

2,5%

Crecimiento trimestral estimado del PIB americano en el 3er trimestre, según las estadísticas mensuales, frente al 1,7% en el 2º trimestre.

Página 4

5.100

En millones de euros, importe del programa de ajuste suplementario del gobierno portugués.

Página 5

QE2

Acronimo de *quantitative easing*: la llegada de una segunda política monetaria estimulante americana se confirma.

Página 6

2,9%

Rentabilidad registrada durante el mes de septiembre por el segmento *high yield* de crédito.

Página 10

1.300

En dólares, es el nivel superado por la onza de oro a principios de octubre.

Página 11

175.000

En millones de dólares, restricción fiscal implicada por el fin de las deducciones de impuestos establecidas por Bush en 2001 y 2003.

Página 12

8,9%

En proporción al PIB, es el nivel que el déficit presupuestario americano debería alcanzar durante el ejercicio 2010.

Página 13

Ha llegado el tiempo de la política económica

Octubre 2010

Perspectivas

EL COMENTARIO

La inteligencia de Ben



Yves Bonzon,
Director de inversiones

El intenso avance de los activos de riesgo en septiembre nos ha tomado por sorpresa. Paradójicamente, nuestro escenario macroeconómico de fondo es absolutamente correcto. Las economías desarrolladas, encabezadas por Estados Unidos, se han desacelerado significativamente durante los últimos meses. En nuestro plan de ruta, esta desaceleración conduciría a un nuevo *policy-mix*, es decir, una segunda fase de relajación cuantitativa de la política monetaria americana. Sabíamos que Ben Bernanke tenía una comprensión extraordinaria de los mecanismos que intervienen en una recesión de balance. En este tipo de recesión, la variable de transmisión de la política monetaria ya no es el tipo de interés sino el precio de los activos, tales como viviendas y acciones. Pero pensábamos que debería esperar un nuevo episodio de tensión en los mercados para asegurarse del consenso político necesario para la adopción de un nuevo programa de compra de activos con el balance de la Reserva Federal. Nos equivocamos.

La falta de recuperación del empleo en Estados Unidos y la tensión que esto genera en los políticos americanos han creado ya las condiciones que permiten al FOMC sugerir un QE2 (*quantitative easing 2*). Sin embargo, con un sistema de crédito deteriorado, no se puede ganar en ambos frentes. O bien se logra estimular el precio de los activos y la divisa baja, o bien el dólar se revaloriza y el S&P 500 retrocede.

Para aprovechar esta estimulación monetaria americana, hay que comprar activos en dólares o vinculados al dólar, como las materias primas, pero protegiéndolos con coberturas del riesgo divisa. De lo contrario, en base a un patrón de valor estable, la ganancia real es netamente inferior, incluso nula. En oro o en francos suizos, la revalorización del S&P representa apenas la mitad de su avance en dólares desde que la Fed anunció la posibilidad de un QE2. El impacto de una comunicación radical en el conjunto de herramientas de política monetaria se demuestra de forma espectacular, puesto que los mercados han descontado el QE2 sin que éste se haya decidido formalmente y mucho menos iniciado. Ben Bernanke merece el máximo aplauso; su dirección de la política monetaria es absolutamente notable. Bajo su batuta, hay pocas probabilidades de que Estados Unidos llegue a la deflación, aunque los mercados sigan temiendo que esto suceda antes de que la amenaza se descarte definitivamente.

No puede afirmarse lo mismo del BCE. Es cierto que el contexto es diferente, puesto que su objetivo es imposible de alcanzar, es decir, conciliar los imperativos de los países *core* sin que la periferia se hunda en una depresión. Respecto al euro también, hemos subestimado a los europeos, pero, al contrario de los americanos, por su capacidad de hundir la zona euro en la deflación. Hoy en día está claro que la zona euro ha corregido la situación desesperada en la que se encontraba el pasado mes de junio gracias a la ayuda providencial de Pekín. La fortaleza china y sus 2.600.000 millones de reservas han venido a socorrer a la zona euro en apuros. Todos los gestores macro se han visto sorprendidos en sus posiciones al descubierto en activos europeos, pero las consecuencias de este apoyo chino son hoy en día claras y ciertamente desastrosas. Como comentábamos aquí hace unos meses, «a 1,33 el euro sigue estando caro y no tiene motivos para seguir siéndolo». A la hora en que se escriben estas líneas, estamos a 1,375. Por lo tanto, el euro es actualmente el gran perdedor de lo que el ministro de Finanzas brasileño ha denominado recientemente la «guerra de divisas». Los chinos hacen un pequeño esfuerzo, para tranquilizar a Washington, y los americanos establecen las condiciones necesarias para evitar la deflación. En Europa, aún puede evitarse la deflación, pero esto necesitará lamentablemente una nueva crisis grave, una crisis que sin duda llegará cuando la periferia se sienta asfixiada bajo el peso de políticas de austeridad junto con una divisa demasiado fuerte.

A la espera del QE2

Los temores a una recaída en recesión se descartaron en gran parte durante el mes y las declaraciones de la Fed han generado la esperanza de que se adopten nuevas medidas de relajación cuantitativa (QE2). No obstante, el crecimiento de la economía americana se ha desacelerado notablemente y el de la economía europea sigue claramente la misma tendencia. *Bernard Lambert y Jean-Pierre Durante*

✚ *La imagen de una recuperación económica americana menos vigorosa que en la zona euro ha durado poco. En Europa, los signos de una notable desaceleración se confirman en el tercer trimestre. Es posible que ahora vuelva a experimentarse una recuperación global más sostenida en Estados Unidos. En este contexto, los temores a un incumplimiento por parte de un país miembro de la moneda única y a un estallido del euro podrían volver a causar tensiones en los mercados.*

Al otro lado del Atlántico, el crecimiento se estabiliza a un bajo nivel

En Estados Unidos, afortunadamente, la notable desaceleración coyuntural del 2º trimestre no ha continuado. Las estadísticas mensuales disponibles apuntan incluso hacia un crecimiento económico en torno al 2,5% en el tercer trimestre, frente al 1,7% en el segundo. Pero se trata esencialmente de un repunte técnico, relacionado con el crecimiento asombrosamente fuerte de las importaciones en el 2º trimestre y su repercusión favorable en el tercero. Más allá de las variaciones estadísticas a corto plazo, parece que de un crecimiento sostenido durante el semestre de invierno 2009-2010 (cerca de un 4,5%), se ha pasado a un avance del PIB netamente más débil en el semestre de verano 2010 (en torno al 2%).

Para los próximos trimestres, seguimos previendo un crecimiento relativamente débil (del orden del 2,25%) pero la materialización de este escenario dependerá en gran parte de la orientación que se dé a las políticas presupuestaria y monetaria. Los acontecimientos en el frente de la política fiscal desempeñarán un papel preponderante (véase el «Tema del mes»), pero las decisiones de política monetaria influirán también en la dinámica coyuntural.

Probables nuevas medidas de relajación cuantitativa

En su reunión de política monetaria del mes de septiembre, la Reserva Federal americana confirmó formalmente que estaría dispuesta a tomar medidas de

relajación suplementarias (denominadas a menudo con la abreviatura QE2 en inglés) si fuera necesario. Y, sobre todo, vinculó esta eventualidad no sólo a una debilidad prolongada del crecimiento, sino también a una inflación manteniéndose en niveles inferiores a lo previsto para su mandato. Las probabilidades de que se produzca un QE2 han aumentado así considerablemente.

Dicho esto, los mercados financieros parecen dar prácticamente por descontado que la Reserva Federal lanzará un nuevo programa de relajación cuantitativa cuando vuelva a reunirse a principios de noviembre, una suposición que nos parece un poco prematura. Estas medidas no son objeto de unanimidad en el seno de la Fed. Su eventual aplicación dependerá de la evolución coyuntural y, además, las autoridades monetarias podrían aplazar su decisión hasta una fecha posterior. Por otra parte, también hay que tener en cuenta que el Congreso podría tomar (o no) unas decisiones importantes de política fiscal en las últimas semanas del año. En nuestra opinión, el lanzamiento

de un programa de QE2 es probable efectivamente, pero es muy posible que no se anuncie hasta diciembre, o incluso hasta el próximo mes de enero.

¿Qué forma podría adoptar el posible QE2? La Reserva Federal parece preferir medidas de relajación basadas esencialmente en un nuevo programa de

compra de bonos. Pero, a diferencia del anterior, las compras de Mortgage Backed Securities (bonos de titulización hipotecaria) quedarían probablemente excluidas. Otra diferencia, la Fed parece preferir la idea de «pequeños pasos», por ejemplo, anuncios mensuales de compras, ajustables en función de los acontecimientos económicos.

Aunque no sea la panacea, tales medidas – si son de suficiente magnitud – contribuirán sin duda a sostener el crecimiento. Si bien es cierto que unos bajos tipos de interés no bastarán para reactivar la economía, algo contribuirán, al menos para evitar una contracción más intensa. Por otra parte, la influencia económica favorable más indirecta, derivada de un dólar más

«...parece que de un crecimiento sostenido durante el semestre de invierno 2009-2010 (cerca de un 4,5%), se ha pasado a un avance del PIB netamente más débil en el semestre de verano 2010 (en torno al 2%)».

débil y unos precios de activos mejor orientados, no debe subestimarse.

Desaceleración confirmada en el tercer trimestre en la zona euro

Tras el fuerte crecimiento del PIB registrado en el 2º trimestre (3,9% en variación trimestral anualizada para la zona euro, 9,0% para Alemania), las noticias económicas han confirmado generalmente los temores de una desaceleración económica. En particular, el índice PMI (encuesta de directores de compras) ha caído drásticamente entre julio y septiembre. Los participantes en la encuesta están preocupados por la futura evolución de los negocios y ven disminuir sus carteras de pedidos. Una circunstancia agravante es que el mayor deterioro proviene de Alemania. Si la locomotora de la zona euro está preocupada por su futuro crecimiento, es que debe hacer frente a una grave desaceleración de la demanda externa. Incluso los mercados emergentes, particularmente los asiáticos, aún siendo los más dinámicos en esta fase de recuperación, han experimentado una contracción de sus importaciones de productos alemanes entre mayo y julio. De este modo, por la desaceleración mundial, se está debilitando el pilar sobre el que se apoya toda la recuperación económica europea, el ciclo industrial a través de las exportaciones. En resumen, todo nos hace pensar que el crecimiento trimestral anualizado del PIB de la zona euro debería volver a caer hasta un 1,2% en el 3º y 4º trimestre.

Los temores al incumplimiento de pago de la periferia siguen siendo elevados

Aún cuando las buenas noticias económicas del 2º trimestre no habían permitido atenuar los temores relativos a la capacidad de ciertos países de la zona euro para hacer frente a sus deudas, la desaceleración de este segundo semestre, si se llegase a confirmar, podría acentuar las inquietudes. Ahora que Irlanda ha anunciado que la revisión al alza del coste del rescate de su sistema bancario podría elevar su déficit público a un nivel equivalente al 30%(!) de su PIB, que el gobierno portugués ha adoptado un programa de ajuste suplementario de 5.100 millones de euros, y que Grecia no ha salido todavía de la recesión, la probabilidad de

Las tensiones en la zona euro cerca de niveles máximos

Durante el mes, los diferenciales de tipos de interés de los bonos soberanos a 10 años irlandeses y portugueses frente al Bund alemán han batido nuevos récords.



Fuente: Pictet & Cie, Bloomberg

ver a estos países caer en una espiral de débil crecimiento económico, de deflación y de endeudamiento es más elevada que nunca. Esta combinación podría volver a despertar los temores del mercado sobre el futuro de la moneda única, como un *remake* de la crisis de la pasada primavera.

Por lo tanto, la salvación económica de la zona euro ya no depende exclusivamente de los europeos sino que parece estar sujeta a la esperanza de una recuperación económica mundial sostenida.

La Fed marca el tono de los mercados

La próxima política económica americana constituye el punto de anclaje de los mercados financieros. El aspecto monetario está siendo revelado poco a poco por la Fed, que sugiere nuevas medidas de apoyo. Éstas debilitan el dólar, mantienen los tipos de interés en niveles bajos e impulsan el oro a niveles sin precedentes. Aún falta el aspecto presupuestario para que las acciones retomen una tendencia alcista. *Christophe Donay*

Mercados financieros

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 30.09.2010

	Indice	Desde el 31.12.2009	Mes anterior
Renta variable EEUU	USD S&P 500	3.9%	8.9%
Renta variable Europa	EUR STOXX 600	2.3%	3.3%
R.V. mercados emergentes*	USD MSCI Emerging Markets	11.0%	11.1%
US government bonds*	USD JPM GBI US 1-10y	7.4%	0.3%
US investment grade*	USD ML Corp. 1-5y	6.8%	0.8%
US high yield*	USD ML US High Yield Master II	11.8%	3.0%
Hedge funds	USD Credit Suisse Tremont Index global**	2.5%	1.8%
Materias primas	USD Reuters Commodities Index	1.2%	8.6%
Oro	USD Gold Troy Ounce	18.7%	4.4%

* Dividendos reinvertidos ** final agosto

La definición del próximo policy-mix (término que designa una política monetaria y una política presupuestaria/fiscal simultánea) americano se afina poco a poco. Aunque existen todavía numerosas incertidumbres respecto a la política presupuestaria, del lado de la política monetaria surgen grandes tendencias. La llegada de una segunda fase de política monetaria estimulante (a menudo denominada con el acrónimo QE2) se confirma. Sus consecuencias en los bonos de Estado, el dólar y el oro son claras. En cambio siguen siendo inciertas en lo que respecta a la renta variable, hasta que las señales de reactivación del crecimiento económico no sean visibles.

El dólar bajo presión frente al euro

Las fluctuaciones de los tipos de cambio han sido particularmente notables desde el principio del año. Estas fluctuaciones no son bien recibidas, pues perturban los mecanismos de crecimiento económico en los países emergentes penalizando las exportaciones. La economía brasileña es una de las más afectadas. Esto ha hecho decir al ministro de Hacienda brasileño que se ha iniciado una «guerra de divisas». Es la primera vez que una autoridad oficial se expresa tan explícitamente

sobre el uso de los tipos de cambio como herramienta de política económica por parte de ciertos gobiernos para estimular su economía.

En este contexto, la previsión de una política monetaria estimulante en Estados Unidos ha pesado aún más sobre el tipo de cambio del dólar

frente a las divisas importantes y al euro en particular: el cambio del euro contra el dólar ha vuelto a superar 1,37. Teniendo en cuenta los fundamentales económicos, no hay motivo para que el dólar inicie un período de debilidad respecto al euro. En efecto, la economía europea debería desacelerarse en el segundo semestre y experimentar un ritmo de crecimiento inferior al de Estados Unidos. Por lo tanto, esta inversión de la dinámica relativa debería penalizar al euro. Sin embargo, a más corto plazo, la normalización de la política monetaria europea, sumada a la perspectiva de una política monetaria estimulante por parte de la Fed, pesan sobre el dólar.

Los tipos a largo plazo permanecerán bajos

Para unas economías cuyos mecanismos predominantes son los de la deflación, como en Europa y Estados Unidos, los niveles de los

Tasa de crecimiento de los beneficios del índice Stoxx 600

¿Cuál es el crecimiento potencial de los mercados para 2011 y 2012?

Beneficios	2010	2011E	2012E
Stoxx 600	44%	17%	13%
Stoxx 600 excl. financieras	35%	15%	12%
Consumo discrecional	20%	15%	13%
Informática	50%	22%	12%
Consumo básico	93%	18%	15%
Finanzas	84%	26%	17%
Servicios públicos	-2%	3%	8%
Energía	38%	16%	11%
Sanidad	5%	8%	3%
Telecomunicaciones	3%	4%	5%
Materiales básicos	84%	30%	10%
Industria	64%	16%	16%
Grandes capitalizaciones	39%	16%	12%
Medianas capitalizaciones	56%	19%	16%
Pequeñas capitalizaciones	37%	16%	21%

Fuente: Factset, Pictet & Cie

tipos de interés de la deuda pública a largo plazo son lógicamente bajos. La historia económica de los últimos decenios lo ha demostrado claramente. Y los tipos soberanos a 10 años de los países desarrollados deberían permanecer en niveles muy bajos. En efecto, las próximas medidas de política monetaria de la Fed deberían consistir en compras de bonos del Estado, y el mantenimiento de los tipos de interés reales en estos niveles representa un objetivo de la política monetaria. Anclar las previsiones de inflación en un modo no deflacionista es otro objetivo. La asociación de estos dos objetivos permite mantener el coste de financiación de la economía a tipos de interés reales los más bajos posibles.

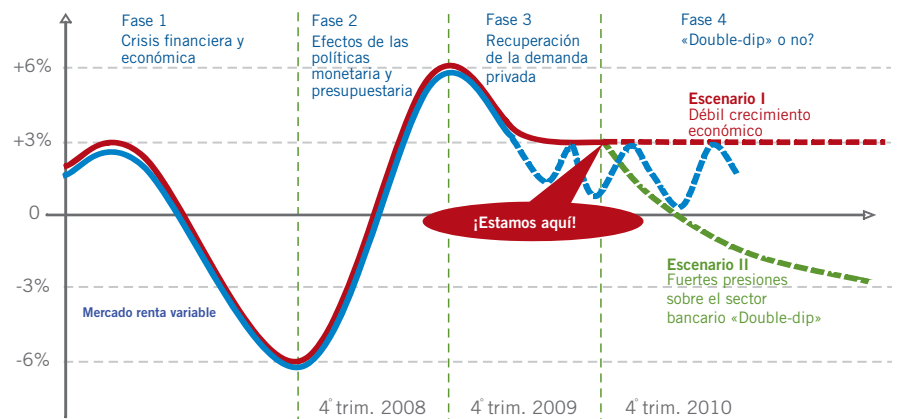
Por consiguiente, el valor del cupón que pagan los bonos del Estado debería seguir escaso, lo que contribuye a la baja rentabilidad de esta clase de activos.

La renta variable necesita una política presupuestaria

Una política monetaria estimulante es necesaria. Pero no es suficiente. Por sí sola, no puede reactivar el crecimiento económico de los países desarrollados. Hay que añadirle rápidamente una política presupuestaria estimulante. Sin embargo, desde este punto de vista, no hay nada seguro. En Europa, la mayoría de los Estados han adoptado el régimen alemán, es decir, un recorte de gastos para controlar mejor los déficits públicos. Por lo tanto, no es una cuestión de reactivación económica.

En Estados Unidos, la incertidumbre predomina igualmente (véase más detalles al respecto en el «Tema del mes»). Los mercados de renta variable americanos y europeos están pues a la expectativa. A la fecha

Evolución de la coyuntura económica y de los mercados



Fuente: Pictet & Cie

de escribir este artículo, evolucionan cerca del límite superior de la amplia franja horizontal en la que fluctúan desde hace casi nueve meses. Una ruptura de esta franja hacia arriba depende en gran parte del *policy-mix*.

Se pueden contemplar tres grandes escenarios en esta fase. El escenario más favorable sería que la política presupuestaria fuera tan clara y tan específica como la política monetaria de la Fed. En este caso, se reunirían las condiciones para una subida sostenida de los mercados de renta variable. En el polo opuesto, el peor escenario sería un grave error de política económica en el preciso momento en que el ciclo se sitúa en un punto crucial. Con esta perspectiva, consideramos que una buena gestión del riesgo requiere volver a pasar de una posición sobreponderada a neutra en renta variable.

El escenario intermedio consistiría en una política monetaria acertada y una política presupuestaria insuficientemente calibrada para poder convencer a los mercados de que la reactivación del crecimiento económico puede lograrse con el

policy-mix. En este caso, los mercados de renta variable seguirían evolucionando en su amplia franja horizontal.

El oro, un activo ganador-ganador... en dólares

Vuele la inflación y la cotización del oro sube. La deflación predomina y los bancos centrales practican el *quantitative easing*, la cotización del oro sube. Por consiguiente, el contexto actual favorece particularmente al oro, que parece ser el activo todoterreno. En cambio, expresada en euros o en francos suizos, la reciente evolución del oro es menos brillante, puesto que registra un retroceso del 10% en francos suizos desde principios de junio. Sin embargo, la tendencia de fondo de los precios del oro sigue intacta. Con una subida superior al 100% desde 2003 sea cual sea la divisa en la que se exprese, el oro continúa siendo un activo que seguimos privilegiando en nuestras carteras.

ACONTECIMIENTOS SIGNIFICATIVOS EN EL MUNDO

Los ciclos económicos mundiales no están sincronizados

Los países emergentes experimentan un tremendo crecimiento, mientras que los países desarrollados necesitan la ayuda de las políticas económicas.

50.000 millones de euros

El rescate de instituciones bancarias irlandesas podría ascender a esta cantidad, equivalente a un tercio del PIB del país.

7.262.000 millones de dólares

Es el importe alcanzado por la deuda de las empresas no financieras americanas a mediados de 2010, un nuevo récord histórico absoluto. Tras un breve y moderado retroceso en el segundo semestre de 2009, las empresas volvieron a endeudarse durante el semestre pasado (esencialmente mediante la emisión de bonos).

+1,2%

Es el crecimiento económico trimestral experimentado por el PIB brasileño esta primavera, es decir, un ritmo dos veces más débil que en el primer trimestre. Una pausa bien acogida por las autoridades monetarias, pero no por los candidatos a las elecciones presidenciales.

+0,1%

La economía de Dubai se recupera tras la crisis de 2009, durante la cual el PIB había retrocedido un 3%. El crecimiento debería ser apenas positivo este año y alcanzar un 2,5% en 2011.

Aa1

Después de otros países europeos, **Moodys ha rebajado la calificación de España a Aa1** en vista de las malas perspectivas coyunturales del país para los próximos años.

+9,23%

En julio **las ventas minoristas chinas sorprendieron positivamente a los mercados con un aumento del 9,2% en términos de variación anual.** Contaron con el soporte de excelentes niveles de ventas de automóviles.

23.000 millones de dólares

Cansado de ver la recuperación económica amenazada por la subida del yen, **el Banco de Japón, con el impulso del Ministerio de Finanzas japonés, compró este importe en dólares (contra yenes)** el 15 de septiembre. Esta intervención masiva ha permitido una depreciación de la moneda nipona.

5°

En 2010, **el volumen de operaciones de cambio en dólares australianos ha superado el de las operaciones en francos suizos**, colocando la moneda australiana en el 5° puesto del mercado tras el dólar de EEUU, el euro, el yen y la libra.

346 trillones de won

Es el total de impuestos, equivalente a **unos 300.000 millones de dólares**, que el gobierno surcoreano espera percibir en 2011, gracias a la recuperación económica del país. **Este aumento del 5,2% debería permitir reducir el déficit presupuestario del 2,7% al 2% del PIB.**

13.700 millones de dólares

El fuerte crecimiento económico indio va acompañado **de un repunte de las importaciones, aunque el balance por cuenta corriente se deteriora. Su déficit superó los 13.000 millones de dólares** en el segundo trimestre de 2010.

La política monetaria define los mercados

Los mercados financieros están convencidos de que la Reserva Federal americana procederá a implantar una nueva política monetaria muy estimulante. Las consecuencias en los mercados financieros difieren según los tipos de activos: los tipos de interés de los instrumentos de deuda pública siguen bajos, el dólar se debilita respecto a todas las monedas importantes. La renta variable espera la llegada de la fase fiscal de la política económica.

Renta variable

La política económica, un factor determinante

Los mercados de renta variable no han salido de la franja horizontal en la que evolucionan desde hace más de nueve meses. Una política económica americana convincente constituiría una razón para salirse de esa franja por su parte superior.

Las decisiones de política económica americana siguen siendo el factor impulsor esencial de los mercados de renta variable de los países desarrollados (Estados Unidos y Europa). En septiembre, la convicción de que la Fed aplicaría de aquí a fin de año una nueva política monetaria muy estimulante ha ido ganando fuerza progresivamente, hasta convertirse casi en una certeza. Los mercados de renta variable han acogido bien esta perspectiva, registrándose un avance de un 9% en los principales índices americanos y europeos durante el mes de septiembre.

Pero estos índices siguen evolucionando dentro de la franja horizontal en la que se sitúan desde el principio del año.

Para que salieran de esa franja, haría falta un fuerte impacto. No obstante, la definición de una política económica americana susceptible de reactivar el crecimiento económico en 2011 representaría una señal importante para los mercados. Desde ese punto de vista, aunque el aspecto monetario constituya una etapa importante, no es suficiente en sí mismo. Queda por definir el aspecto presupuestario y fiscal. Las decisiones de la administración Obama están vinculadas a las elecciones del 2 de noviembre. En este contexto, el pragmatismo americano puede reservarnos sorpresas positivas. Por consiguiente, hemos aumentado las posiciones en renta variable en nuestras carteras, pasando de una posición infraponderada a una neutral.

Renta fija

Ida y vuelta durante el mes

Los tipos de interés soberanos americanos bajaron a fin de mes, aunque el temor al "double-dip" se ha atenuado en EEUU.

Durante el mes de septiembre, el tipo a 10 años americano hizo un recorrido de ida y vuelta. En la primera mitad del mes, subió del 2,45% al 2,85%, para finalmente recaer al 2,45% a finales de septiembre.

Al superarse el temor a una recaída en recesión de la economía, debería haberse producido más bien una tensión en los tipos de interés. De hecho, la esperanza generada por la eventualidad de una nueva relajación cuantitativa (QE2) por parte de la Fed ha dado lugar a este nuevo reflujo.

El movimiento ha sido similar en Europa, donde el Bund a 10 años pasó del 2,1% al 2,5% recayendo después al 2,2%. No obstante, este movimiento ha estado más en la línea de las noticias económicas. Tras el fuerte crecimiento del PIB alemán en el segundo trimestre (2,2%), la industria nacional ha ido perdiendo impulso. Por otra parte, las pequeñas economías fuertemente endeudadas de la zona euro, han seguido alimentando los temores de los inversores, en cuanto a su capacidad para hacer frente a su deuda. El diferencial de tipos a 10 años de Irlanda y Portugal alcanzó incluso niveles récord. Existe el riesgo de que la actual desaceleración económica acentúe los temores de incumplimiento por parte de estas economías y mantenga por consiguiente una presión a la baja sobre los tipos de interés alemanes, debido a su papel de valor refugio. El potencial de beneficio de los bonos de Estado parece pues limitado y justifica una infraponderación de esta clase de activos.

Bonos corporativos

Otro mes positivo para el crédito

Los bonos corporativos han registrado un mejor rendimiento que la deuda pública y que la renta variable.

A lo largo del mes, los bonos corporativos han registrado un mejor rendimiento que los instrumentos de deuda soberana. La clase de activos en dólares ha generado una rentabilidad del 1,8%, frente al 1,1% de la deuda soberana y al 1,6% de las acciones. El *high yield* ha vuelto a tener un mes excelente, con un 2,2%. En lo que va de año el rendimiento alcanza ya un 7,2%, frente al 7,1% del S&P 500 y al 2,2% de la deuda soberana.

En términos sectoriales, el sector inmobiliario ha generado la mejor rentabilidad (2,9%), seguido de los servicios no cíclicos (2,3%) y de la intermediación financiera (2,3%), mientras que los bancos han registrado la peor rentabilidad del mes (1,1%).

En lo que va de año, el sector inmobiliario ha resultado el más rentable (7,8%), superando a los seguros (7,4%) y la intermediación financiera (6,2%). Las telecomunicaciones se han quedado rezagadas con un (3,4%).

Por lo tanto, los sectores que más han sufrido durante la crisis (finanzas e inmobiliario) siguen registrando un excelente comportamiento. Sin embargo, se verán probablemente afectados por la normalización de las políticas monetarias que podría tener lugar en el segundo semestre del año. En cuanto a los sectores cíclicos, deberían seguir contando con el respaldo de la recuperación en curso.

Hedge funds

Diversificación evitando tendencias inciertas

Las estrategias de trading han vuelto a demostrar una fuerte resistencia ante las incertidumbres del mercado.

Las estrategias de *trading* contribuyeron claramente al rendimiento registrado en agosto, permitiendo que los inversores aguantaran bien el retroceso de los mercados. Los gestores Global Macro y CTA se beneficiaron en particular de sus inversiones en renta fija, mercados de divisas y posiciones cortas en energía. Lograron simultáneamente minimizar las correcciones a la baja y compensar las pérdidas derivadas de sus exposiciones largas en renta variable y materias primas. Los gestores con exposición larga neta a renta variable, cuyas convicciones habían resultado sumamente acertadas en julio, registraron resultados decepcionantes pues la tendencia alcista perdió fuerza, creando un contexto favorable para los *stock pickers*. Una valoración preliminar del impacto de la economía en los resultados de los hedge funds en septiembre sugiere un entorno de nuevo favorable para las estrategias direccionales. Las incertidumbres persistentes relacionadas con los datos macroeconómicos no permitieron identificar tendencias claras en agosto.

De cara al futuro, el consenso global de los gestores de hedge funds hace hincapié en tres puntos esenciales: Primero, un escenario de “doble caída” es poco probable, pero se espera un crecimiento en EE.UU. y Europa inferior a las previsiones. Segundo, el bajo nivel de los tipos de interés en los mercados desarrollados, junto con la incertidumbre de los mercados, confiere a las economías emergentes un gran atractivo para una gran mayoría de inversores, atraídos por un crecimiento endógeno y altos rendimientos. Finalmente, apostar por el retroceso del dólar parece constituir la mejor jugada en 2011.

Metales preciosos

La onza de oro supera los 1.300 dólares

Los temores a una hiperinflación debido a una posible monetización de la deuda han sido reemplazados por temores de deflación.

La posibilidad de recurrir a un segundo plan de relajación cuantitativa en EE.UU. ha dado un nuevo impulso al metal amarillo. Su precio ha superado así los 1.300 dólares la onza, mientras que el dólar se debilitaba alcanzando 1,36 frente al euro.

Mientras que el precio del oro cotizado en dólares se estancaba, la crisis soberana europea hacía subir la cotización en euros del metal amarillo, que ha aumentado un 25% en lo que va de año. Pero esta vez la situación ha sido la inversa, con el precio del oro en euros ligeramente a la baja, y el precio en dólares al alza.

La inversión de la situación confirma que el aumento de la aversión al riesgo se ha concentrado ahora en Estados Unidos, puesto que a medio plazo las perspectivas de Europa parecen algo mejores.

La evolución del oro se ha vuelto así temporalmente dependiente de la moneda en la que cotiza el metal. Sin embargo, aunque los temores de deflación están cada vez más presentes, y que el mercado anticipa medidas suplementarias de relajación monetaria, tanto en EE.UU. como en Europa, las perspectivas siguen siendo buenas para el oro mientras el apetito por el riesgo siga débil.

Divisas

Mercados en tensión

El debilitamiento del dólar americano ha sido el hecho más significativo de septiembre. Es consecuencia directa de la probable relajación monetaria en Estados Unidos.

El mercado de divisas ha seguido reaccionando con fuerza a las políticas económicas (*policy mix*) adoptadas a ambos lados del Atlántico. En EE.UU., la relajación cuantitativa más que probable de la Fed, que se suma a datos coyunturales mediocres, ha pesado fuertemente sobre el dólar. En cambio, en Europa, la crisis de la deuda parece ser un recuerdo lejano en vista de la subida de la moneda única. En efecto, el euro pasó de 1,28 dólares a más de 1,36 en septiembre.

Las monedas vinculadas a materias primas se han vuelto a reforzar. En particular, el dólar australiano prosiguió su avance espectacular, en torno a un 20% en cuatro meses con respecto al dólar americano, alcanzando un nivel muy cercano a su máximo anterior a la crisis. Según nuestros modelos, estas monedas están sobrevaloradas.

El franco suizo se ha mantenido fuerte. En efecto, al final del mes analizado, un dólar costaba menos de un franco.

Pensamos que el franco y las monedas vinculadas a materias primas seguirán fuertes en los próximos meses. En cuanto al euro y al dólar, estas monedas fluctuarán probablemente en función de las políticas económicas y de las estadísticas macroeconómicas.

La política presupuestaria, factor clave para el crecimiento

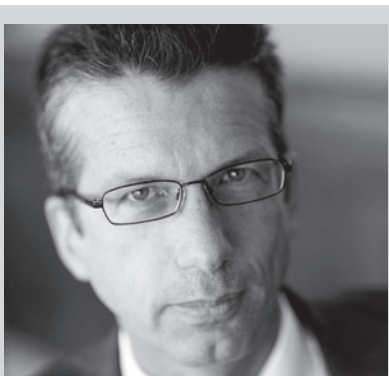
Si el Congreso no aprueba ningún acto legislativo en el futuro próximo, la economía americana debería hacer frente a una restricción presupuestaria sustancial durante el próximo año (del 2,75% al 3% del PIB). Este escenario – sumamente perjudicial para el crecimiento – se evitará probablemente, al menos en parte, pero sin duda tendrá lugar una restricción fiscal significativa. Esto nos lleva a mantenernos muy prudentes en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la economía americana.

La recuperación de la economía americana parece estar perdiendo impulso. Y, con toda razón, se teme que unas eventuales nuevas medidas de relajación cuantitativa de la política monetaria tengan poco impacto positivo en el crecimiento. La política presupuestaria adquiere, por consiguiente, una importancia primordial. Su orientación para el año próximo constituirá un factor esencial que influirá en el vigor del crecimiento económico al otro lado del Atlántico.

Los efectos de una falta de decisión

Lamentablemente, la situación actual es compleja y el apoyo de la política fiscal a la recuperación coyuntural no es nada seguro. A diferencia de lo que suele ocurrir generalmente, si no se toma ninguna decisión parlamentaria en las próximas semanas, la orientación de la política presupuestaria no será neutra. Es más, la falta de medidas desembocaría mecánicamente en una restricción fiscal masiva.

Por otra parte, a raíz del notable aumento del déficit presupuestario federal (10% del PIB en 2009) y de la crisis de la deuda soberana en Europa, el apoyo popular y parlamentario a la recuperación presupuestaria se ha debilitado mucho en los últimos meses. Hasta tal punto que la administración Obama evita utilizar la palabra «estímulo» al proponer nuevas medidas de apoyo a la economía.



Bernard Lambert
Economista

La economía sigue necesitando el apoyo de la política presupuestaria

Sin embargo, teniendo en cuenta el reciente debilitamiento coyuntural y los riesgos de ver agravarse la actual desaceleración, unas nuevas medidas de apoyo a la economía nos parecen necesarias. En nuestra opinión, éstas deberían tomarse lo más rápidamente posible y centrarse en el sector inmobiliario residencial, que sigue estando en una situación muy deteriorada, así como en la creación de empleo. Esta última podría verse favorecida por unas medidas más drásticas que fomentaran la contratación de trabajadores por las empresas, las cuales están generalmente en buena situación económica. En este contexto, la reciente propuesta del presidente Obama con vistas a respaldar la inversión de las empresas (ver más adelante) parece sorpresiva, en la medida en que la inversión en bienes de equipo es el único componente de la demanda interna que ya experimenta una fuerte recuperación.

Analicemos ahora los principales desafíos de la política presupuestaria para el futuro próximo:

1. Fin de las deducciones impositivas de la era Bush

Las deducciones fiscales establecidas en 2001 y 2003 por el gobierno Bush – deducciones sobre la imposición de las rentas del trabajo, pero también sobre la imposición de dividendos, de plusvalías y de transmisiones patrimoniales – desaparecerán a finales de este año. En ausencia de medidas legislativas, su expiración implicaría una restricción fiscal considerable, que representaría unos 175.000 millones de dólares durante el año natural 2011 (1,2% del PIB).

Parece existir cierto consenso político, aunque los republicanos desearían prolongar estas rebajas fiscales para todas las categorías de rentas y los demócratas sólo quieren aumentar la imposición de las rentas más elevadas, lo que implicaría una restricción fiscal limitada a unos 50.000 millones de



Senado de EE.UU.

dólares. Lamentablemente, estas divergencias son susceptibles de conducir a un total bloqueo político hasta principios del año que viene y, por consiguiente, a un aumento masivo de la imposición, al menos durante algunos meses en 2011.

2. Finalización gradual del plan de reactivación de 2009

El plan de reactivación presupuestaria de 800.000 millones de dólares aprobado en 2009 seguirá generando parte de sus efectos en 2011. Sin embargo, el



vencimiento del plazo de ciertas medidas y la reducción de ciertos gastos implicarán una restricción presupuestaria que contribuirá a frenar el crecimiento del PIB (aproximadamente un 1% entre los últimos trimestres de 2010 y 2011).

No obstante, algunos programas incluidos en el plan de reactivación Obama se han prorrogado, algunos incluso varias veces. Es el caso, en particular, de la extensión de los derechos al subsidio de desempleo que, tras varias prórrogas – y una interrupción

temporal en julio – llegará de nuevo a su término al final de noviembre 2010. Por otra parte, tratándose de una decisión importante dada la precaria situación de las finanzas de los Estados americanos, una extensión de la ayuda a los Estados se aprobó a principios de agosto (*Medicaid* y apoyo a la educación) por unos importes anuales significativos (36.000 millones de dólares o el 0,25% del PIB).

En cambio, el futuro de un aspecto importante del plan de reactivación de

2009 sigue muy incierto. Se trata del *Making Work Pay credit* (rebaja impositiva para asalariados). Este programa de peso (60.000 millones durante el año natural 2011, es decir, el 0,4% del PIB) terminará a fin de año. El presupuesto 2011 de la administración Obama – presentado en febrero pero aún pendiente de aprobación en el Congreso – tenía previsto una prórroga de un año del programa, pero de momento no se ha tomado ninguna decisión al respecto.

3. Nuevos programas presupuestarios de respaldo a la economía

Paralelamente a la prolongación de ciertos aspectos del plan de reactivación 2009, se han aprobado o proyectado nuevas medidas de apoyo presupuestario a la economía. Algunos de estos programas suplementarios han generado ya sus efectos y han llegado al vencimiento de sus plazos (*Cash for chunkers* – ayuda para la compra de coches, *Homebuyer tax credit* – incentivo para la compra de viviendas, en particular). Otros acaban de ser aprobados en el Congreso (principalmente el plan de apoyo a las pymes).

Por otra parte, otros programas de estímulo presupuestario se hallan todavía en el estado de simples propuestas. Este es el caso de una serie reciente de medidas propuestas por el presidente Obama, que pueden clasificarse en tres tipos: nueva serie de gastos de infraestructuras (por importe de 50.000 millones), desfiscalización total de las nuevas inversiones de las empresas, prórroga y extensión de las rebajas impositivas para gastos de investigación y desarrollo.

Aunque las estimaciones realizadas por la administración en cuanto al impacto económico de este triple programa parezcan un poco exageradas, estas propuestas son de una envergadura considerable. Representan aparentemente unos 150.000 millones de dólares de apoyo presupuestario en el

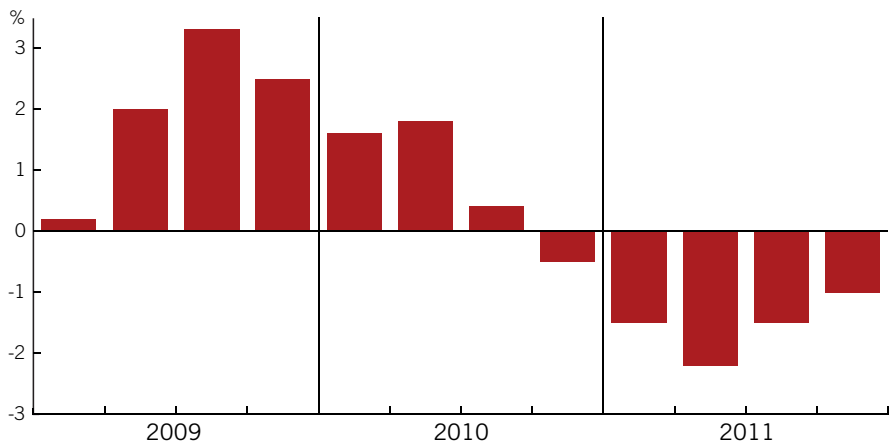
año 2011 (1% del PIB). Sin embargo, hay pocas probabilidades de que esta serie de medidas sea aprobada por el Congreso, al menos en estas condiciones y durante el presente año.

Las elecciones mid-term también complican las cosas

La orientación de la política presupuestaria en 2011 parece, por lo tanto, muy difícil de prever. La agenda política también complica considerablemente las cosas. En efecto, las elecciones legislativas mid-term tendrán lugar el próximo 2 de noviembre. Podrían desembocar en una pérdida de la mayoría demócrata en la Cámara de Representantes, e incluso también en el Senado. A medida que se acerca esta fecha, la campaña es cada vez más intensa. Por eso, y aunque la sesión del Congreso actualmente en curso no ha terminado todavía (concluirá a más tardar el 8 de octubre), no es probable que se tomen decisiones importantes antes de las elecciones, dado que ninguno de los dos partidos quiere dar una ventaja política al otro. Es posible, incluso muy probable, que tenga lugar una sesión «lame-duck» (después de las elecciones pero antes de que el nuevo Congreso asuma sus funciones al principio de 2011), pero ésta nunca es la situación ideal para votar medidas legislativas importantes. Por lo tanto, aunque parezca muy importante que se tomen ciertas decisiones presupuestarias antes de fin de año, nada resulta evidente por ahora. Sin duda, lo esencial ocurrirá en el transcurso de las últimas semanas del año...

Política presupuestaria americana: impacto en el crecimiento trimestral anualizado

En 2011 debería experimentarse una restricción significativa de la política fiscal al otro lado del Atlántico



Fuente: Estimaciones Pictet & Cie

Numerosos escenarios presupuestarios siguen siendo posibles

En lo que respecta a la orientación global de la política presupuestaria, aún no pueden descartarse los escenarios más opuestos (subida masiva de los impuestos al principio de 2011, en un extremo; ningún aumento impositivo, y nuevos e importantes programas de reactivación, en el otro). Por nuestra parte, el escenario que consideramos más probable es el siguiente: las rebajas fiscales de la era Bush se prolongarán para todos los tipos de rentas y se adoptarán algunas medidas nuevas – o prórrogas de programas – pero nada de muy gran envergadura. Si este escenario resulta correcto, y haciendo igualmente hipótesis sobre la política presupuestaria de los Estados, en definitiva el año que viene se experimentará una restricción fiscal significativa,

aunque lejos de ser catastrófica (del orden del 1,5% del PIB). Lamentablemente, esta restricción llegará en un momento delicado del ciclo coyuntural.

Crecimiento poco vigoroso en 2011

Esta restricción fiscal en 2011 es el motivo principal que nos impulsa a mantenernos prudentes en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la economía americana para los próximos trimestres.

Por lo tanto, prevemos un avance limitado del PIB americano en torno al 2-2,25% en 2011, frente a un 2,75% probablemente este año. No obstante, estas previsiones son particularmente inciertas. Las decisiones que tome el Congreso en las próximas semanas tendrán una influencia determinante en el vigor del crecimiento durante el año próximo.

Colaboradores | Yves Bonzon, Christophe Donay, Jean-Pierre Durante, Chloé Koos Dunand, Bernard Lambert, Yves Longchamp, Kalina Moore, Nicolas Vialis, David Baglione -Terminado de redactar el 5 octubre de 2010 **Traducción** | Isabel Alvarez **Impresión** | Team Production Multimédia Pictet Ginebra **Papel** | Impreso en papel certificado FSC

Aviso legal

Este documento ha sido elaborado y distribuido por Pictet & Cie, banco con sede en Ginebra (Suiza). No está destinado a personas o entidades que sean nacionales o residentes de un lugar, estado, país o jurisdicción donde su distribución, publicación, puesta a disposición o uso sean contrarios a la legislación o reglamentación vigente. La información y los datos contenidos en el presente documento son comunicados a título informativo únicamente y no constituyen una oferta ni una recomendación de compra, venta o suscripción de títulos u otros instrumentos financieros. Por otra parte, la información y las estimaciones que figuran en este documento se consideran fiables a la fecha de su publicación y pueden verse sujetas a modificación sin previo aviso. El valor y el rendimiento de los títulos o instrumentos financieros mencionados en el presente documento pueden sufrir fluctuaciones. El valor bursátil puede variar en función de cambios de orden económico, financiero o político, del plazo residual, de las condiciones del mercado, de la volatilidad y de la solvencia del emisor o de la del emisor de referencia. Además, los tipos de cambio pueden tener un efecto positivo o negativo sobre el valor, el precio o el rendimiento de los títulos o inversiones correspondientes mencionados en el presente documento.

Las rentabilidades pasadas no deben considerarse una indicación o garantía de rentabilidades futuras, y Pictet & Cie no asume ninguna responsabilidad, expresa o implícita, ni da ninguna garantía en cuanto a la futura rentabilidad. Las instrucciones relativas a la liquidación de las transacciones y los límites de inversión marcados por el cliente prevalecen sobre la política de inversión general y las recomendaciones del banco y pueden ser distintas a estas últimas. Los gestores de cartera gozan de cierto margen de maniobra para cumplir los deseos individuales y satisfacer las necesidades propias de cada cliente. De esa manera, puede ocurrir que las distribuciones de activos mencionadas en este documento no se respeten estrictamente. Las distribuciones relativas a inversiones alternativas no tradicionales (hedge funds, por ejemplo) pueden superar las mencionadas en los gráficos del presente documento, siempre que las acciones tradicionales se ajusten en ese sentido.

Esta publicación y su contenido pueden citarse a condición de que se indique la fuente. Todos los derechos reservados. Copyright 2010 Pictet & Cie.

Notable debilidad del dólar

Desde hace unas semanas, las variaciones de los tipos de cambio del dólar son espectaculares. Las variaciones de los precios de los activos están influenciadas por las del dólar americano. Una subida del dólar provoca un retroceso de los activos, y viceversa.

Datos al 30.09.2010

Principales indicadores económicos

Tasas de crecimiento del PIB

Estimaciones Pictet - (consenso)

	2008	2009	2010P	2011P
EEUU	0.0%	-2.6%	2.8% (2.7%)	2.2% (2.4%)
Zona euro	0.3%	-4.0%	1.4% (1.6%)	1.1% (1.4%)
Suiza	1.9%	-1.9%	2.8% (2.6%)	2.0% (1.8%)
Reino Unido	-0.1%	-4.9%	1.6% (1.5%)	2.0% (2.1%)
Japón	-1.2%	-5.2%	3.0% (3.0%)	1.7% (1.3%)
China	9.0%	8.7%	9.5% (9.9%)	9.0% (9.0%)
Brasil	5.1%	-0.2%	7.7% (7.5%)	4.5% (4.4%)
Rusia	5.6%	-7.9%	5.2% (4.9%)	4.6% (4.4%)

Inflación (IPC)

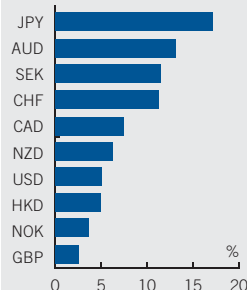
Media anual, excepto Brasil fin de año

Estimaciones Pictet - (consenso)

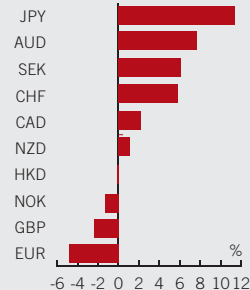
	2008	2009	2010P	2011P
EEUU	3.8%	-0.4%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.4%)
Zona euro	3.3%	0.3%	1.5% (1.5%)	1.4% (1.6%)
Suiza	2.4%	-0.5%	0.7% (0.8%)	1.0% (0.9%)
Reino Unido	3.6%	2.2%	3.1% (3.1%)	2.3% (2.6%)
Japón	1.4%	-1.4%	-1.1% (-0.9%)	0.0% (-0.3%)
China	5.9%	-0.7%	2.8% (2.8%)	3.0% (3.1%)
Brasil	5.9%	4.3%	4.3% (5.1%)	4.8% (4.8%)
Rusia	13.3%	8.8%	6.6% (7.4%)	6.9% (7.4%)

Variación de los tipos de cambio (desde 31.12.2009)

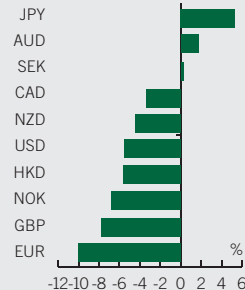
Respecto al EUR



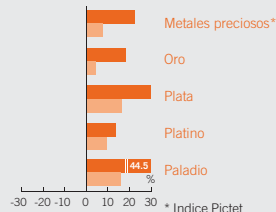
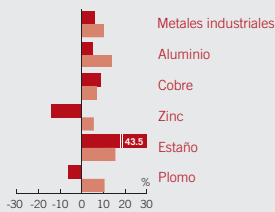
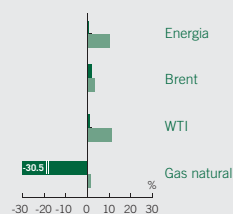
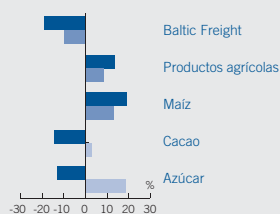
Respecto al USD



Respecto al CHF



Materias prima



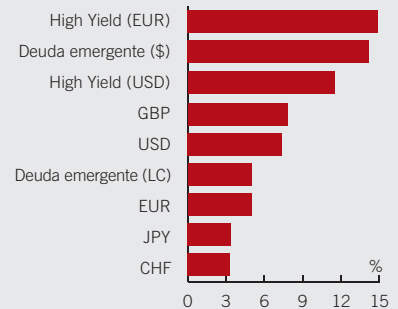
- **En oscuro:** Evolución desde el 31.12.2009
- **En claro:** Evolución en el mes anterior

Tipos de interés

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.1%	2.5%
Zona euro	1.0%	2.2%
Suiza	0.25%	1.3%
Reino Unido	0.5%	3.1%
Japón	0.1%	1.1%
China	5.3% (1 año)	3.3%
Brasil	10.8%	12.0%

Mercados renta fija

Rentabilidad desde 31.12.2009



Mercados renta variable

Rentabilidad desde 31.12.2009

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	3.0%	8.3%	-2.6%	5.6%
S&P 500*	3.9%	9.2%	-1.8%	6.5%
MSCI Europe*	-0.1%	5.0%	-5.6%	2.4%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	9.0%	-2.0%	6.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	10.1%	15.7%	4.1%	12.9%
SPI*	5.2%	10.6%	-0.6%	7.8%
Nasdaq	4.4%	9.7%	-1.4%	7.0%
MSCI Em. Markets*	11.0%	16.7%	4.9%	13.8%
Russell 2000	8.1%	13.6%	2.2%	10.8%

* Dividendos reinvertidos

Sectores de actividad

Rentabilidad desde 31.12.2009

	EEUU	Europa
Industrias	11.5%	10.4%
Informática	-0.8%	6.9%
Materiales básicos	1.2%	4.5%
Telecomunicaciones	6.0%	1.7%
Sanidad	-2.3%	2.7%
Energía	-2.5%	-9.2%
Servicios públicos	0.9%	-12.1%
Finanzas	-0.3%	-3.6%
Consumo básico	5.1%	15.2%
Consumo discrecional	12.1%	11.4%

