



## Boletín mensual sobre Renta Fija

# Índice

<b>Panorama General</b>	<b>3</b>
<b>Previsiones</b>	<b>6</b>
<b>Bonos indexados a la inflación</b>	<b>7</b>
<b>Mercado del crédito</b>	<b>9</b>
<b>Deuda emergente</b>	<b>13</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>15</b>
<b>Zona euro</b>	<b>17</b>

30 de diciembre de 2011



# Panorama general

## Recuperación económica en EE.UU.

A pesar de los datos mejores de lo esperado en las últimas semanas en Estados Unidos, los mercados están a la defensiva, dado que persisten los temores de recesión y las dudas respecto a la resolución de la crisis europea. En este contexto, la aversión al riesgo se ha reducido muy poco. En Estados Unidos el crecimiento fue mejor de lo esperado en el tercer trimestre, con un avance del 1,8% del PIB. Desde la crisis de las *subprime*, el crecimiento americano se ha visto frenado por el desendeudamiento e impulsado por las exportaciones. Una alta tasa de desempleo, un mercado inmobiliario convaleciente y las incertidumbres europeas siguen siendo factores de riesgo importantes para la economía. Aunque la mejora de los datos económicos había reducido las probabilidades de que se anunciara un QE3, el mercado se ha sentido decepcionado por el statu quo de la Fed en diciembre. La Fed mantiene su tipo de referencia cercano a cero desde diciembre de 2008 y ha comprado bonos por valor de 2,3 billones de dólares para respaldar la economía. A pesar de los mejores datos económicos, los rendimientos de los bonos del Tesoro americano volvieron a bajar durante la primera quincena de diciembre, cayendo el bono a 10 años al 1,80% antes de volver a subir ligeramente. El mercado ha seguido beneficiándose de la búsqueda de calidad y de liquidez, las compras de bonos del Estado por la Fed, así como, en menor medida, el inicio de un descenso de la inflación.

## Persisten las dudas acerca de Europa

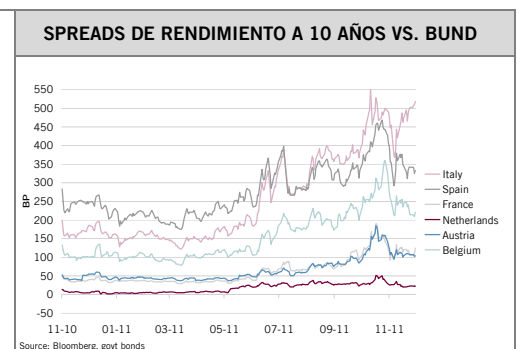
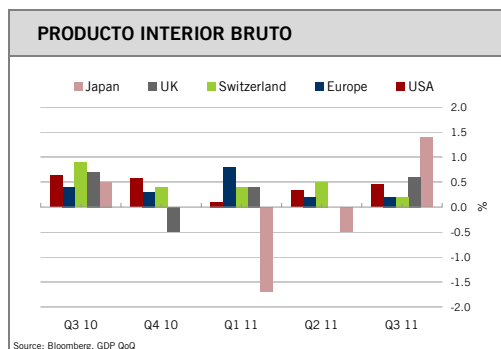
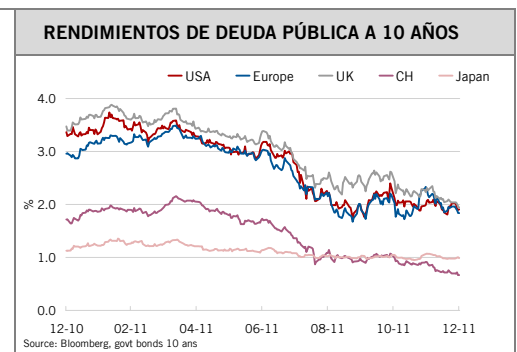
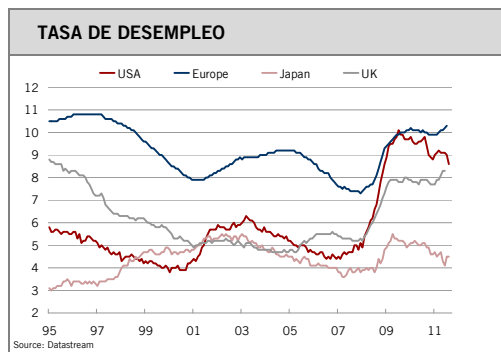
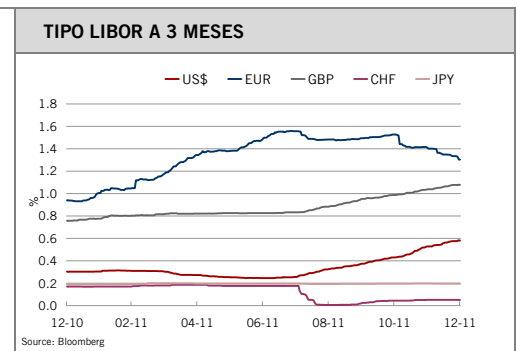
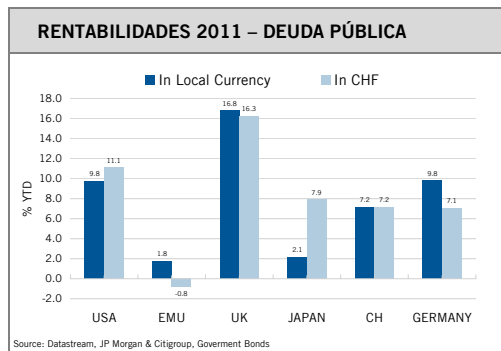
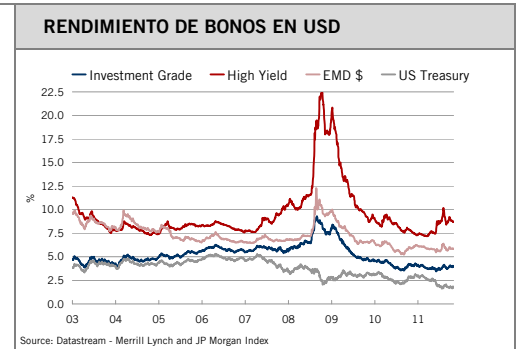
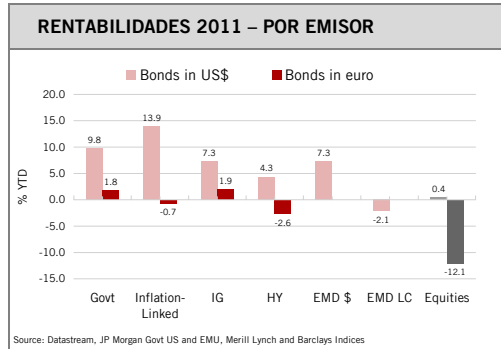
A pesar del acuerdo europeo del 9 de diciembre, que debería dar lugar a una disciplina presupuestaria más estricta, persisten los temores en cuanto a la resolución de la crisis de la deuda y las advertencias de las agencias de calificación en cuanto a nuevas

rebajas de rating a principios del próximo año pesan sobre los mercados, y ni siquiera los países más sólidos parecen librarse de una pérdida de la calificación triple A. Sin embargo, los inversores no se han dejado llevar por el pánico y las valoraciones ya reflejan el deterioro de los fundamentales de los países. El BCE ha aliviado la tensión volviendo a rebajar su tipo de referencia y ofreciendo una abundante liquidez a los bancos en el marco de su operación de refinanciación a 3 años a finales de diciembre. En este contexto, el rendimiento del Bund a 10 años ha seguido rozando su nivel mínimo y las primas de riesgo han permanecido relativamente elevadas en los mercados periféricos, y en particular en el mercado italiano, a pesar de la adopción de medidas de austeridad por el gobierno de Monti.

## Tregua en los mercados de deuda

A pesar de una reacción mitigada de los mercados ante los resultados de la última cumbre europea, los mercados de bonos con *investment grade* y *high yield* han producido rendimientos positivos, similares a los generados por los bonos de referencia alemanes en diciembre. Los bancos y las compañías de seguros han registrado los mejores resultados a raíz de las medidas de respaldo del Banco Central Europeo. Las cotizaciones de los bonos subordinados se han visto respaldadas, en particular, por las ofertas de recompra y de canje, y también por el ejercicio de opciones de recompra a valor nominal. Los bonos de los bancos italianos han generado algunos de los mejores rendimientos, seguidos por los españoles y franceses.

# Panorama general



# Panorama general

## **Crecimiento inferior al potencial en EE.UU.**

En vista de las recientes estadísticas que, en conjunto, han superado las expectativas, la economía americana debería seguir registrando una tasa moderada de crecimiento durante los próximos trimestres y el descenso de la inflación debería continuar, llegando en torno al 2% a mediados de 2012. Una buena noticia para la economía es que el Congreso ha aprobado el acuerdo fiscal duramente negociado entre Demócratas y Republicanos sobre una prórroga de dos meses de las rebajas fiscales para asalariados y las prestaciones de desempleo de urgencia. El acuerdo prevé también medidas a favor de las pequeñas empresas. En cuanto a la Fed, ha dicho que está dispuesta a intervenir de nuevo si fuera necesario. Podría eventualmente anunciar nuevas iniciativas tras su reunión de los días 24 y 25 de enero y no debería volver a subir sus tipos antes de mediados de 2013. Si los datos económicos mejoran, los rendimientos de los bonos del Tesoro podrían volver a subir ligeramente al finalizar el programa Twist, si la Fed no anuncia nuevas medidas.

## **Europa a la espera de resultados concretos**

En cuanto a Europa, la gran pregunta es saber de qué magnitud será la recesión. Esto dependerá principalmente de la confianza. El saneamiento de las finanzas públicas será un lastre para el crecimiento durante varios años, pero en el pasado, ciertas economías han conseguido recuperarse durante fases de austeridad gracias a la reducción de las tasas de ahorro de los hogares y al aumento de las inversiones de las empresas. En lo que respecta a los datos recientes, se observa una recuperación durante los dos últimos meses del índice Ifo, lo que indica que la economía alemana podría seguir creciendo, así como un repunte del índice compuesto

de los directores de compras europeos. Los inversores estarán atentos a los datos económicos para evaluar la magnitud de la desaceleración económica antes de la cumbre europea de principios de marzo, en la que debería ratificarse el proyecto de una unión económica reforzada. Mientras tanto, los mercados de renta fija europea deberían seguir atezados entre dudas y esperanzas.

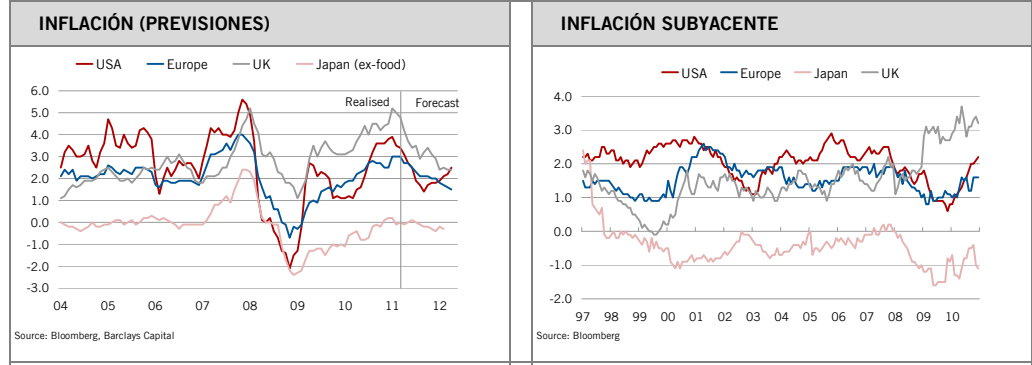
## **Concentración en deuda de calidad**

Los bonos de emisores no financieros y de buena calidad seguirán ofreciendo un rendimiento estable basado en fundamentales firmes. Las entidades financieras, las calificaciones BBB, así como los emisores de los países europeos periféricos ofrecen primas de riesgo muy atractivas, que seguirán volátiles, al depender de la actualidad europea. Las agencias de calificación mantendrán las calificaciones crediticias bajo presión, principalmente en función de las revisiones de las de los países. Por ahora, las tasas de incumplimiento siguen bajas a ambos lados del Atlántico, pero la presión constante sobre los bancos para que reduzcan su endeudamiento, combinada con un escaso apetito por el riesgo y unos crecientes costes de financiación, podría provocar un aumento de los incumplimientos el año que viene. Por otra parte, existe el riesgo de que los resultados empresariales sean algo peores en el futuro. Los bonos corporativos podrían resultar una clase de activos interesante en un contexto de desaceleración del crecimiento y de inflación débil. Es muy probable que la atención se centre en los instrumentos de deuda de mejor calidad.

# Previsiones

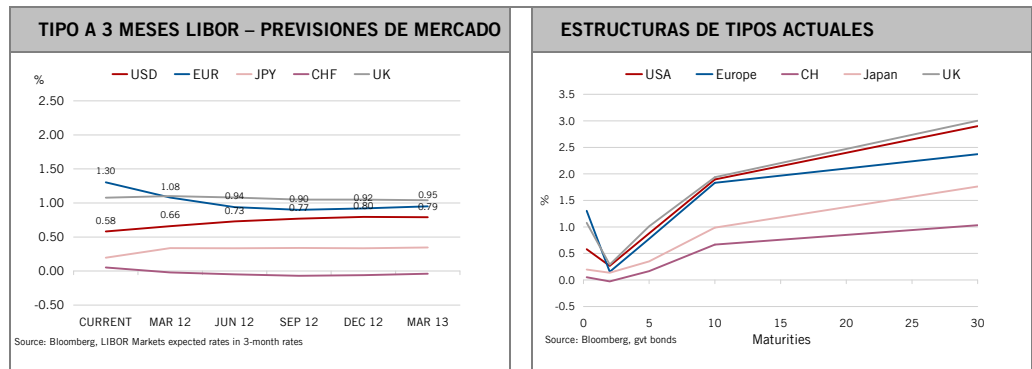
CONSENSO*	PIB		INFLACIÓN		TIPOS EN 12 MESES	
	2011	2012	2011	2012	3 meses	10 años
EEUU	1.7	2.1	3.2	2.1	0.10	2.70
EUROPA	1.6	-0.1	2.7	1.8	1.00	2.50
JAPÓN	-0.6	2.0	-0.2	-0.2	0.30	1.20
REINO UNIDO	0.9	0.7	4.5	2.7	1.10	2.70
SUIZA	1.7	0.2	0.3	-0.1	0.30	1.20

Fuente : Consensus Forecasts Inc.



PREVISIONES DE TIPOS DE INTERÉS A 3 MESES*		3 meses	2 años	5 años	10 años	30 años
EEUU	Tipo actual	0.58	0.27	0.89	1.91	2.91
	Previsión: baja	0.00	0.10	0.70	1.60	2.60
	alta	0.80	0.40	1.30	2.30	3.40
EUROPA	Tipo actual	1.30	0.16	0.78	1.84	2.38
	Previsión: baja	1.00	0.10	0.50	1.50	2.10
	alta	1.60	0.80	1.40	2.40	2.90
REINO UNIDO	Tipo actual	1.08	0.28	1.01	1.94	3.00
	Previsión: baja	0.60	0.20	0.80	1.70	2.80
	alta	1.30	0.90	1.60	2.70	3.50
SUIZA	Tipo actual	0.05	-0.03	0.17	0.67	1.03
	Previsión: baja	-0.10	-0.10	0.10	0.50	0.90
	alta	0.20	0.30	0.80	1.30	1.70
JAPÓN	Tipo actual	0.20	0.14	0.35	0.99	1.91
	Previsión: baja	0.10	0.10	0.20	0.80	1.80
	alta	0.40	0.40	0.60	1.30	2.20

\*Previsiones alta y baja : Niveles entre los que deberían evolucionar los rendimientos durante los 3 próximos meses



# Bonos indexados a la inflación

## **Año 2011: rally de los tipos reales**

A pesar de las turbulencias generadas por la crisis de la deuda soberana en Europa y, en mayor medida, por el deterioro de las finanzas públicas en el mundo desarrollado, el estatus de activo “sin riesgo” de los bonos indexados gubernamentales se acentuó en Estados Unidos, en el Reino Unido y en Alemania, se confirmó en Japón, en Australia y en Canadá, pero se perdió en Italia y, en menor medida, en Francia. Por consiguiente, el tipo real a 10 años se redujo en torno al 1% en Estados Unidos, en el Reino Unido y en Alemania, mientras que en Italia subió en un 2,6%. Al mismo tiempo, los *break-even* de inflación se orientaron ligeramente a la baja, a pesar de los datos de inflación en fuerte alza durante el año. El resultado fue, en la mayoría de los mercados de bonos indexados, una rentabilidad anual digna de los mejores años de esta clase de activos, registrándose en Estados Unidos, Reino Unido, Australia y Canadá rendimientos entre un 15% y un 20%. ¿Pero podrá esta evolución excepcional repetirse en 2012, en un contexto en el que los tipos reales, principal fuente de rentabilidad en 2011, dependen ahora de unas valoraciones anémicas, cercanas a cero, incluso negativas?

## **Año 2012: descenso generalizado de la inflación**

La inflación mundial tocó máximo en el mes de septiembre de 2011 en un 4,2% y, desde entonces, ha iniciado una tendencia bajista que debería llevarla hasta un nivel del 3% a mediados de 2012. Esta desaceleración tendencial, que afecta tanto a los países desarrollados como a los emergentes, se explica a la vez por unos efectos base fuertemente negativos para los componentes más volátiles

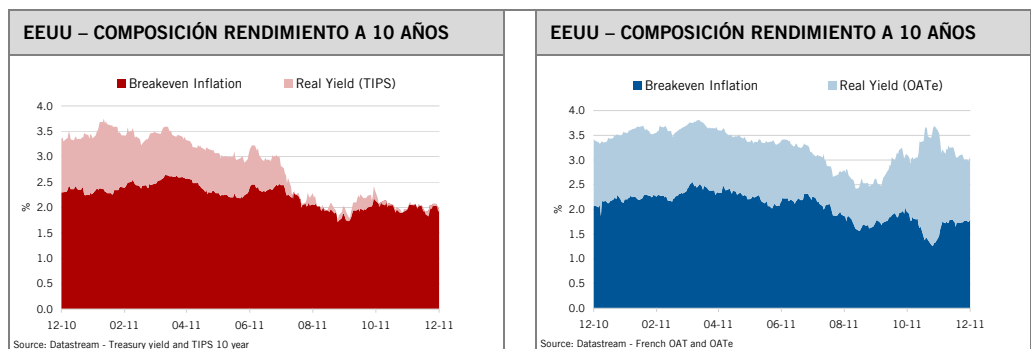
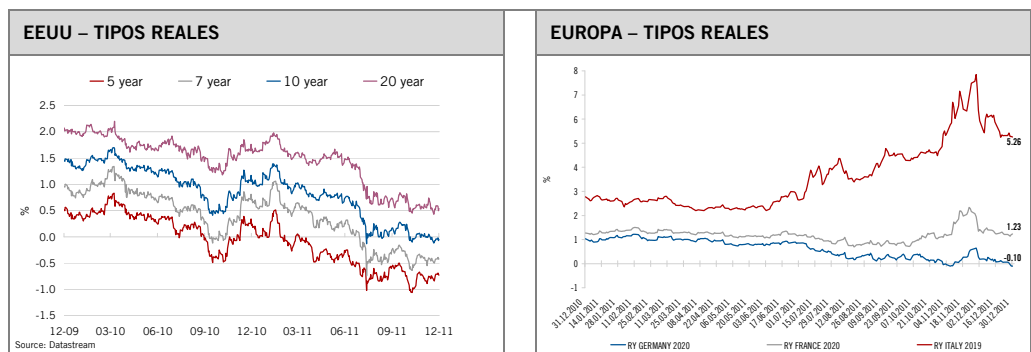
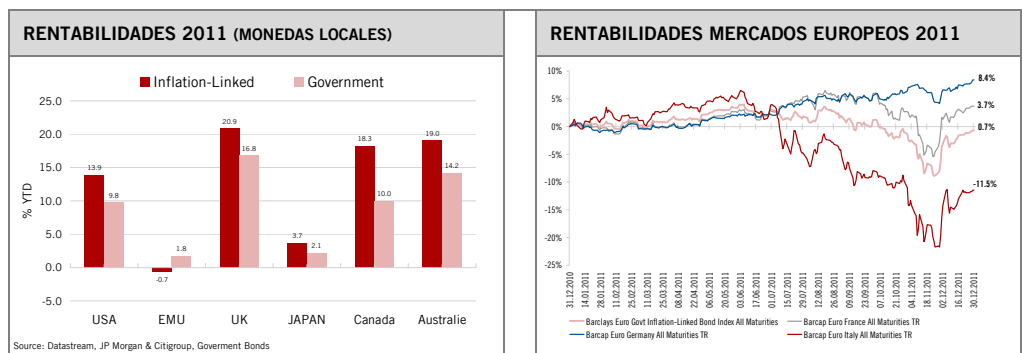
(energía y agroalimentario) y por un nivel de crecimiento inferior al potencial. Las medidas de austeridad fiscal que ya se han adoptado o se adoptarán en Europa, en el Reino Unido y en Estados Unidos, serán efectivamente un lastre para el crecimiento mundial, y el mundo emergente tampoco se librará de sus efectos. En un ciclo de represión financiera, el aumento de ciertos impuestos podría crear, como este año en el Reino Unido, un choque temporal en la evolución de los precios, pero sin poner en tela de juicio la tendencia desinflacionista.

## **¿Qué perspectivas presentan los bonos indexados?**

En el Reino Unido, el segundo programa de relajación cuantitativa que termina al final de febrero de 2012 y que elevó la compra de deuda pública por el banco central hasta 275.000 millones, debería prorrogarse. En Estados Unidos, el programa “operación twist”, que consiste en prolongar la duración de los bonos de Estado en manos del banco central, impedirá la subida de los tipos a largo plazo hasta mediados de 2012 y podría ir seguido de medidas más concretas destinadas a respaldar al sector inmobiliario. Finalmente, en la zona euro, la resistencia demostrada por el BCE en cuanto al establecimiento de un programa de compra de títulos de deuda pública, comparable a los que han llevado a cabo la Fed y el BoE, podría debilitarse. En efecto, los compromisos cada vez más firmes con vistas a una convergencia fiscal a medio plazo, junto con un temor de deflación dentro de la zona euro, podrían hacer que el BCE adoptara la vía del pragmatismo, dejando así de refugiarse en unos argumentos jurídicos como sugería el Sr. Bini Smaghi, justo antes de salir del BCE.

# Bonos indexados a la inflación

Los tipos reales, aunque sin llegar a la compresión experimentada en 2011, deberían mantenerse bajos y el *break-even* de inflación de nuevo ligeramente orientado a la baja, ya que los efectos adversos de una monetización de la deuda han sido de momento anulados por el necesario saneamiento de las finanzas públicas y su efecto debilitador sobre el crecimiento mundial.





# Mercado del crédito

## **Investment grade – acontecimientos recientes**

A pesar de una reacción mitigada de los mercados ante los resultados de la última cumbre europea, los mercados de bonos con *investment grade* han producido rendimientos positivos, similares a los generados por los bonos de referencia alemanes en diciembre. Los bancos y las compañías de seguros han registrado los mejores resultados a raíz de las medidas de respaldo del Banco Central Europeo. Las cotizaciones de los bonos subordinados se han visto respaldadas, en particular, por las ofertas de recompra y de canje, y también por el ejercicio de opciones de recompra a valor nominal. Los bonos de los bancos italianos han generado algunos de los mejores rendimientos, seguidos por los españoles y franceses. Fuera del sector financiero, las telecomunicaciones de los países periféricos y las deudas híbridas de los servicios públicos han generado las mejores rentabilidades, mientras que los sectores del automóvil y farmacéutico siguieron estables. En general, los bonos con calificaciones BBB no han registrado una rentabilidad superior a la de los de calificación A.

## **Agencias muy activas**

S&P ha colocado bajo vigilancia negativa las notas de 26 emisores sensibles al riesgo-país (como, por ejemplo, ENEL, EDF, Portugal Telecom o Endesa). Por su parte, Moody's ha rebajado la calificación de Portugal Telecom de *investment grade* a Ba1. La degradación de la actividad de Areva y la rebaja de su calificación por S&P han pesado significativamente en sus primas de riesgo. Los bonos de la italiana Endesa se han visto muy perjudicados por las incertidumbres en torno a la recuperación del grupo francés EDF. Las deudas bancarias

subordinadas siguen corriendo mayor riesgo de perder su estatus de *investment grade* pues las agencias de calificación les quitan todo soporte en el contexto de futuros regímenes de resolución – o de reestructuración de deudas.

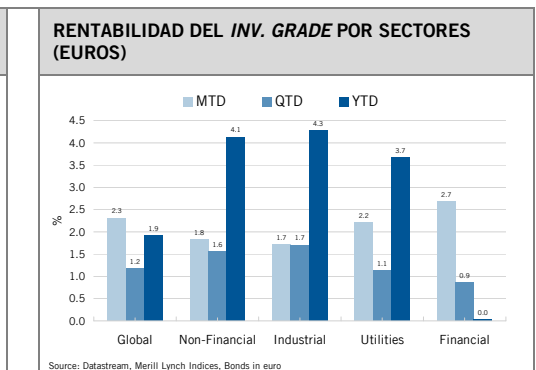
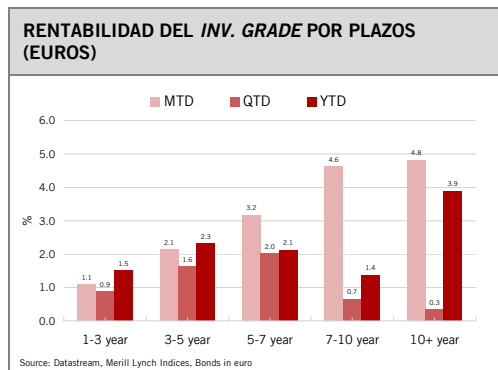
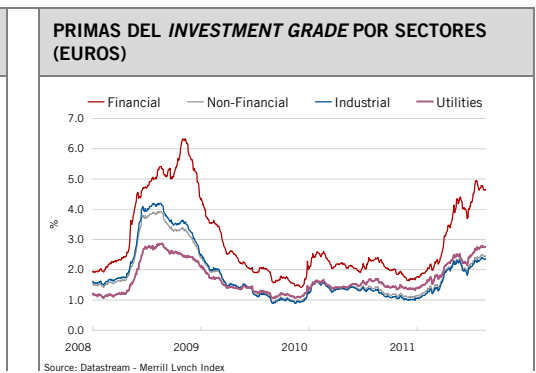
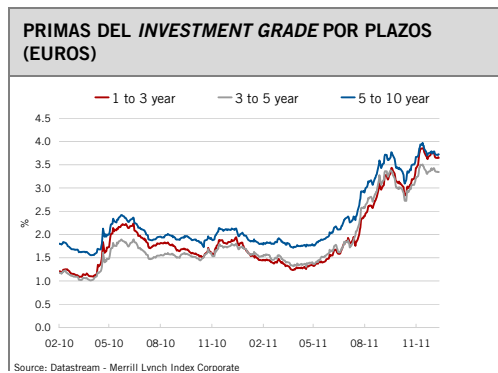
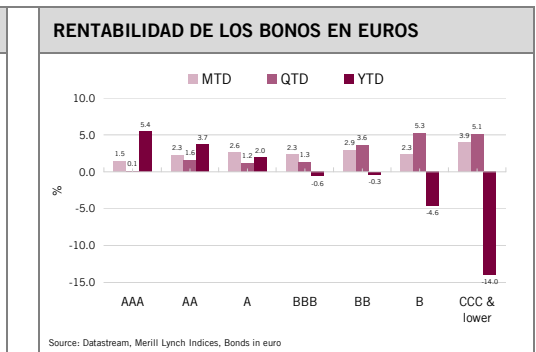
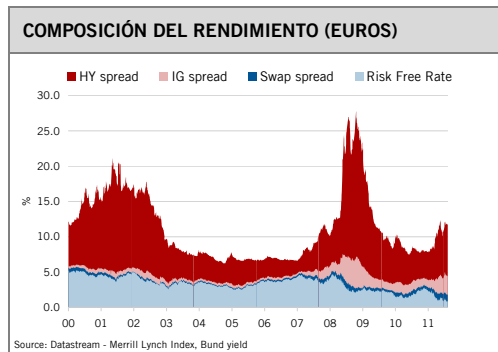
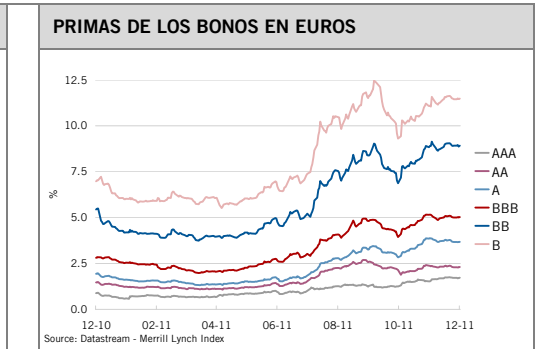
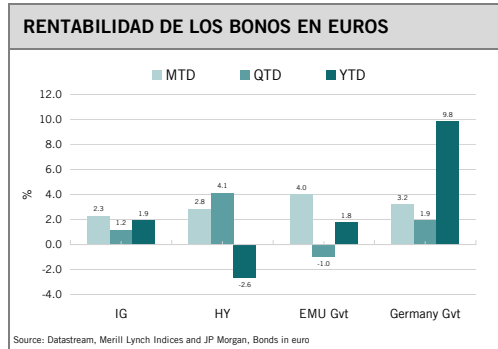
## **Mercado primario**

Tras una relativa mejora de la situación del mercado, varios emisores decidieron lanzar nuevas emisiones de bonos en las primeras semanas de diciembre y el volumen del mes fue superior al de años anteriores. El sector industrial fue el más activo con las emisiones de Linde AG, Vallourec, Akzo Nobel y Vinci con vencimientos de 5 a 7 años. En el sector de la energía, Repsol emitió bonos a 4 años y Petrobras a 7 y 11 años. El operador Eutelsat emitió bonos a 8 años. Con una concesión significativa sobre las primas de emisión, la rentabilidad es generalmente positiva, salvo algunas excepciones como la de Petrobras. No se produjo ninguna emisión financiera. La refinanciación de los bancos se ha concentrado en la última LTRO a 3 años del Banco Central Europeo.

## **Investment grade - perspectivas**

Los bonos de emisores no financieros y de buena calidad seguirán ofreciendo un rendimiento estable basado en fundamentales firmes. Las entidades financieras, las calificaciones BBB, así como los emisores de los países europeos periféricos ofrecen primas de riesgo muy atractivas, que seguirán volátiles, al depender de la actualidad europea. Las agencias de calificación mantendrán también las calificaciones crediticias bajo presión, principalmente en función de las revisiones de las de los países.

# Mercado del crédito



# Mercado del crédito

## **Bonos *high yield*: evolución reciente**

Tras un período difícil relacionado con fundamentales negativos y la ausencia de una solución a la crisis de la deuda europea, el ánimo del mercado *high yield* mejoró, impulsado primero por la acción coordinada de la Fed y del BCE, con vistas a reducir los tipos de financiación de los bancos, y después por fuertes señales relativas a la integración política y fiscal por parte de los responsables políticos europeos.

No obstante, la mejora fue de corta duración. Aunque los dirigentes europeos parecieran conscientes de la gravedad de la crisis, los planes anunciados no contenían ningún detalle concreto. Sumado a la degradación de ciertos Estados europeos por las agencias de calificación y a una serie de degradaciones de ciertos bancos europeos, esto enfrió el mercado. Al aproximarse las fiestas de fin de año, la actividad del mercado disminuyó progresivamente. El anuncio por el BCE de una nueva operación de refinanciación a tres años por importe ilimitado, justo antes de Navidad, volvió a dar cierto atractivo a los activos de riesgo.

Tras la masacre de los meses anteriores, los valores financieros han generado una rentabilidad positiva. La acción del BCE destinada a respaldar al sector bancario – concretamente las reducciones de tipos, el anuncio de la operación de refinanciación y la relajación de las garantías exigidas – ha permitido al sector financiero generar una rentabilidad superior a la del resto del mercado. Los productos básicos y el consumo cíclico han seguido registrando malas rentabilidades.

En lo que respecta a las calificaciones crediticias, la deuda CCC generó los mejores resultados en diciembre, mientras que las empresas con calificación B dieron resultados inferiores a la media. Los bonos con calificación BB obtuvieron resultados similares a los del mercado.

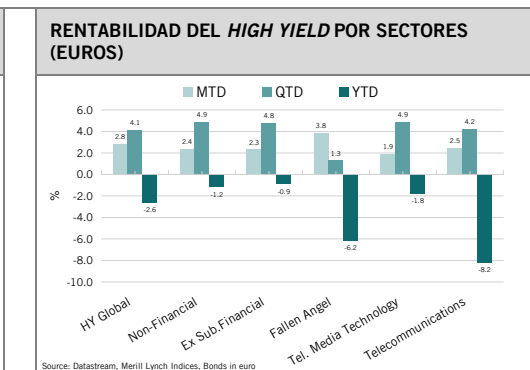
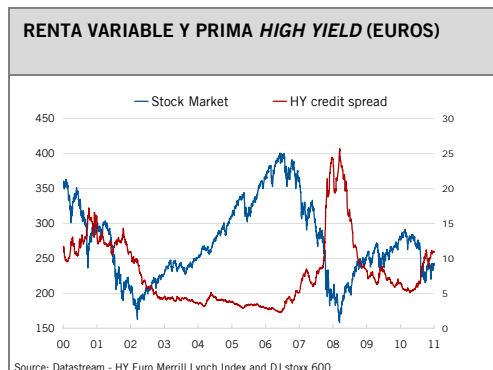
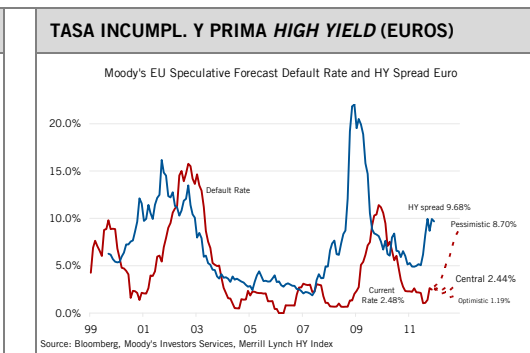
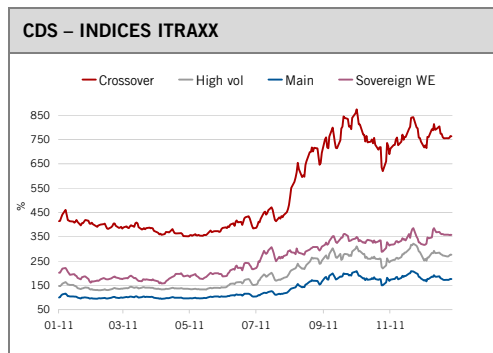
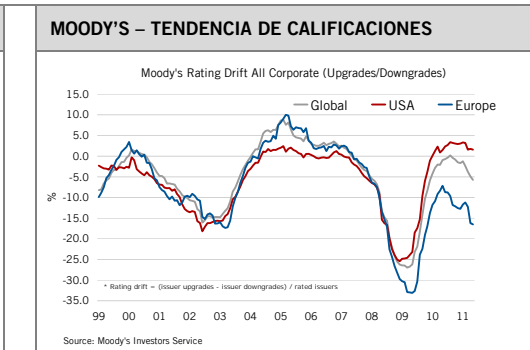
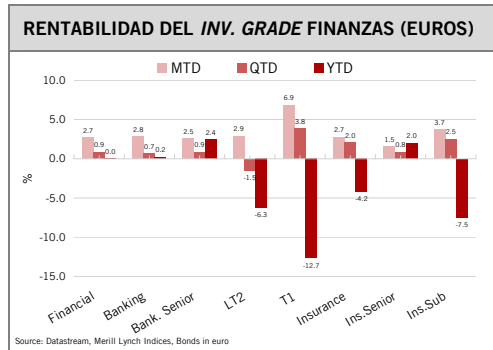
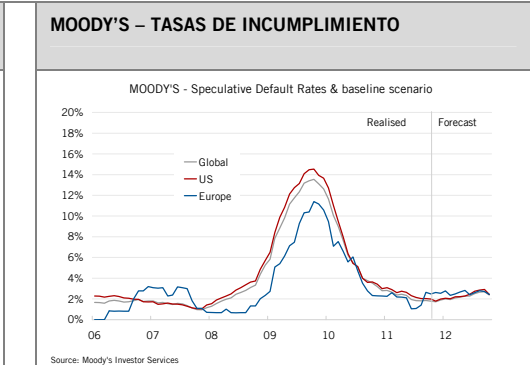
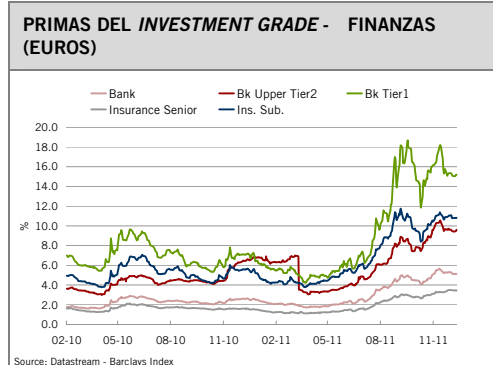
El mercado primario *high yield* estuvo prácticamente cerrado en diciembre.

## **Bonos *high yield*: perspectivas**

En 2012, los titulares referentes a la crisis de la deuda soberana europea seguirán dominando los mercados financieros y pesando sobre los activos de riesgo, incluyendo la deuda *high yield*. Aunque la cumbre europea de principios de diciembre haya aportado mayor claridad en cuanto a la futura evolución, la presión seguirá fuerte en el futuro inmediato.

En Europa, el contexto se caracteriza por un crecimiento flojo y una inflación decreciente, mientras que la economía americana debería seguir más estable, gracias al mantenimiento de una política monetaria acomodaticia por parte de la Fed. Sin embargo, los temores respecto al tope de la deuda podrían también tener un impacto en Estados Unidos. De momento, las tasas de incumplimiento siguen siendo bajas a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, la presión constante sobre los bancos para que reduzcan su endeudamiento, junto con el escaso apetito de riesgo y el alza de los costes de financiación, podría provocar un aumento de los incumplimientos en los próximos meses. Globalmente, los bonos corporativos deberían resultar una clase de activos interesante en un contexto de desaceleración del crecimiento y de inflación débil. Es muy probable que la atención se centre en los instrumentos de deuda de mejor calidad.

# Mercado del crédito



# Deuda emergente

## Deuda externa – evolución reciente

La deuda externa emergente terminó el año con una nota positiva, ofreciendo buenas rentabilidades. Los rendimientos de los bonos del Tesoro americano repuntaron a fin de mes con las señales de recuperación de la economía. Con el fin de reducir los costes de financiación, la Fed llevó a cabo su última compra de bonos del Tesoro a largo plazo de 2011. Sin embargo, el mercado se mostró algo reticente a integrar la fuerte mejora de los datos americanos debido a los temores relacionados con Europa. Tras experimentar un avance durante el mes, los Bunds alemanes han empezado a retroceder en vista de los datos publicados que indican una mejora de la confianza de los consumidores y del empleo en Estados Unidos. Ante la ausencia de cambios importantes en el mercado, las primas de riesgo han permanecido estables durante el mes, aunque hemos observado una ampliación en ciertos países de beta elevada, como Pakistán y Egipto.

## Deuda externa - perspectivas

Nuestras previsiones siguen siendo optimistas en vista de la firmeza de los fundamentales. La crisis de la zona euro y el debate sobre el tope de la deuda americana han intensificado el contraste entre países emergentes y desarrollados. No obstante, en el actual clima de crisis europea y de temor respecto al crecimiento de los países industrializados, conviene mantenerse prudentes a corto plazo. La reciente ampliación de las primas de riesgo acabará por ofrecer una oportunidad atractiva en esta clase de activos pues, en un contexto menos volátil pero con tipos bajos, los productos de *spread*, como la deuda emergente en dólares, deberían generar resultados positivos.

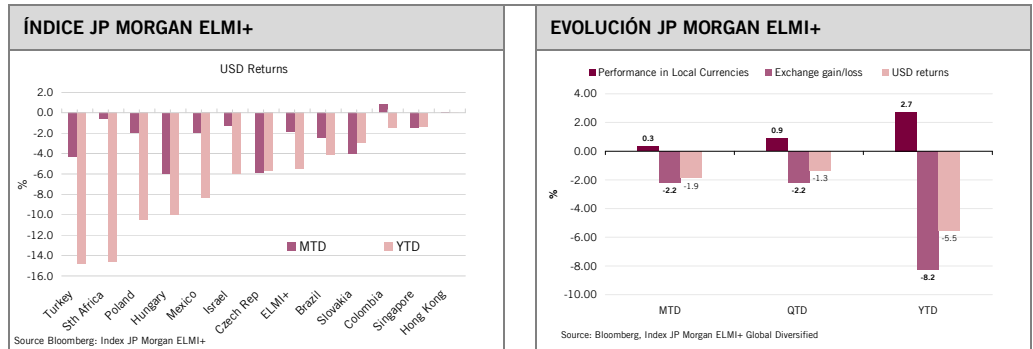
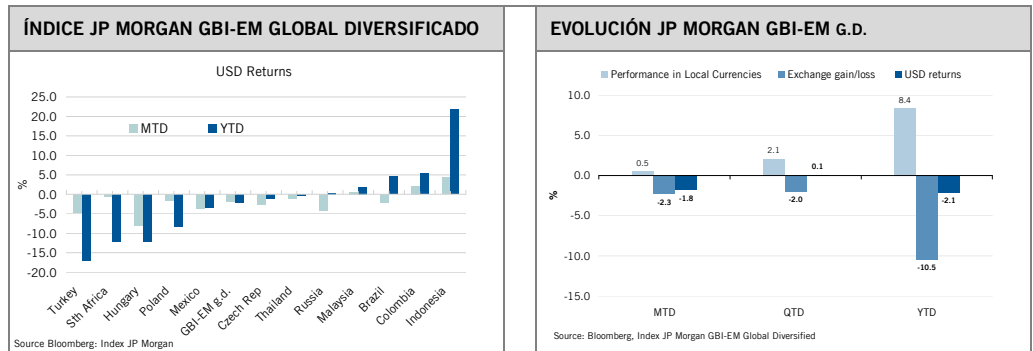
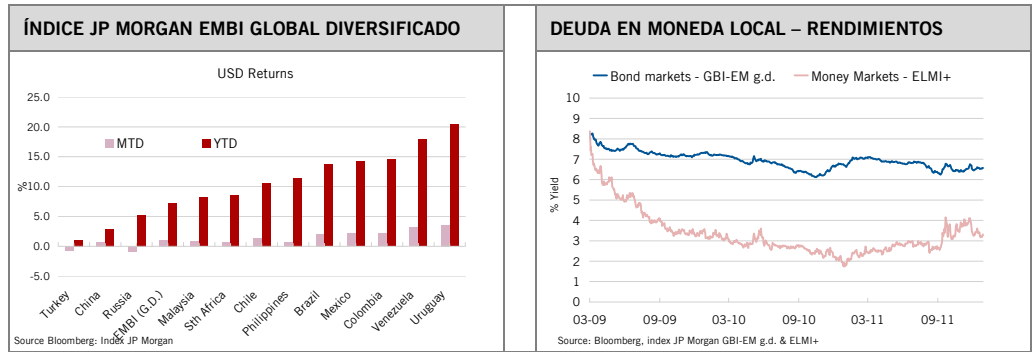
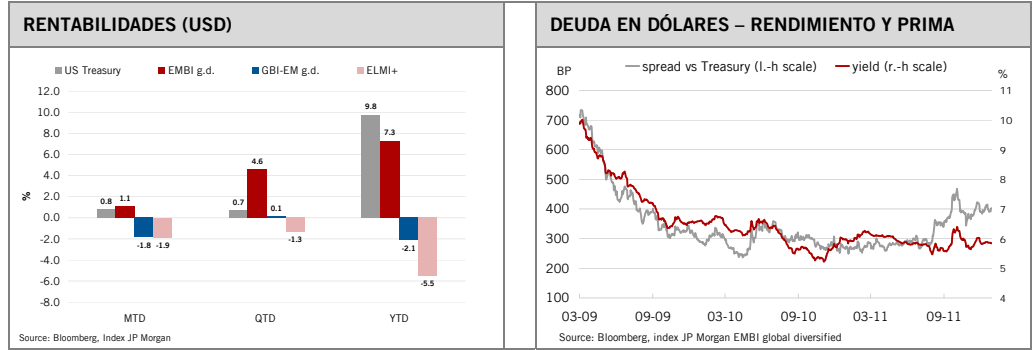
## Deuda en moneda local – evolución reciente

La deuda en moneda local ha tenido una mala evolución este mes, dadas las turbulencias experimentadas por las monedas emergentes. Aunque con prudencia, el ánimo ha mejorado globalmente, ya que la evolución en Europa y los datos americanos y chinos han reforzado el apetito de riesgo entre los inversores. Algunos nuevos signos de mejora del crecimiento en Latinoamérica han llevado a los bancos centrales a adoptar políticas más flexibles. La mayoría de los países ya no parecen alentar temores inflacionistas y hacen hincapié en el crecimiento, aunque algunos países de la zona EMEA sí han sufrido un aumento de la inflación debido a la debilidad de sus monedas y al encarecimiento de los carburantes y los alimentos. Las agencias de calificación han estado activas: dos de ellas han rebajado la nota de Hungría a la categoría especulativa. En cambio, han subido la de Indonesia. Las monedas de la zona EMEA se han quedado en los escalones más bajos, y en particular el rublo ruso, el florín húngaro y la libra turca han sido penalizados.

## Deuda en moneda local - perspectivas

Las perspectivas a corto plazo siguen inestables, dado que las incertidumbres relacionadas con la deuda no se han despejado. En este contexto, el G20 debe esforzarse por resolver la falta de coordinación política. No obstante, siguen produciéndose flujos de dinero hacia la deuda emergente en moneda local, y a veces a un ritmo acelerado con respecto al principio del año. Los mercados emergentes siguen presentando fundamentales más sólidos que los desarrollados y, en vista de la dificultad para generar rendimiento, la clase de activos debería seguir siendo interesante. Por lo tanto, apostamos por la persistencia de una tendencia estructural con una mayor asignación a la deuda emergente.

# Deuda emergente



# Estados Unidos

## Recuperación económica

El crecimiento americano se reactivó en el tercer trimestre y fue mejor de lo esperado aunque, finalmente, no avanzó más que un 1,8%. Desde la crisis de las *subprime*, el crecimiento americano se ha visto frenado por el desendeudamiento e impulsado por las exportaciones. Una alta tasa de desempleo, un mercado inmobiliario convaleciente y las incertidumbres europeas siguen siendo factores de riesgo importantes para la economía. Las recientes estadísticas han superado en conjunto las expectativas, lo que indica que el crecimiento debería continuar durante los próximos trimestres, tranquilizando al mercado que empezaba a temer lo peor. El índice de confianza de los consumidores del Conference Board ha subido de 40,9 a 64,5. La tasa de desempleo ha bajado del 9% al 8,6% y las solicitudes de prestaciones por desempleo experimentan un neto retroceso. El índice de los directores de compras del sector manufacturero ha repuntado de 50,8 a 52,7. El mercado inmobiliario muestra señales de recuperación con un aumento de los inicios de construcción del 9,3%, de los permisos de construcción del 5,7%, de las ventas de casas existentes del 4% y un alza del índice NAHB de 19 a 21. Los préstamos concedidos a los comercios y a la industria han alcanzado su nivel máximo de los últimos tres años. Finalmente, el indicador adelantado del crecimiento ha avanzado un 0,5%. En cuanto a la inflación, el retroceso iniciado en octubre se confirmó en noviembre, con un descenso de la tasa de inflación del 3,9% al 3,4%.

## La Fed sigue a la defensiva

Aunque la mejora de los datos económicos había reducido las probabilidades de que se anunciara un

QE3, el mercado se ha sentido decepcionado por el statu quo de la Fed en diciembre. La Fed mantiene su tipo de referencia cercano a cero desde diciembre de 2008 y ha comprado bonos por valor de 2,3 billones de dólares para respaldar la economía. En su comunicado, ha dicho que está dispuesta a intervenir de nuevo si fuera necesario. La Fed podría anunciar eventualmente nuevas medidas al concluir su reunión del 24 y 25 de enero, y no debería volver a subir sus tipos antes de mediados de 2013.

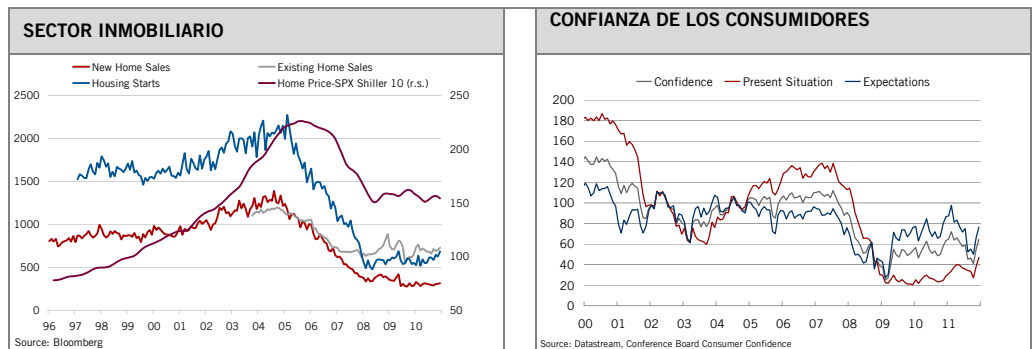
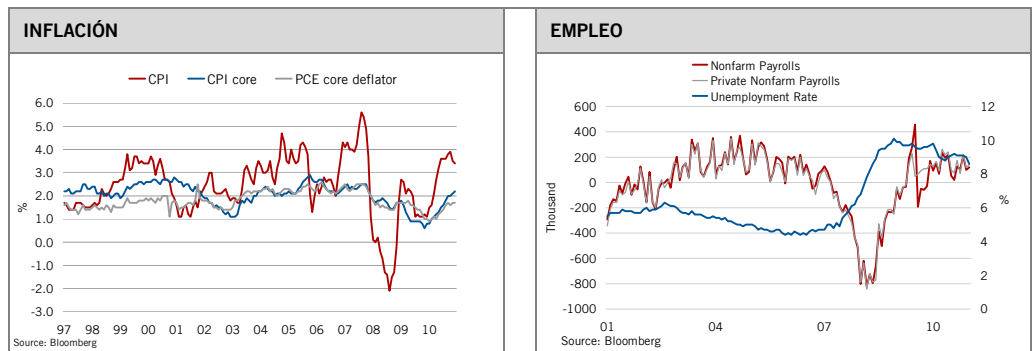
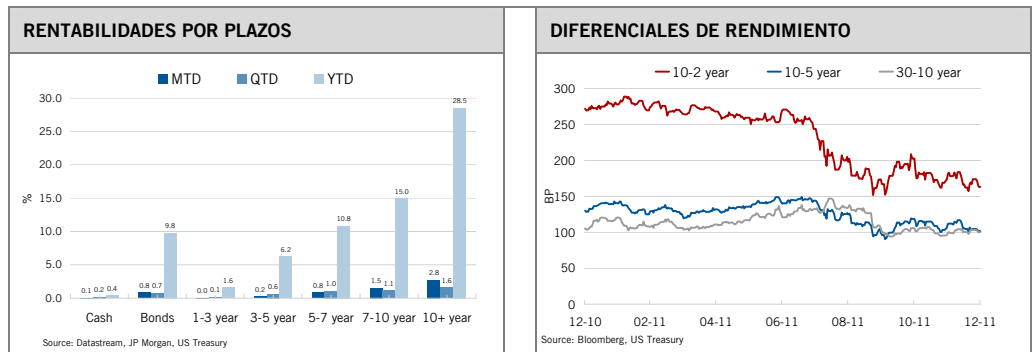
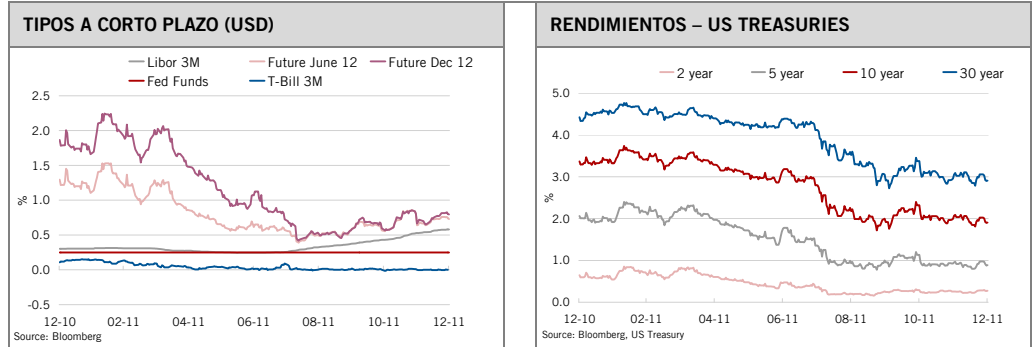
## Prórroga de las rebajas fiscales

Tras el psicodrama del aumento del techo de la deuda, parecía que se iba a producir una nueva crisis en el Congreso. Finalmente, el Congreso aprobó el acuerdo fiscal duramente negociado entre Demócratas y Republicanos sobre una prórroga de dos meses de las rebajas fiscales para asalariados y las prestaciones de desempleo de urgencia. El acuerdo prevé también medidas a favor de las pequeñas empresas.

## Los rendimientos siguen en niveles muy bajos

A pesar de los mejores datos económicos, los rendimientos volvieron a bajar durante la primera quincena de diciembre, cayendo el bono a 10 años al 1,80% antes de volver a subir ligeramente. El mercado ha seguido beneficiándose de la búsqueda de calidad y de liquidez, las compras de bonos del Tesoro por la Fed, así como, en menor medida, el inicio de un descenso de la inflación. Si los datos económicos mejoran, los rendimientos de los bonos del Tesoro podrían volver a subir ligeramente al finalizar el programa Twist, mientras la Fed no anuncie nuevas medidas.

# Estados Unidos





# Zona euro

## Como el granizo tras la vendimia

La agencia Moody's y sus homólogas no dejan de rebajar las calificaciones que tenían que haber bajado mucho antes. Este mes, tras haber degradado a Hungría, Portugal y Bélgica, Moody's ha mantenido la presión, advirtiendo que revisaría las notas de los países de la Unión Europea al principio de 2012, indicando que ningún país, ni Francia ni los considerados más sólidos, como Países Bajos, Austria, Finlandia, incluso Alemania, estaban al amparo de una rebaja de calificación. Esto fue un jarro de agua fría para los mercados, que intentaban recuperarse tras la cumbre europea del 9 de diciembre. Sin embargo, los inversores no se dejaron llevar por el pánico y las valoraciones ya reflejaban el deterioro de los fundamentales de los países, pues el mercado no había esperado la opinión de esos eminentes especialistas para hacer ajustes. Por otra parte, a título anecdótico, recordemos que Moody's había demostrado su sagacidad elevando el conjunto de las calificaciones bancarias a "Aaa" antes de la crisis de las *subprime*. En cuanto a la calificación "AAA", si Estados Unidos logró sobrevivir a su pérdida, es muy probable que los países europeos también lo hagan. Finalmente, respecto a las valoraciones ¿se justifica que Italia tenga que pagar un rendimiento del 6,75% sobre sus bonos a 10 años mientras que ciertos países emergentes con peores calificaciones ofrecen remuneraciones bastante más bajas? A título ilustrativo, Indonesia (BB+, ofrece un 3,99%), Perú (Baa3, un 3,14%) y Filipinas (Ba2, un 3,63%), lo que no está muy lejos de Francia con un 3,11%.

## Acuerdo para reforzar la disciplina

El acuerdo europeo del 9 de diciembre debería dar lugar a una clara restricción de la disciplina

presupuestaria. La convergencia presupuestaria, que consiste en armonizar la elaboración de los presupuestos nacionales con el fin de respetar el pacto de estabilidad (3% de déficit público y un ratio deuda/PIB del 60%) es uno de los grandes avances. Por otra parte, los dirigentes europeos han decidido no imponer a los bancos acreedores la participación sistemática en el rescate de países, como en el caso de Grecia. Además, al final del año, los países europeos acordaron aportar 200.000 millones de euros al FMI con el fin de ayudar indirectamente a los países europeos en dificultades.

## ¿Exceso de pesimismo?

Todo el mundo está de acuerdo sobre el hecho de que la zona euro volverá a caer en recesión. La pregunta que uno se hace es si se tratará de una recesión moderada o profunda. La evolución de la situación dependerá principalmente de la confianza. El saneamiento de las finanzas públicas será un lastre para el crecimiento durante varios años, pero en el pasado, ciertas economías han conseguido recuperarse durante fases de austeridad gracias a la reducción de las tasas de ahorro de los hogares y al aumento de las inversiones de las empresas. En lo que respecta a los datos recientes, se observa una recuperación durante los dos últimos meses del índice Ifo, lo que indica que la economía alemana seguirá creciendo, así como un repunte del índice compuesto de los directores de compras europeos.

## Regalo de Navidad del BCE

El BCE ha reducido, por segunda vez, su tipo de referencia del 0,25% al 1%, y ha dado un impulso al mercado al ampliar los criterios de elegibilidad de las garantías colaterales y ofreciendo dos operaciones de LTRO a 3 años.

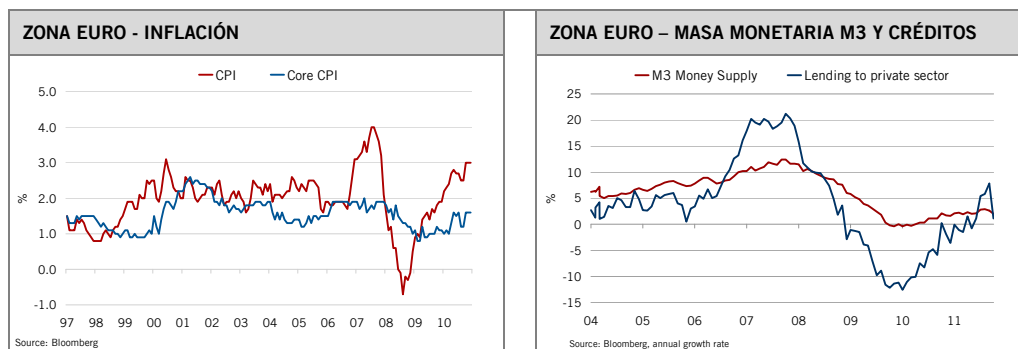
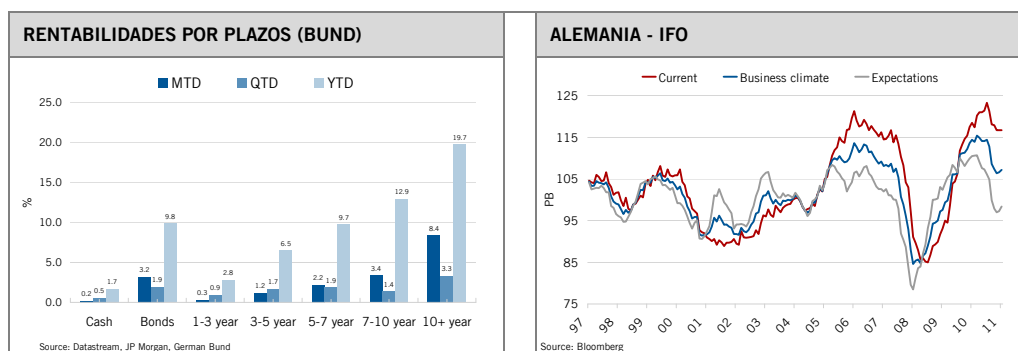
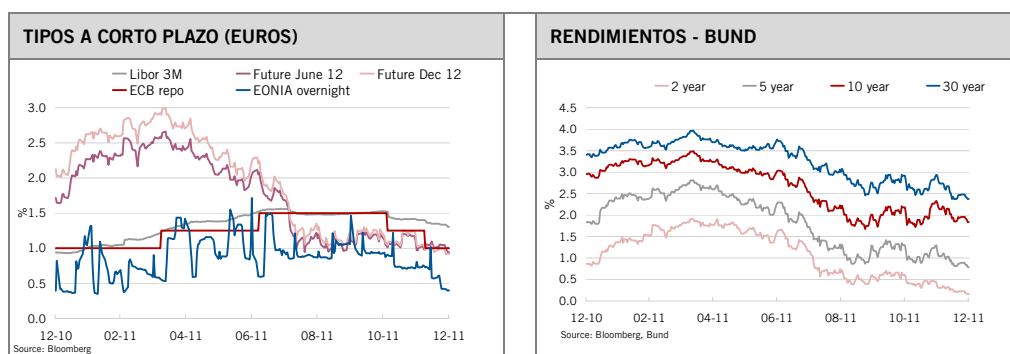
# Zona euro

La operación del 21 de diciembre consistió en atribuir 489.000 millones de euros al 1% a 523 bancos contra activos aceptados como garantía. Estos fondos deberían facilitar en gran medida la refinanciación de los bancos que deben hacer frente a importantes vencimientos en 2012.

## El mercado sigue asaltado por las dudas

Aunque globalmente la situación siga tensa, el

mercado español ha experimentado una fuerte recuperación tras el éxito de unas subastas de bonos. Las medidas europeas adoptadas no constituyen la garantía de una resolución total de los problemas, pero deberían contribuir a aliviar la tensión. En este contexto, las primas de riesgo en los mercados periféricos podrían reducirse un poco y los rendimientos del Bund volver a aumentar ligeramente.



# Aviso Legal

La información y los datos presentados 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.

Este documento no toma en consideración los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de las personas susceptibles de recibirlo y de invertir en un instrumento financiero. Pictet & Cie no garantiza en ningún caso el hecho de que los títulos mencionados en este informe se adapten a las necesidades específicas de un inversor.

El presente informe no puede reemplazar una opinión independiente. El valor y el rendimiento de los títulos o instrumentos financieros mencionados en el presente documento pueden ser objeto de fluctuaciones. El valor bursátil puede variar en función de cambios de naturaleza económica, financiera o política, del vencimiento residual, de las condiciones del mercado, de la volatilidad, de la solvencia del emisor o de la del emisor de referencia. Por otra parte, los tipos de cambio pueden tener un efecto positivo o negativo en el valor, el precio o el rendimiento de los títulos o de las inversiones correspondientes, que se mencionan en el presente informe.

Numerosos factores pueden afectar al valor de un instrumento financiero. En consecuencia, los inversores asumen todos los riesgos y es posible que no recuperen el importe invertido inicialmente. Por lo tanto, se recomienda a todo inversor interesado en comprar un instrumento financiero que lleve a cabo sus propios estudios y análisis respecto a los riesgos inherentes a operaciones relacionadas con tales instrumentos.

Las rentabilidades pasadas no deben considerarse como una indicación o garantía de rentabilidades futuras. Pictet & Cie no asume ninguna responsabilidad, implícita o explícita, ni da ninguna garantía en cuanto a futuras rentabilidades.

El presente documento no constituye la política de inversión de Pictet & Cie, ni una recomendación de inversión, sino que representa simplemente las diferentes opiniones, hipótesis y análisis de sus autores. Por otra parte, la información, las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente documento son consideradas fiables a la fecha de su publicación, pero pueden ser objeto de cambios sin previo aviso. Pictet & Cie puede haber publicado otros informes que no concuerden con la información proporcionada en el presente documento, o que conduzcan a conclusiones diferentes.

La información y las opiniones presentadas por los analistas de Pictet & Cie provienen de fuentes consideradas fiables. Sin embargo, aunque haya tomado todas las precauciones necesarias al recopilar la información y al formular las opiniones contenidas en el presente documento, Pictet & Cie no asume ninguna responsabilidad en cuanto a su exactitud y su exhaustividad.

En consecuencia, el banco Pictet & Cie no podrá ser considerado en ningún caso responsable de una pérdida ocurrida a raíz de la utilización del presente documento, que ha sido concebido exclusivamente a título indicativo.

El presente informe ha sido publicado por Pictet & Cie. No podrá reproducirse ni distribuirse, total o parcialmente, sin la autorización previa de Pictet & Cie.

El presente documento ha sido distribuido por Pictet & Cie, banco con sede en Ginebra (Suiza). Pictet & Cie y sus filiales (o sus empleados respectivos) pueden mantener o no una posición en los títulos mencionados en el presente documento o en relación con estos últimos.

El presente informe ha sido aprobado para su publicación en el Reino Unido por Pictet Asset Management Limited, sociedad autorizada y supervisada por la Financial Services Authority. Por su parte, el banco Pictet & Cie no está sujeto a las normas impuestas por la ley británica Financial Services Act de 2000 y la protección que se ofrece a los inversores que operen en el marco del sistema de reglamentación británico no se aplica en este caso.

En Estados Unidos, Pictet & Cie está autorizado a distribuir este documento, por aplicación de la exención prevista en el artículo 15a-6 de la ley Securities Exchange Act de 1934. El presente documento queda reservado exclusivamente a los inversores institucionales estadounidenses, según la definición contenida en dicho artículo. Cualquier inversor institucional estadounidense de tamaño importante que desee ejecutar una transacción solo podrá hacerlo a través de un corredor de bolsa registrado en Estados Unidos, como Pictet Overseas Inc.

El presente documento tampoco está destinado a personas físicas o jurídicas que sean ciudadanas o residentes de un lugar, Estado, país o jurisdicción en el que la distribución, la publicación, la puesta a disposición o la utilización de este documento sean contrarias a las leyes o reglamentaciones vigentes.

