para la disrupción secular

Discutimos estrategias para operar a través de la perturbación.

## INGRESO RESPONSABLE

Hemos esbozado cinco posibles perturbadores en el horizonte secular: China, el populismo, la demografía, la tecnología y la vulnerabilidad de mercado. Todos contribuyen al riesgo de mercado, pero algunos contribuyen al riesgo de recesión. Nuestro escenario base es que una recesión golpee en los próximos tres a cinco años, aunque puede ser superficial.

Además, es probable que las tasas de interés sigan siendo más bajas por más tiempo y las valoraciones se extiendan en la mayoría de las clases de activos. La volatilidad también podría aumentar; a pesar de los episodios periódicos en los que acapara titulares, en general la volatilidad ha estado en niveles históricamente bajos.

En tal entorno, es fundamental gestionar los portafolios de manera diversificada y responsable para cumplir los objetivos de renta y de apreciación del capital. Creemos que los inversores no deben tomar demasiado riesgo ni extenderse para el rendimiento. Más bien, pensamos que deberían buscar fuentes diversificadas de rendimiento a través de títulos de alto rendimiento y de mayor calidad, invertir en valores que ofrezcan prioridad estructural y cobertura de activos, y mantener la flexibilidad del portafolio en un esfuerzo tanto para cubrir los riesgos a la baja y capturar sorpresas al alza.

Si bien una postura más diversificada y defensiva puede significar renunciar a un potencial de rendimiento del portafolio en el corto plazo, puede ayudar a incorporar resiliencia en las carteras durante los períodos de estrés del mercado y dar lugar a un enfoque más confiable para obtener ingresos.



## SOLUCIONES DE JUBILACIÓN

La población de muchos países está envejeciendo, lo que acarrea profundas repercusiones para el crecimiento económico y la inflación, así como para la financiación de la jubilación. En Estados Unidos, por ejemplo, más de 75 millones de personas de la generación de la posguerra se jubilarán en los próximos 10 a 15 años, o aproximadamente 10.000 personas cada día (fuente: Oficina del Censo de los Estados Unidos).

Estos datos demográficos han hecho de la jubilación una prioridad máxima en la industria de la gestión de inversiones y un desafío clave de planificación e inversión para los directores de inversión, individuos y asesores de todo el mundo.

PIMCO es un gran proveedor de soluciones de inversión para la jubilación con más de la mitad de nuestros activos bajo gestión dedicados a la jubilación, incluyendo más de \$175 mil millones de soluciones de inversión impulsadas por pasivos en todo el panorama de pensiones, varios productos de renta fija dentro de más de 100.000 planes de aportes definidos, y en innumerables cuentas personales de jubilación de nuestros clientes de patrimonio privado.

Históricamente, gran parte de la discusión sobre la inversión para la jubilación se ha centrado en "llegar a" la jubilación—la fase de acumulación. Ahora, es importante explorar mejores soluciones para "atravesar" la jubilación—la fase de desacumulación. En PIMCO, estamos aprovechando las perspectivas del comportamiento que obtenemos gracias a nuestra asociación con el Centro para la Investigación de Decisiones de la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, así como a través de nuestro Consultor Richard Thaler, y nos hemos comprometido con nuestro conjunto completo de recursos para la jubilación y expertos para desarrollar estrategias que tengan como objetivo ayudar a los jubilados a lograr ingresos consistentes a través de la jubilación preservando el poder adquisitivo, mitigando la baja del mercado y abordando los riesgos de longevidad.

## INVERSIÓN SOSTENIBLE

En la actualidad, la economía mundial se enfrenta a riesgos económicos, sociales y medioambientales masivos—así como también a oportunidades. El desempeño económico y de inversión está cada vez más ligado íntimamente a las cuestiones de sostenibilidad, en particular al cambio climático.

Si bien la sostenibilidad es en última instancia el objetivo de la inversión responsable, los inversores todavía enfrentan muchos desafíos, como cambios en las regulaciones y datos incompletos. A pesar de esos desafíos, la industria financiera está incursionando en mercados más sostenibles.

El enfoque de PIMCO se basa en dos pilares. En primer lugar, integramos el análisis ambiental, social, y de gobernanza (ESG) en nuestro proceso de inversión. Lo hacemos porque la inversión ESG no se trata solo de hacer del mundo un lugar mejor, sino de mejores decisiones de inversión.

En segundo lugar, para los inversores que buscan una mayor orientación ESG en sus portafolios, hemos creado una plataforma de estrategias enfocadas en ESG que buscan ofrecer rentabilidad financiera mientras impulsan un cambio sostenible. Creemos que la inversión ESG ya no necesita ser una paradoja de "una cosa o la otra"—ya sea la rentabilidad financiera o el impacto sostenible. Los inversores pueden alcanzar ambas.

Mirando hacia el futuro, nuestra opinión es que el análisis basado en ESG debe ser una parte natural de la inversión de bonos, junto con la evaluación del crédito, la duración y otros factores de riesgo. Estamos comprometidos en poner esto en práctica en nuestros portafolios, tanto desde una perspectiva descendente o "top-down", donde vemos que el análisis ESG concuerda con nuestro proceso anual del Foro Secular, como desde una perspectiva ascendente o "bottom-up", donde el análisis ESG está integrado en nuestra investigación de los factores fundamentales en sectores de renta fija.

## La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros.

**Todas las inversiones** conllevan un riesgo y pueden perder valor. Invertir en el **mercado de bonos** está sujeto a riesgos, incluidos los riesgos de mercado, tasas de interés, emisor, crédito, riesgo de inflación y riesgo de liquidez. El valor de la mayoría de los bonos y estrategias de renta fija se ve afectado por los cambios en las tasas de interés. Los bonos y las estrategias de renta fija de mayor duración tienden a ser más sensibles y volátiles que los de corta duración; por lo general, los precios de los bonos disminuyen a medida que suben las tasas de interés y el entorno de tasas de interés bajas aumenta dicho riesgo. Las reducciones de la capacidad de las contrapartes de bonos pueden contribuir a una menor liquidez del mercado y a una mayor volatilidad de los precios. Las inversiones en bonos pueden valer más o menos que el costo original al rescate. **Los commodities** conllevan un riesgo mayor como las condiciones de mercado, políticas, regulatorias y naturales, y pueden no ser apropiados para todos los inversores. **Las rentas variables** pueden perder valor debido tanto a las condiciones reales como percibidas del mercado general, y de economía y la industria. La inversión en **títulos denominados en el extranjero o domiciliados** puede implicar riesgos elevados debido a las fluctuaciones cambiarias y a los riesgos políticos y económicos, que pueden aumentar en los mercados emergentes. **Los valores respaldados por hipotecas y activos** pueden ser sensibles a los cambios de las tasas de interés, sujeto a riesgos de pago temprano y, a pesar de que por lo general están respaldados por un gobierno, una agencia gubernamental o un garante privado, no hay seguridad de que el garante cumpla con sus obligaciones. La inversión socialmente responsable por naturaleza es cualitativa y subjetiva por naturaleza, y no se garantiza que los principios o criterios adoptados por PIMCO reflejarán las convicciones o los valores de ningún tipo de inversor en concreto. La información relativa a las prácticas responsables procede de los datos comunicados de forma voluntaria o por terceros, que podrían no ser precisos o completos, y PIMCO depende de dicha información para evaluar el nivel de compromiso de una empresa con respecto de las prácticas responsables o su implementación. Las normas socialmente responsables difieren según la región. No se ofrece garantía alguna de que la estrategia y las técnicas de inversión socialmente responsable empleadas lograrán los objetivos propuestos. **Los títulos soberanos** generalmente están respaldados por el gobierno emisor. Las obligaciones de los organismos y autoridades gubernamentales de Estados Unidos están respaldadas en distintos grados, pero, en general, no están respaldadas en su totalidad por el gobierno de los Estados Unidos. No se ofrece garantía para los portafolios que invierten en dichos títulos y sus valores pueden fluctuar. **La diversificación** no es una garantía contra las pérdidas.

Las declaraciones relacionadas con las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de portafolio se basan en las condiciones actuales del mercado, las cuales pueden fluctuar. No existe garantía de que estas estrategias de inversión funcionen bien en todo tipo de condiciones de mercado ni de que resulten adecuadas para todos los inversores, y cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante periodos bajistas del mercado. La proyección y las estrategias están sujetas a cambio sin previo aviso. Los inversores deben consultar con su profesional de inversiones antes de tomar una decisión de inversión.

Este material contiene las opiniones actuales del gestor y dichas opiniones están sujetas a cambio sin previo aviso. Este material se distribuye solo a efectos informativos y no debe considerarse una asesoría o recomendación de inversión de ningún valor, estrategia o producto de inversión en particular. La información aquí contenida ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, pero no podemos ofrecer ninguna garantía al respecto.

PIMCO ofrece servicios únicamente a instituciones e inversores cualificados. Esto no constituye una oferta a ninguna persona en ninguna jurisdicción donde sea ilegal o donde no esté autorizada. | **Pacific Investment Management Company LLC**, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 está regulado por la Comisión de Mercados y Valores de los Estados Unidos. | **PIMCO Europe Ltd** (Sociedad n.º 2604517) y **PIMCO Europe Ltd - Italia** (Sociedad n.º 07533910969) están autorizados y regulados por la Autoridad de Conducta Financiera (12 Endeavour Square, London E20 1JN) en el Reino Unido. La sucursal de Italia está regulada adicionalmente por la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) de conformidad con el artículo 27 de la Ley Financiera Consolidada Italiana. Los servicios de PIMCO Europe Ltd sólo están disponibles para clientes profesionales, tal y como se definen en el Manual de la Autoridad de Conducta Financiera, y no están disponibles para inversores individuales, que no deberían confiar en esta comunicación. | **PIMCO Deutschland GmbH** (Sociedad n.º 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Múnich, Alemania), la sucursal italiana de PIMCO Deutschland GmbH (Sociedad n.º 10005170963), la sucursal española de PIMCO Deutschland GmbH (N.I.F. W2765338E) y la sucursal sueca de PIMCO Deutschland GmbH (SCRO Reg. n.º 516410-9190) están autorizadas y reguladas por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) en Alemania de conformidad con la sección 32 de la Ley Bancaria Alemana (KWG). La sucursal italiana, la sucursal española y la sucursal sueca son supervisadas adicionalmente por la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) de conformidad con el Artículo 27 de la Ley Financiera Consolidada italiana, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de conformidad con las obligaciones estipuladas en los artículos 168 y 203 a 224, así como las obligaciones que figuran en el Título V, Sección I de la Ley de Mercados de Valores (LSM) y artículos 111, 114 y 117 del Decreto Real 217/2008 y Autoridad de Supervisión Financiera Sueca (Finansinspektionen) de conformidad con el Capítulo 25, Secciones 12-14, de la Ley de Mercados de Valores Sueca, respectivamente. Los servicios prestados por PIMCO Deutschland GmbH sólo están disponibles para clientes profesionales, tal y como se definen en la Sección 67, apartado 2, de la Ley Alemana del Mercado de Valores (WpHG). No están a disposición de los inversores particulares, que no deberían confiar en esta comunicación. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (registrada en Suiza, Sociedad n.º CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zúrich, Suiza, Tel: + 41 44 512 49 10. Los servicios prestados por PIMCO (Schweiz) GmbH no están disponibles para inversores individuales, que no deben confiar en esta comunicación sino ponerse en contacto con su asesor financiero. | **PIMCO Asia Pte Ltd** (8 Marina View, #30-01, Asia Square Tower 1, Singapur 018960, n.º de registro 199804652K) está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur como titular de una licencia de servicios de mercados de capitales y como asesor financiero exento. Los servicios de gestión de activos y los productos de inversión no están disponibles para personas en las jurisdicciones donde la prestación de tales servicios y productos no esté autorizada. | **PIMCO Asia Limited** (Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong) tiene licencia de la Comisión de Valores y Futuros para las actividades reguladas de los Tipos 1, 4 y 9 bajo la Ordenanza de Valores y Futuros. Los servicios de gestión de activos y los productos de inversión no están disponibles para personas para quienes la prestación de tales servicios y productos no esté autorizada. | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862 (**PIMCO Australia**). Esta publicación ha sido preparada sin tener en cuenta los objetivos, la situación financiera o las necesidades de los inversores. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben obtener asesoramiento profesional y considerar si la información aquí contenida es apropiada teniendo en cuenta sus objetivos, situación financiera y necesidades. | **PIMCO Japan Ltd** (Toranomon Towers Office 18F, 4-1-28, Toranomon, Minato-ku, Tokio, Japón 105-0001) El Número de Registro Mercantil de Instrumentos Financieros es el Director de la Oficina Financiera Local de Kanto (Firma de Instrumentos Financieros) n.º 382. PIMCO Japan Ltd es miembro de la Asociación de Asesores de Inversión de Japón y de la Asociación de Fideicomisos de Inversión de Japón. Los productos y servicios de gestión de inversiones ofrecidos por PIMCO Japan Ltd se ofrecen únicamente a personas dentro de su jurisdicción respectiva, y no están disponibles para personas para quienes la prestación de tales productos o servicios no esté autorizada. Las valoraciones de los activos fluctuarán en función de los precios de los títulos y del valor de las operaciones de derivados del portafolio, de las condiciones de mercado, de las tasas de interés y del riesgo crediticio, entre otros. Las inversiones en activos denominados en moneda extranjera se verán afectadas por las tasas de cambio. No hay garantía de que el monto principal de la inversión será preservado, o de que se obtendrá una cierta rentabilidad; la inversión podría sufrir una pérdida. Todas las ganancias y pérdidas son contraídas por el inversor. Los montos, los montos máximos y las metodologías de cálculo de cada tipo de comisión y gasto y sus montos totales variarán dependiendo de la estrategia de inversión, el estado del desempeño de la inversión, el periodo de gestión y el saldo pendiente de los activos y, por lo tanto, dichas comisiones y gastos no se pueden establecer en este documento. | **PIMCO Taiwan Limited** es gestionado y operado de forma independiente. El número de referencia de la licencia comercial de la empresa aprobada por la autoridad competente es (107) FSC SICE Reg. N.º 001. 40F., n.º 68, Sec. 5, Zhongxiao E. Rd., Xinyi Dist., Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), Tel: +886 (02) 8729-5500. | **Los productos y servicios de PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) pueden estar disponibles solo en ciertas provincias o territorios de Canadá y solamente a través de distribuidores autorizados para tal fin. | **PIMCO Latin America** Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5º andar São Paulo, Brazil 04538-133. | Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida en ninguna forma, ni hacer referencia a ella en ninguna otra publicación, sin el permiso expreso por escrito. PIMCO is a marca comercial de Allianz Asset Management of America L.P. en los Estados Unidos y todo el mundo. ©2018, PIMCO.