



## Informe Mensual de Divisas de Saxo Bank – Septiembre de 2010

*John J. Hardy, Consultor de Estrategias de Divisas, 23 de septiembre de 2010*

### El mes a revisión:

#### El eje de “Débil-landia”: el dólar, la libra y el euro

Desde nuestro último informe de mediados de agosto, el apetito de riesgo ha pasado de rozar el soporte clave a finales de agosto, a saltar hasta la resistencia clave a mediados de septiembre. Y esto condujo a un dólar “anti-riesgo” y a su compañera de fatigas, la libra esterlina, a una montaña rusa: desde los prometedores intentos de repuntes, hasta un desvanecimiento que llevó a la mayor bajada de los últimos meses frente al resto de las divisas G-10. Mientras tanto, la divisa común europea ha marcado un ritmo ligeramente diferente, pero también ha caído hasta un nuevo mínimo histórico frente al resto de divisas G-10, antes de realizar un leve intento de retorno a mediados de septiembre.

Las causas que subyacen al desfallecimiento del dólar y la libra son relativamente simples. Veamos. En un mundo al que interesa someter a riesgo, el consenso considera que la economía de los Estados Unidos está atascada sin remisión en una situación de no recuperación y desempleo, y que el resto del mundo va relativamente bien, especialmente los mercados emergentes, donde los tipos de interés y el potencial de crecimiento son mayores. A su vez, el mercado siente que la Reserva Federal de los EE.UU. puede estar preparada para volver a activar las máquinas de producir moneda, ya que Ben Bernanke no va a permitir que la economía caiga en nada que parezca una deflación. Lo mismo ocurre con la libra esterlina, que cae a medida que el mercado se preocupa por los efectos del programa de austeridad del gobierno y el riesgo sin plazo fijo de que el Banco de Inglaterra (BoE) esté en condiciones, y desee, llevar a cabo otro alivio cuantitativo si las condiciones así lo requieren. En general, el euro se ha mostrado débil ante la cuestión de un reciclaje de la deuda soberana, ya que está cada vez más claro lo fuerte que está golpeando la austeridad en Irlanda y Grecia y por posible un contagio, además de las implicaciones del mismo sobre el sistema bancario europeo.

De igual modo, la preocupación sobre China, que había adquirido cierto impulso, cuando el riesgo estaba en horas bajas al final del verano, se ha evaporado en gran medida, dejando al mercado creer en una recuperación global más fuerte guiada por la dinámica de los mercados emergentes, con China al timón de ellos. Si bien esto puede ser exagerar un poco la situación, se podría decir que al mercado le interesa -como mínimo- evitar a toda costa la economía de Europa y los Estados Unidos, que resultan desafortunadas, con bajo rendimiento, bajo crecimiento y un riesgo aparentemente elevado, en busca de prados más verdes.

Llevamos mucho tiempo esperando que el malestar en los EE.UU. se expanda por todo el mundo, y con un brote de aversión al riesgo que podría suponer que el mercado se libra de las negociaciones favorables al riesgo. El mercado de bonos parece llevar avisando de esto desde hace mucho tiempo, aunque ahora tienen que aparecer pruebas del miedo en otros lugares.

No obstante, si bien llevamos todo el verano viendo principios de aversión al riesgo, seguimos viendo como desaparece con cada oleada de esperanza, en particular con el brusco repunte de septiembre. ¿Esta oleada de esperanza se verá borrada como todas y cada una de las oleadas que hemos visto en lo que va de año, y en particular, la que culminó a finales de abril? Aún seguimos esperando un retorno de la aversión al riesgo, ya que el mercado está tomando en cuenta un futuro menos halagüeño que aquel en el que ahora mismo cree. Cuando esto ocurra, es probable que las apuestas tan apalancadas contra las tres divisas más débiles del G-10 cambien de sentido, en particular las apuestas contra el dólar estadounidense. En nuestra opinión, es una posición pesimista a largo plazo para el billete verde. Está muy claro que el dólar se ha convertido en un anti-barómetro casi perfecto del riesgo. Si vemos una fuerte corrección del riesgo global y el billete verde logra realizar ventas masivas en un cambio claro de su anterior comportamiento, nos alegrará cambiar de opinión y pasaríamos a estar muy preocupados sobre la suerte de la divisa en tal caso. Hasta entonces, la aversión al riesgo equivale a la fortaleza del dólar y viceversa.

El comportamiento del mercado, en particular respecto de nuestras perspectivas, no ha cooperado con nuestra visión a corto/mediano plazo en los últimos meses más que en vaivenes, lo que aumenta nuestra incertidumbre sobre el plazo de un nuevo mercado bajista para el riesgo. Otro elemento de incertidumbre lo constituye el repentino brote de intervenciones en Japón, que se produjo poco después de que redactáramos el presente informe y parece haberse llevado el franco suizo consigo.

### **Japón interviene en el mercado de divisas**

En estos mismos momentos, el Banco Central y el Ministerio de Economía de Japón han comenzado una significativa intervención en el mercado de divisas, con la primera oleada de compras por un valor de más de 10.000 millones de dólares, lo que ha llevado al par dólar estadounidense-yen japonés desde el nivel más bajo de los últimos 15 años, por debajo de 83,00, hasta prácticamente el nivel de 86,00 en un lapso de menos de 24 horas. Podemos reivindicar cierta premonición en la intervención, como ya indicamos el mes pasado sobre la divisa nipona cuando se negociaba cerca del nivel de 85,00. Entonces, sosteníamos que si bien en teoría el cruce podía seguir hundiéndose durante mucho tiempo si la situación actual de caída de los tipos de interés se extendía, lo que ocurrió durante algún tiempo antes de subir a principios de septiembre, y provocar una nueva caída de 200 pips desde nuestra publicación de agosto. *“Asimismo, es probable que el Banco Central y el Ministerio de Economía de Japón se pongan manos a la obra si el par USDJPY permanece por debajo de 85,00 durante algo más de tiempo. Los optimistas del yen deberían negociar con cuidado; puede que haya revalorizaciones a corto plazo, pero la historia nos indica que esto tiende a cambiar de forma violenta.”* Esta opinión divergía radicalmente del consenso, a pesar de que muchos creyeron que el gobierno toleraría unos niveles más bajos antes de seguir debilitando la divisa.

¿Y qué ocurre ahora con el yen japonés? Puede que el mercado se sienta muy ufano después de saber que en su día salió victorioso de la pelea con el Ministerio de Economía de Japón a finales de 2003 y que, al final, “ganó” tras una venta de yenes de 180.000 millones de dólares por parte del gobierno japonés, y que también luchó y salió victorioso ante el SNB (Banco Nacional de Suiza) respecto de los enormes intentos de intervención, pero tenemos que tener en cuenta un par de parámetros extra que no se tuvieron en cuenta en los dos ejemplos anteriores. En primer lugar, cuanto más intervenga el Banco de Japón (BoJ), es más posible que se mine el interés de la comunidad internacional por hacerse con valores japoneses, y esto en un mercado que lleva ya bastante tiempo haciéndose con yenes. Asimismo, también tenemos que tener en cuenta el daño que la fortaleza de esa moneda ya ha provocado a la economía japonesa y hasta qué punto la intervención añade más al desastre fiscal de Japón, y a la posición de su deuda soberana. Ésta va a ser una batalla muy interesante que observar.

Llevamos mucho tiempo manteniendo nuestras perspectivas para el cruce USD-JPY más altas, incluso a pesar de que dicho par ha bajado, ahora que nos cuesta hallar razones a largo plazo para mantener la divisa japonesa, por las dificultades demográficas y fiscales a largo plazo que afronta el país, sin una solución a la vista. Aún buscamos el nivel de 100 o más para el año que viene, 2011. Esto podría ser finalmente el principio de tal movimiento, salvo que se produzca otra extensión radical del mercado alcista en los bonos, y quizás incluso a pesar del caso del dólar-yen.

## **“No te preocupes, compra dólar australiano”, dice el mercado**

El dólar australiano ha vuelto a deshacerse de un plumazo de todo el sentimiento negativo del mercado, y éste ha vuelto a saltar: no importa lo que ocurra, el mercado parece repetirnos una y otra vez: “¡No te preocupes, compra dólar australiano!”. De hecho, los movimientos del mes pasado han ofrecido un soporte al dólar australiano. Lo único negativo es que la debilidad de la coalición laborista desentona a medida que se acercan las elecciones generales, ya que esto trae a colación el riesgo de una legislación de cambio del clima de obligaciones al sector de la industria y la minería, porque por ahora no se va a revocar el impuesto a la minería. Por otra parte, los movimientos han sido casi universalmente positivos en las semanas anteriores al presente informe: Australia presentó un crecimiento arrollador en el segundo trimestre, el más fuerte desde hace mucho tiempo. También vimos repuntes en todos los principales instrumentos que se suelen asociar con un dólar australiano fuerte, incluidas las acciones en general y en China, concretamente. Y en las materias primas clave, como el cobre y el oro.

Sin embargo, como analizaremos más adelante en nuestras perspectivas para cada una de las divisas, esto no ha alterado nuestro escenario a largo plazo para el dólar australiano, particularmente por el riesgo desde su mercado de la vivienda y su vulnerabilidad a cualquier dificultad en el milagroso motor de importación de materias primas de China, que es el único sector que aún resuena en la economía australiana por el momento, aunque resuena muy fuerte. No estamos seguros de que el mercado esté valorando el precio de la divisa demasiado bien, en relación con los posibles riesgos de futuro. Los compradores de dólar australiano podrían tener una razón para preocuparse, después de todo.

## **Modelo de *Carry Trade*: El reinado de la autocomplacencia**

El panorama del *carry trade* para las divisas experimentó un cambio brusco a finales de agosto, desde la debilidad a la repentina fortaleza a principios de septiembre. Como podría esperarse, el furioso repunte del riesgo recompensó más a aquellas divisas con unas expectativas de tipos de interés más elevadas. En el G-10, esto incluía concretamente al dólar australiano y la corona sueca, con una participación ligeramente menos entusiasta por parte del dólar neozelandés y el dólar canadiense.

## **Sigue la divergencia entre el dólar y el yen**

Tras la fuerte intervención del Banco Central de Japón sobre el yen a mediados de septiembre, estamos haciendo lo posible por reescribir este fragmento del informe. La suerte del billete verde ha seguido siendo dispar, a medida que el devenir del yen se veía dominado por los movimientos en los tipos de interés antes de la intervención, mientras que el dólar sigue moviéndose casi perfectamente a la par con las medidas del apetito de riesgo como las que seguimos para nuestro Índice del *Carry Trade* que se muestra más adelante. Ahora, con la intervención del BoJ, el panorama podría complicarse, aunque en general, podríamos esperar que el hueco que separa al resultado del dólar y el yen se reduzca rápidamente si el mercado se mantiene alejado de una confrontación con la autoridad monetaria japonesa.

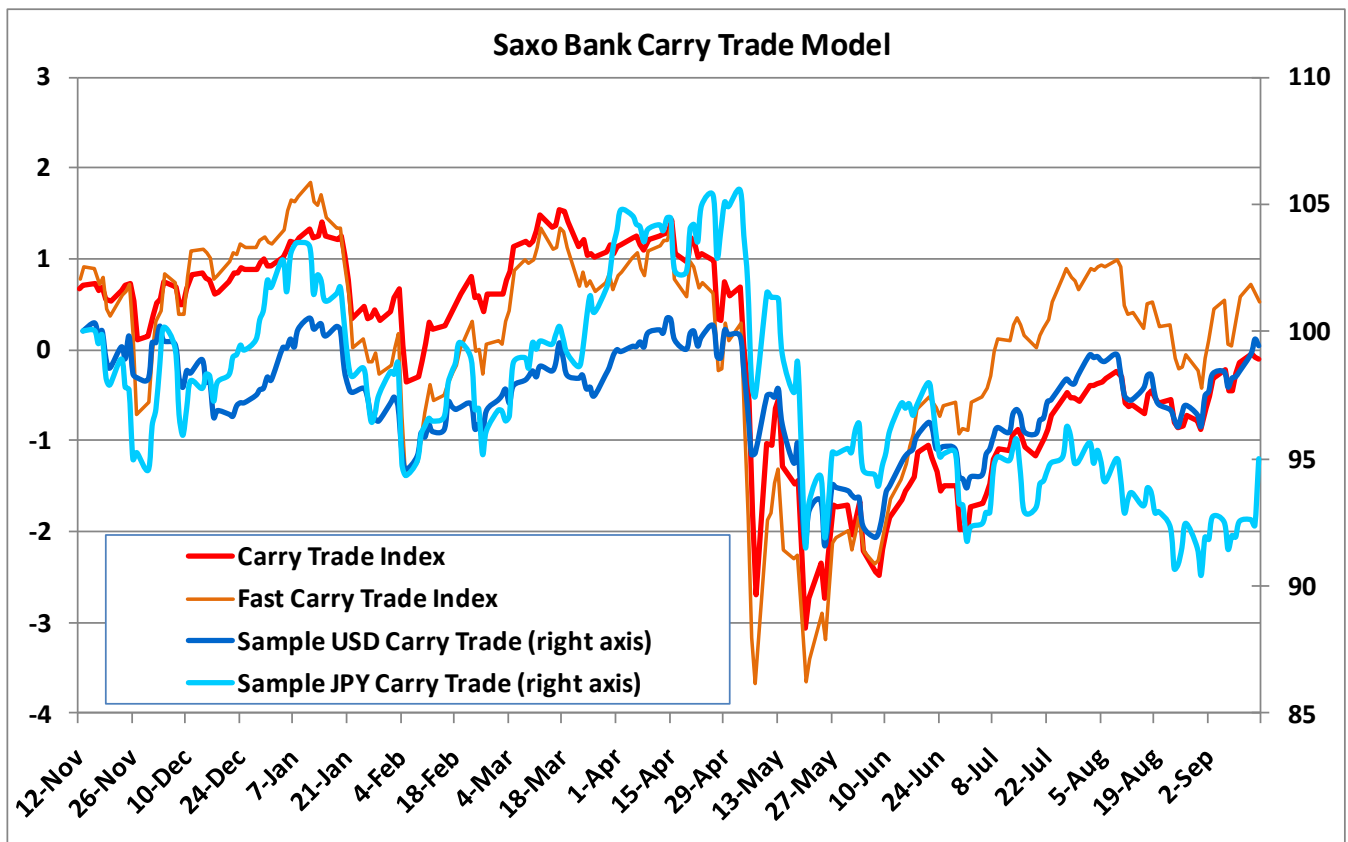
## **Perspectivas del *Carry Trade***

En el plano macroeconómico, asumimos que el mal que está afectando a los EE.UU. sigue expandiéndose al resto del mundo desarrollado. Este panorama se ha tanteado sobradamente desde nuestro último informe, ya que los mercados globales no dan signos reales de fe en una expansión de la debilidad de la economía de EE.UU. y el asunto del desacople no ha hecho más que reforzarse. Con esto en mente, las medidas del riesgo son muy autocomplacientes y ofrecen un soporte a los *carry trades*, como podemos comprobar en la caída del dólar hasta un nuevo mínimo del año, frente al resto del G-10 (y frente a nuestra cesta de muestra de *carry trade*). Hay algunos signos menores de divergencia a mediados de septiembre que podrían hacer fruncir el ceño de los optimistas del riesgo, incluida cierta divergencia en los diferenciales de los bonos de los ME y las medidas del riesgo y el crédito frente al resultado relativo de los *carry trades*. Pero, en general, nos gustaría ver cómo se deterioran algo más las condiciones del riesgo antes de ver signos firmes de que vuelve el mercado bajista para quedarse un tiempo.

Una de las pocas cosas de las que pueden depender los pesimistas en estos momentos es que el desarrollo general de los mercados de riesgo ha tendido a revertir hacia la media, justo cuando parecía que algo estaba a punto de seguir en una

dirección. Aquí, a mediados de septiembre, estamos viendo el tercer mayor repunte del riesgo tras la brusca venta masiva de mayo.

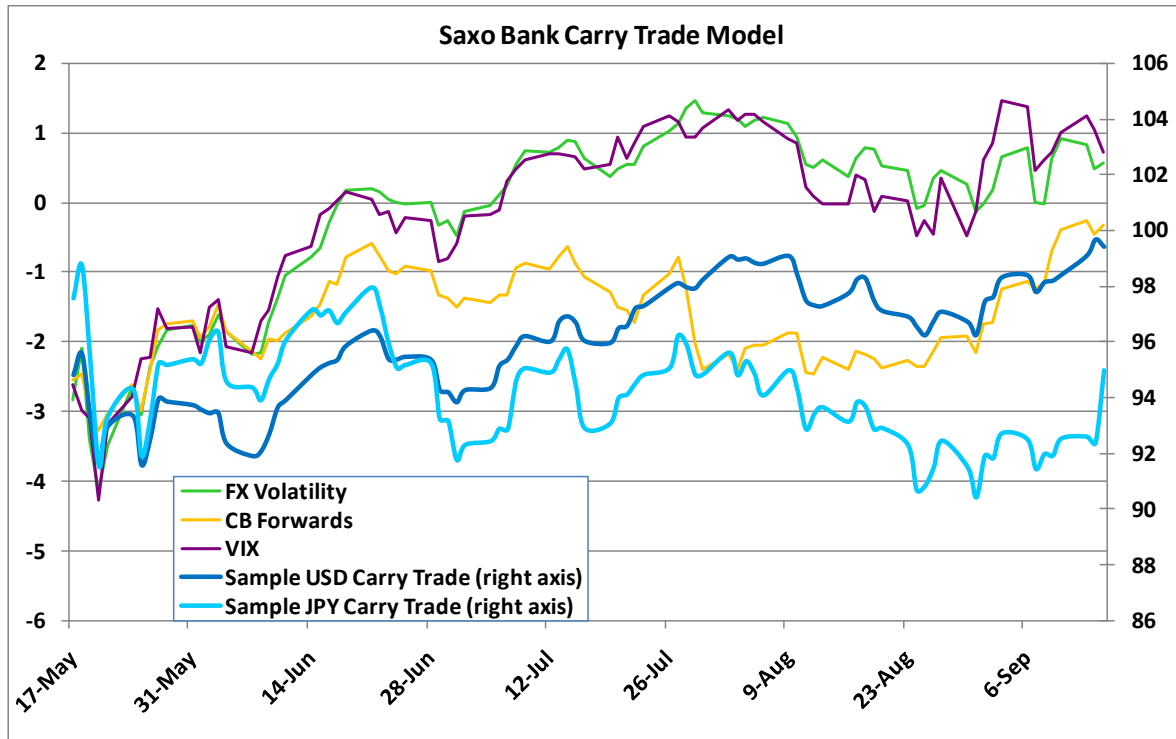
**Gráficas del Modelo de Carry Trade de Saxo**



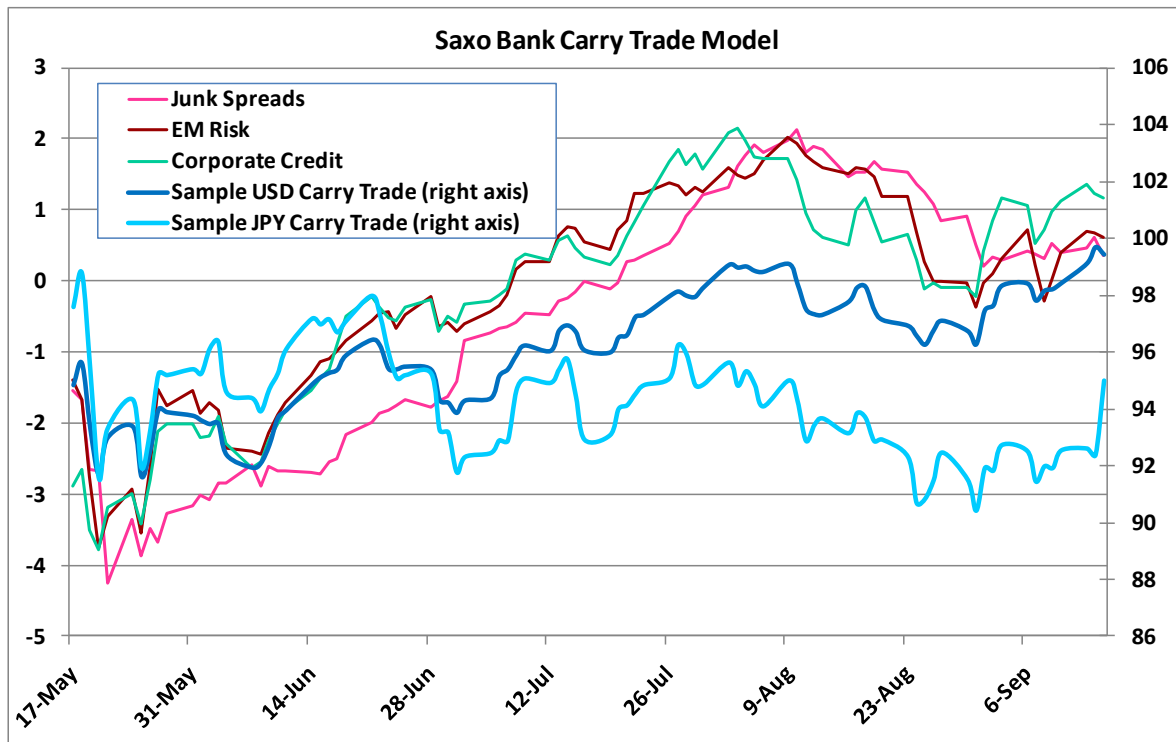
Obsérvese la divergencia continua en el yen en relación con el modelo de carry trade del dólar hasta la repentina intervención del BoJ. El USD sigue exhibiendo una correlación casi perfecta con el apetito de riesgo, como mide nuestro Índice de Carry Trade (la línea roja). Es interesante remarcar que las condiciones generales del riesgo se están moviendo cercanas al nivel de cero (como muestra el Índice del Carry Trade en color rojo) sobre nuestro periodo de muestra a largo plazo por primera vez desde dos días antes del “flash crash” del 6 de mayo. (Los dos modelos de carry trade muestran el resultado de carry menos reciente de una cesta de 7 divisas (AUD, NZD, PLN, TRY, MXN, IDR, BRL) frente al USD y el JPY).

### Componentes del Modelo de Carry Trade

A continuación, se indican los seis componentes del Modelo de *Carry Trade*. Obsérvese además que las gráficas muestran los componentes usando el periodo de promedio rápido que se emplea para crear el Índice de *Carry Trade* rápido. El índice rápido es más sensible, aunque puede que sea más propenso a una señal ruidosa.



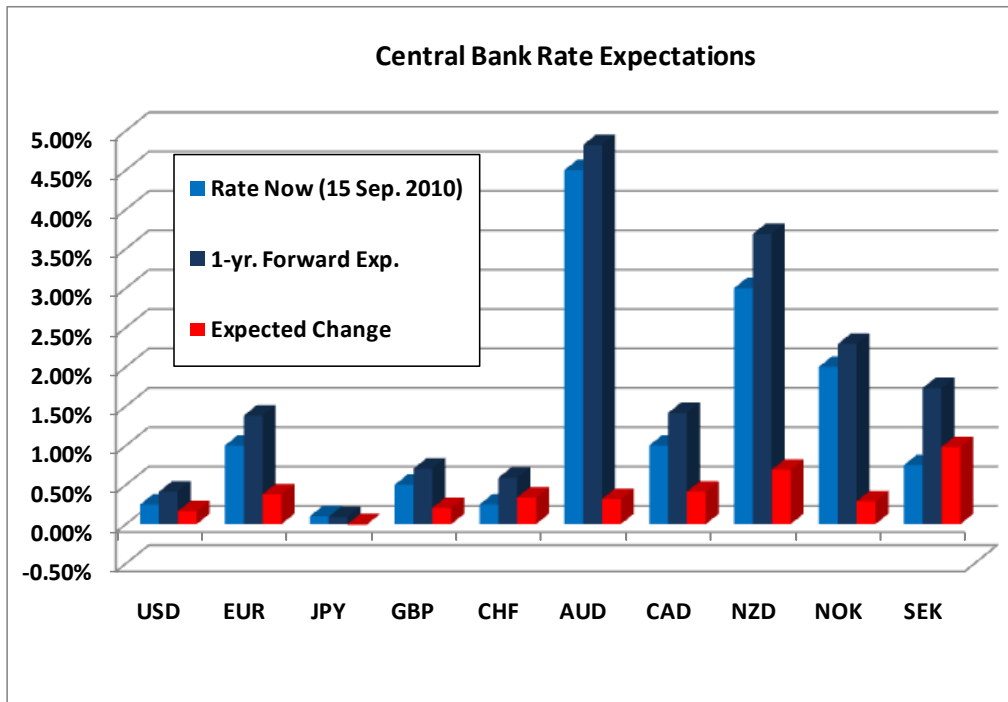
Las expectativas de futuro del banco central por fin tocaron fondo y se han puesto a la par de otras medidas del riesgo. Mientras, la autocomplacencia en la volatilidad de la divisa y el VIX prácticamente han alcanzado nuevos extremos.



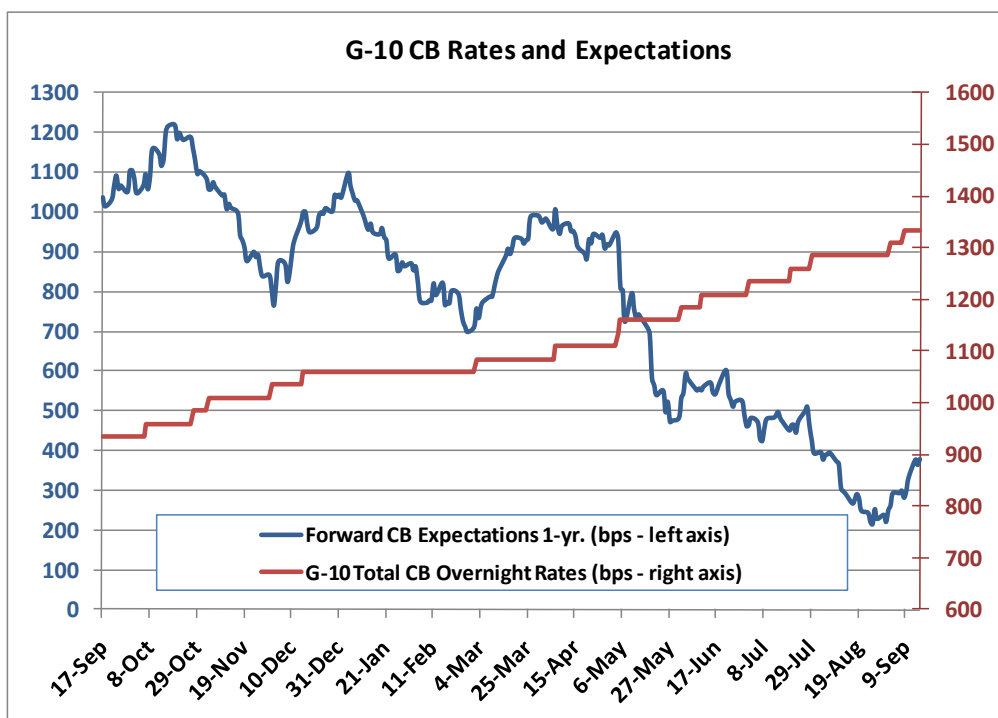
La única esperanza para los pesimistas del riesgo quizás sea que el riesgo de los ME, y las medidas del crédito corporativo divergen ligeramente desde los extremos anteriores a finales de abril.

## Bancos Centrales: un tropiezo en las expectativas de tasas de interés

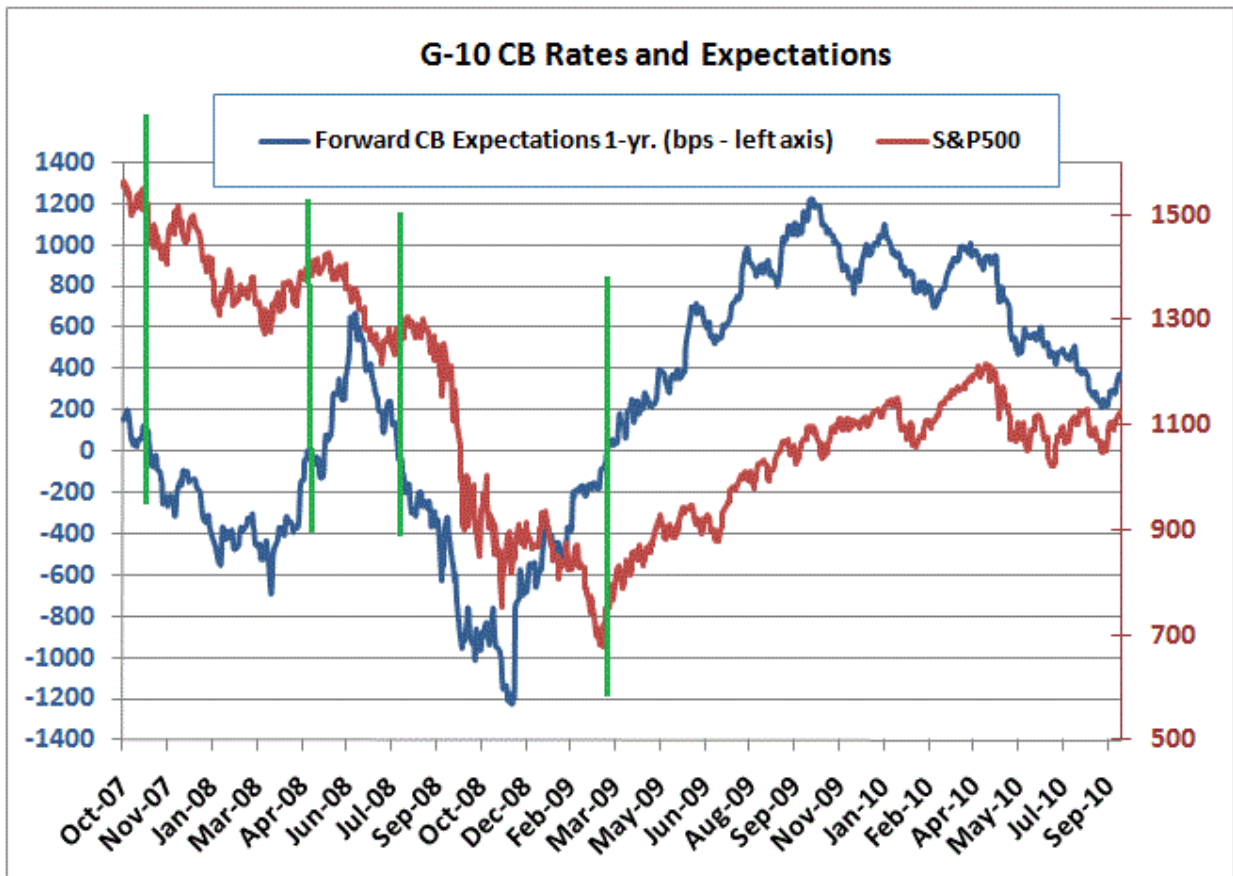
Nuestro último vistazo al estado de la situación en lo que respecta a las expectativas de los bancos centrales del G-10.



Las expectativas del Banco Central siguen siendo muy bajas. Solamente el Riksbank sueco sigue centrándose en un significativo incremento en su política de tipos, tras embarcarse en su régimen de estrechamiento. La RBA de Australia está fluctuando al alza y a la baja en torno al nivel de cero. Y las expectativas del BoC canadiense siguen siendo muy bajas.



A continuación ofrecemos un análisis de los tipos de los BC del G-10 y las expectativas de tipos en conjunto: Las expectativas en conjunto para los bancos centrales del G-10 por fin se han allanado a finales de agosto y han dado un giro al alza con el brusco repunte del riesgo en septiembre. Las expectativas subieron hasta un pico de 50 bps: 25 bps por el Riksbank y 25 por el BoC.



**Las expectativas de los Tipos del Banco Central desde una perspectiva a largo plazo.** En su conjunto, las expectativas aún podrían volverse negativas si una crisis del sector de la vivienda golpea Australia, si el Norges Bank se ve forzado a moverse para combatir la deflación, y si simplemente sacamos las modestas expectativas de futuro para el BoC de Canadá y el Riksbank de Suecia, o experimentan sus picos finales en los próximos meses. Si nos fijamos en los momentos en que las expectativas de los bancos centrales han pasado de terreno positivo a negativo en el pasado (que se indica con las líneas verdes verticales) y viceversa, vemos que podemos estar ante un indicador predictivo en ciertos momentos. La enorme subida y caída en el segundo trimestre de 2008 se debió al miedo de los bancos centrales a que los precios de las materias primas guiaran la inflación que resultaron falsos cuando los precios de las materias primas se derrumbaron.

## Previsiones sobre las divisas G-10 de Saxo Bank

**Caso base:** Nuestras perspectivas siguen siendo de un reforzamiento del dólar estadounidense, simplemente porque no creemos en un nuevo repunte con fuerza en el apetito de riesgo global. Esto parece una posición o bien audaz o bien imprudente, teniendo en cuenta que las acciones y las divisas de los mercados emergentes están explotando hasta marcar nuevos máximos del ciclo a mediados de septiembre. Pero realmente no ha cambiado nada bajo nuestro punto de vista en lo que a los datos fundamentales se refiere. El nuevo y dramático elemento de la ecuación es el repentino debilitamiento del yen (JPY) por la intervención del Banco de Japón (BoJ), que podría mantener nuestras perspectivas del cruce USDJPY en última instancia en la dirección adecuada, puesto que somos escépticos a largo plazo sobre las perspectivas de la moneda japonesa.

**Escenario alternativo:** Los escenarios alternativos que analizamos a continuación dependen de la divisa, pero el escenario alternativo general para el riesgo es que el apetito de riesgo está logrando aguantar durante un tiempo, quizás por la esperanza de que la Reserva Federal vaya a poner sobre la mesa un nuevo alivio cuantitativo y refuerce así la eterna especulación gratuita. ¿Hace falta que digamos que somos escépticos respecto de este escenario? Es posible que la Reserva ponga sobre la mesa un nuevo alivio cuantitativo, pero esto solamente podría ocurrir en unas condiciones económicas en deterioro. Independientemente de nuestro escepticismo, no podemos subestimar el potencial del mercado para excederse en su fervor especulativo a corto plazo.

**Tabla: previsiones sobre las divisas G-10 de Saxo Bank**

| Cruce de divisas | 1M     | 3M     | 12M    | Alternativa (1-2M) |
|------------------|--------|--------|--------|--------------------|
| EURUSD           | 1,2500 | 1,1700 | 1,1200 | 1,3300             |
| USDJPY           | 88,00  | 92,00  | 102,00 | 85,00              |
| EURJPY           | 110,00 | 108,00 | 114,00 | 113,00             |
| EURGBP           | 0,8200 | 0,8000 | 0,7800 | 0,8300             |
| GBPUSD           | 1,5300 | 1,4700 | 1,4500 | 1,6000             |
| EURCHF           | 1,3300 | 1,3700 | 1,4000 | 1,2800             |
| USDCHF           | 1,0600 | 1,1700 | 1,2700 | 0,9900             |
| AUDUSD           | 0,8800 | 0,7800 | 0,7000 | 0,9700             |
| AUDJPY           | 77,00  | 72,00  | 71,00  | 82,00              |
| AUDNZD           | 1,2500 | 1,2000 | 1,1700 | 1,3100             |
| NZDUSD           | 0,6800 | 0,6300 | 0,5800 | 0,7400             |
| USDCAD           | 1,0800 | 1,1400 | 1,2000 | 1,000              |
| EURNOK           | 8,10   | 8,25   | 7,75   | 7,75               |
| EURSEK           | 9,30   | 9,60   | 9,00   | 9,15               |
| EURPLN           | 4,15   | 4,50   | 4,75   | 3,90               |
| USDZAR           | 7,40   | 8,25   | 9,00   | 7,00               |

## Previsiones sobre las divisas G-10 de Saxo Bank

### El dólar estadounidense

Las cifras económicas de los Estados Unidos siguen caracterizándose por una cierta debilidad, en particular en un ámbito de suma importancia como es el empleo. El sector de la vivienda ha continuado arrojando unos datos pobres, y las cifras de consumo también están en las últimas; el incremento de ventas minoristas en agosto ha sido muy modesto y posiblemente sólo se haya visto favorecido por el sólido incentivo de la tregua fiscal en las ventas propias de la “vuelta al cole”. Por su parte, el sector manufacturero parece hacer gala de una mayor capacidad de recuperación de lo que las cifras de principios de agosto mostraban, pero el área más grande de la economía, los servicios, da muestras de una desaceleración constante, puesto que el dato del ISM no manufacturero de septiembre se ha publicado en un apenas creciente 51,5 mensual, la cifra más baja desde el mes de enero.

### ¿Segunda parte de las medidas de alivio cuantitativo?

A pesar de la neutralidad con la que la Reserva Federal acogió el último testimonio semestral de Ben Bernanke, y los signos de disensión del FOMC, los rumores acerca de un movimiento inminente de la Reserva Federal hacia terreno de alivio cuantitativo parte segunda persisten, avivados a mediados de septiembre por el economista jefe de Goldman Sachs, que apuntó que antes de lo que esperamos se anunciará la compra de bonos por un billón de dólares. De hecho, pareció tratarse del desencadenante de un fuerte desvanecimiento de tres días del dólar y del incremento del apetito de riesgo, un movimiento reflejo. No obstante, tal y como expusimos ya en agosto, somos más de la opinión de que la Reserva Federal puede preferir pasar desapercibida hasta noviembre, debido al viento en contra procedente del *Tea Party* que aboga por una Fed en contra del gobierno, del activismo que probablemente pueda proporcionar importantes triunfos al Partido Republicano en las elecciones del 2 de noviembre.

### Perspectiva

El dólar sigue siendo un “anti-barómetro casi perfecto del riesgo”, que sólo sube cuando el miedo se propaga y vende de forma masiva cuando el riesgo repunta. Al menos que se desestimen las cuestiones actuales que versan sobre el creciente desacoplamiento en todo el mundo, los nuevos motivos de preocupación con origen en China y sobre los males que despierta el alivio cuantitativo de la Reserva Federal, el dólar podría continuar debilitándose ligeramente a corto plazo.

Pero a largo plazo, tenemos la sensación de que existe un mayor sufrimiento generalizado por trabajar sin descanso en los mercados globales antes de situarnos del otro lado y contemplar una senda hacia la recuperación más sostenible, que se fundamente menos en que cada uno trate de vencer al resto a la hora de dirigir las economías a través de las exportaciones y más en el arduo esfuerzo que se requiere para compensar los flagrantes desequilibrios del mundo: un exceso de endeudamiento, de consumo en Estados Unidos, y la situación de China, con sobrecapacidad y un consumo que resulta insuficiente. Nos posicionamos del lado de la cautela y de los ajustes macroeconómicos posteriores, que se traducirán en un nuevo brote de malestar que atacará a los precios de los activos que requerirán una compensación de la posición de dólar corta cada vez más amplia a escala mundial. La preocupación expuesta podría dotar de nuevo al billete verde de una mayor solidez durante un tiempo antes de que se enfrente en un horizonte mucho más lejano a la inevitable devaluación.

### Próxima Reunión del FOMC: 21 de septiembre.

**Escenario alternativo:** Una y otra vez, el escenario alternativo básico para el USD consiste en que los datos del dólar mantengan una debilidad discordante mientras que las esperanzas de otras economías sigan siendo relativamente elevadas. Al mismo tiempo, sería necesario que el apetito de riesgo apuntase al alza y los diferenciales de tipos de interés continuarán estirándose en contra de las intenciones del dólar con vistas a que se extienda una creciente debilidad del billete verde.

### El euro

Desde nuestro informe de mediados de agosto, el euro ha protagonizado una venta masiva de nuevo ya que el breve alivio de los diferenciales de deuda soberana en la periferia de la Eurozona ha cedido el paso a nuevas preocupaciones

sobre los bancos europeos y sus tenencias de deuda soberana. El euro marcó una nueva bajada frente al resto del G-10 a principios de septiembre, ya que los males descritos contrastaron con una embriagadora propensión al riesgo en todas partes.

Todo apunta a que las nuevas y estrictas medidas de austeridad a semejanza de Irlanda y de Grecia desencadenan temores aún mayores sobre un posible impago. Los diferenciales de la deuda a 10 años irlandesa se sitúan cerca del máximo registrado en el ciclo. Por su parte, la deuda griega a 10 años rinde a un absurdo 11,5% e incluso por encima, cuando el país ha publicado un crecimiento en el segundo trimestre de en torno al -7% anualizado.

Justo antes de que redactásemos nuestro informe, el euro recibió un pequeño empujón con la noticia de que el establecimiento de los nuevos requisitos de reserva de capitales para los bancos, de acuerdo al marco regulatorio de Basilea III, no entrará en vigor íntegramente hasta dentro de casi una década; a saber, unos nueve años más allá del intervalo de atención de los mercados financieros. Todo ello junto con el miedo drástico a que la Reserva Federal pueda implantar un nuevo programa de alivio cuantitativo ha supuesto un castigo para el dólar que ha favorecido a la moneda única europea. Otra fuente de energía curiosa para el euro ha sido una marcada subida. ¿Estamos ante una cuestión de liquidez del euro o qué está pasando? Sin lugar a dudas, nada tiene que ver con que las perspectivas de tipos del Banco Central Europeo (BCE) vayan a oscilar al alza.

### **Perspectiva**

Mientras la situación de la deuda soberana acucie a Europa, es probable que pese sobre el crecimiento del Viejo Continente, puesto que de facto supone una restricción para muchas de las economías de la Eurozona que solían aportar gran parte del crecimiento de la región, en concreto en el caso de España. Además, la cuestión soberana ha tardado en causar un perjuicio a las cifras europeas debido, quizás, a los efectos paliativos de un euro marcadamente más débil. Por otra parte, no deberíamos esperar nunca más de Alemania un dato de crecimiento intertrimestral del +2,2%, como vimos en el segundo trimestre. Por fin, algunas de las cifras que se han publicado últimamente de producción/pedidos y confianza apuntan a que la economía de la Eurozona comienza a ralentizarse, y los rápidos movimientos rumbo a la austeridad, en particular en Alemania, se traducirán de forma casi inevitable en una futura desaceleración. La cuestión es determinar en qué grado con relación a los Estados Unidos.

El estallido del cruce entre el euro y el dólar estadounidense a mediados de septiembre nos pilló un poco por sorpresa. Puede que veamos un nuevo tanteo de las últimas subidas registradas en el ciclo del EURUSD, si bien, en su caso, prevemos que el diferencial de las perspectivas pueda continuar bajando a beneficio del billete verde respecto de la moneda única. En otros lugares, si la situación de la deuda soberana continua manteniéndose más o menos en orden, la vuelta a unas mayores condiciones de aversión al riesgo podría llevar al euro a mostrar un mejor comportamiento relativo que los miembros más favorables al riesgo del G-10. Porque la Eurozona ha ido a caer en el mismo cubo de la basura que los Estados Unidos, aquel que se destina al “crecimiento mediocre en el mundo desarrollado”.

### **Próxima reunión del BCE: 7 de octubre**

***Escenario alternativo:** Sin lugar a dudas, una flagrante extensión de la venta masiva del dólar es el mayor riesgo de nuestra previsión a corto plazo. Recordamos el reventón del riesgo y la especulación en torno a la teoría del desacoplamiento que vivimos a finales de 2007 y durante el verano de 2008, antes de que la realidad volviera a su sitio.*

## **El yen japonés**

La situación de la divisa nipona ha cambiado considerablemente en este último tiempo, puesto que el Banco Central/Ministerio de Economía de Japón ha reaccionado energicamente, y con éxito en un primer momento, interviniendo para frenar la solidez del yen, dado que el cruce USDJPY marcaba las mayores bajadas en 15 años, siguiendo los pasos de una situación política delicada ya que el demócrata Ichiziro Ozawa no ha conseguido hacerse con el liderazgo del partido que continúa en manos de su rival y actual Primer Ministro, Naoto Kan. Este último parecía en teoría más despreocupado por la fortaleza del yen, si bien la posterior y enérgica intervención pilló claramente al mercado desprevenido, puesto que el par dólar estadounidense-yen japonés subió rápidamente un 3-4% durante la ola de intervención inicial. Dos de los motivos que han llevado a Japón a reaccionar en su momento se corresponden con una gran debilidad del dólar en todo el mercado y con una China tremendamente manipuladora, que apenas ha permitido que su divisa fluctuara mientras acumulaba grandes cantidades de deuda estatal japonesa y que, por lo tanto, ha venido a agravar la reciente solidez del yen, con anterioridad a que el Banco de Japón se interpusiere.

Al menos por ahora, el movimiento intervencionista ha despojado al yen de su admiración servil previa por los diferenciales de los tipos de interés. E introduce una nueva dinámica y nuevas consideraciones en el mercado.

### **¿Cuándo comienza el largo plazo?**

Durante mucho tiempo, hemos advertido sobre la posibilidad a largo plazo de una crisis de la deuda soberana en Japón, ya que no percibimos un plan viable que vaya a permitir al país salir de su extraña combinación formada por una espiral

deflacionista y un mundo que lucha en contra de niveles de deuda pública de más del 200% del PIB. Con anterioridad al mes de septiembre, esta cuestión se pospuso claramente para más adelante, a juzgar por la valoración de mercado de los riesgos de la deuda soberana del país y los diferenciales de bonos, que cayeron junto con los del resto del mundo. Al menos, parte de lo vivido puede haberse fundamentado en la compra por parte de China de deuda de Japón. Pero, en esta última época, merece la pena poner de manifiesto que los diferenciales a largo plazo de Japón han experimentado una mayor volatilidad en términos históricos que los demás mercados de bonos principales. Cabe preguntarse si estamos ante una insinuación de que existe una mayor preocupación por la solvencia de Japón de lo que parece. Y también, si la intervención es positiva o perjudica dicha valoración.

### **Perspectiva**

Los argumentos a favor de revalorizar el yen japonés son poco convincentes y sólo pueden alegarse sobre la base de una compresión de los diferenciales de los tipos de interés y de diferenciales “reales” frente a nominales, debido a la deflación permanente de Japón. Pero en el horizonte, el excedente masivo de deuda japonesa espera una confrontación con la realidad tributaria. Y además, la solidez de la divisa nipona ya ha dañado la economía japonesa con cada movimiento alcista. Al mismo tiempo, no existen nuevos compradores marginales de deuda japonesa a escala nacional, y no se perciben planes viables para dirigir la bomba de tiempo, cuando los gastos obligatorios y los pagos de intereses devengados por la deuda superan con creces los ingresos. Tanto a través de la intervención del BoJ, como de la idea de un nuevo estímulo, sólo puede conseguirse que los compradores extranjeros de deuda japonesa se lo piensen dos veces antes de incluirla en sus carteras.

A partir de lo dicho, para nuestras previsiones sobre las principales divisas del G-10 resulta bastante confuso, si bien basta con afirmar que el Banco de Japón aparece en escena en un momento en el que el mundo de la especulación ha adoptado una posición muy corta en el caso del dólar, y muy larga en el caso del yen. Este grupo puede replantearse las cuestiones fundamentales de esta negociación y el cruce USDJPY puede desacoplarse del diferencial sobre la deuda pública estadounidense por primera vez en 10 años. Durante mucho tiempo, hemos venido sosteniendo que los riesgos a largo plazo en Japón apuntaban en contra de la negociación cada vez más baja del USDJPY, y durante una buena temporada se ha mantenido un objetivo a un año en el USDJPY de 100. La intervención del BoJ puede suponer el inicio del camino rumbo a dicho objetivo.

### **Próxima reunión del BoJ: 5 de octubre**

***Escenario alternativo:** Consideramos que el Ministerio de Economía/Banco Central de Japón está más que posicionado en esta ocasión, pero si los diferenciales de bonos se desvanecen otra vez hasta situarse en los niveles de las últimas bajadas e incluso por debajo, los intervencionistas podrían toparse con obstáculos durante un tiempo y el cruce USDJPY podría negociar en un rango más bajo y volátil que el descrito en nuestro escenario de base, en particular si los tipos de interés a largo plazo registran nuevas bajadas cíclicas.*

## **La libra esterlina**

Cada vez más a menudo, da la impresión de que la libra cotiza como una especie de medio-dólar, ya que sus expectativas son muy similares a las de la divisa estadounidense: un país con datos grises en términos de intercambio, un sector privado que necesita un proceso de desapalancamiento más amplio y estricto, un sistema financiero hecho jirones que recibe asistencia vital de la vida pública y que cuenta con un banco central listo para recurrir al desfibrilador si el enfermo corre el riesgo de sufrir un paro cardíaco. A lo anterior hay que añadir, además, un par de giros en el caso de Reino Unido: un gobierno que ha lanzado un nuevo y sólido programa de austeridad, y otro que da muestras de unos elevados e incómodos niveles de inflación con un banco central, no obstante, que considera que la inflación se va a desvanecer pronto en lugar de formular las consideraciones políticas convenientes para la época actual.

Los niveles de inflación en el Reino Unido se han mantenido elevados de forma persistente frente a los tipos de interés, lo que significa que los ahorradores y titulares de deuda del Reino Unido con bajo rendimiento están recibiendo un trato crudo, y que es cierto que el poder de compra de la divisa se encuentra en declive. El Banco de Inglaterra (BoE) sigue repitiendo la cantinela de que la inflación va a bajar. Pero las cifras de inflación del mes de agosto han resultado una vez más tremendamente elevadas.

El titular del BoE, Mervyn King, es muy sincero al expresar su opinión sobre la economía del Reino Unido. King y compañía considera que deberá enfrentarse a retos significativos durante algún tiempo en épocas venideras. En este sentido, cabe reconocer su honestidad, y sobre todo, en comparación con el enfoque de la Reserva Federal, que insiste una y otra vez en unos absurdos tipos de crecimiento anual del 3%. La combinación que forman una inflación elevada y un banco central conciliador causa un perjuicio a la libra, que únicamente puede prosperar, tal y como están las cosas, si la opinión del mercado del resto del mundo empeora, con lo que el Reino Unido parece ser en menor medida uno de

esos casos de la cesta.

El nuevo gobierno de coalición se sitúa a la cabeza de los países desarrollados en lo que respecta al paso íntegro al modo de austeridad, y ha dado un sorprendente bandazo en contra del derrochador gobierno de Gordon Brown. Reino Unido también fue uno de los países que más rápido implantó un programa de alivio cuantitativo durante la crisis financiera tras la debilidad fingida inicial. Resultará muy interesante ver cómo sus cifras evolucionan con el nuevo programa. Ya se observan signos de deceleración en el sector de la vivienda y posiblemente también en el área de consumo.

Si bien una marcada mejora del dato de la balanza comercial de junio trajo algo de aliento, la cifra de julio cayó hasta un nuevo déficit record que recuerda al mercado que la debilidad relativa de la libra observada en el último par de años no es suficiente para llevar a costas los términos de intercambio del país. Puede que el programa de austeridad de David Cameron conlleve una mejora de las balanzas exteriores en el próximo mes. Así, es importante que el país experimente una mejora continuada de su panorama comercial, y/o que los enormes flujos de capitales generados por las que una vez fueron las poderosas industrias de servicios financieros inglesas regresen mágicamente para compensar su gran balanza comercial. También, que los niveles de inflación se apacigüen, o que el banco central ponga en marcha alguna iniciativa al respecto, si la divisa va a llevar a cabo una última recuperación y pretendemos evitar un ajuste bajista de nuestras previsiones para la moneda.

### **Perspectiva**

Suponemos que la libra va a seguir cotizando más o menos en correlación con el dólar, porque las cuestiones a las que ambas divisas se enfrentan son similares, aunque la solidez relativa podría variar en ocasiones, puesto que la libra podría tender a fortalecerse ligeramente más que el billete verde cuando el apetito de riesgo sea mayor, y algo más débil cuando el riesgo esté a la defensiva.

Cada vez somos más cautelosos respecto de las perspectivas de la libra esterlina, que aún no hemos modificado pero sí puesto “en observación”. El test crítico sobre la posición de la divisa se lleva a cabo en caso de que los mercados regresen a un entorno de riesgo bajista y los niveles de inflación den muestra finalmente de signos más definitivos de alivio. Hasta entonces, la libra puede adoptar una posición defensiva, a salvo del yen y el dólar estadounidense.

### **Próxima reunión del BoE: 7 de octubre**

***Escenario alternativo:** La divisa inglesa se debilita considerablemente en términos generales, a medida que la austeridad sacude al Reino Unido sin contribuir a la inflación, y el apetito de riesgo continúa siendo próspero en todas partes.*

## **El franco suizo**

En parte, la divisa de Suiza se ha convertido en el compinche del yen si miramos con retrospectiva, puesto que por fin el cruce euro-franco suizo ha entrado en una carrera alcista junto con la tremenda subida del euro-yen de mediados de septiembre, un acontecimiento que puede no ser una coincidencia, ya que el mercado reconsidera su posición respecto de la presión que ejerce sobre un yen con bajo rendimiento y un franco suizo más fuerte, en un mundo que cuenta con un apetito de riesgo considerable, y habida cuenta de que la compresión de los diferenciales de los tipos de interés ha amainado.

El franco tanteó las nuevas subidas por debajo de 1,30 en el EURCHF al copar nuevamente los titulares las cuestiones de la deuda soberana durante un tiempo el mes pasado, y dado también a que el mercado continúa ponderando todas las posiciones relativas al *carry-trade*/crédito exterior que aparentemente se mantienen desde los años previos a la crisis. A estos niveles, el mercado debe responder la pregunta de cuándo bastará realmente y qué significa que una parte de los préstamos extranjeros otorgados en los años de la burbuja corran el riesgo de impago. Tales consideraciones podrían ser las que evitasen que el franco se revalorizase frente al mercado y alcanzase límites que hasta ahora no hemos visto. Además, parecen observarse signos de que el repunte imponente del franco se está desvaneciendo.

Obviamente, el gran problema al que se enfrenta Suiza, y que tardará años en superar, es el imponente tamaño del sector financiero del país, que genera unos riesgos enormes para el resto de la economía nacional, debido al caos que ha supuesto para la divisa y sus mercados de capitales. Un franco más fuerte también minará la competitividad y la solidez de su sector exportador.

### **Perspectiva**

Por fin, podemos tantear el terreno o determinar dónde se sitúa por ahora el amplio repunte del franco suizo. El tanteo clave de dicha propuesta llegará en un entorno de aversión al riesgo renovado y de un nuevo repunte de los mercados

de bonos principales; una combinación de factores que puede ofrecer soporte al franco frente a las divisas favorables al riesgo como mínimo. Pero, ¿qué ocurrirá frente al billete verde y/o al euro? Respecto de este último, no estamos tan seguros de que el franco tenga mucho camino por recorrer.

**Próxima reunión del SNB: 16 de diciembre**

**Escenario alternativo:** *El mercado lucha frente a la intervención del yen, ya que los tipos de interés han caído en picado hasta las bajadas cíclicas y puede que incluso por debajo de éstas últimas, y todo ello se ha transmitido a la divisa suiza, ya que el EURCHF tanea las bajadas, e incluso niveles ligeramente más bajos.*

## El dólar australiano

Una vez más, el dólar australiano es la moneda más querida a escala mundial en septiembre. Tan querida que ha vuelto a cotizar en torno a su máxima subida histórica frente al resto de las divisas del G-10 de abril y en una subida multianual nueva y marginal desde que comenzase la crisis financiera frente al dólar estadounidense. El resurgir continuado del dólar australiano ha coincidido con un mercado de renta variable chino con gran capacidad de recuperación, con el nuevo incremento de los precios de los metales preciosos y del cobre, y con una sólida mejora de las condiciones de riesgo favorables al *carry-trade*.

Los datos de Australia han sido en parte mixtos, y sirvieron por lo tanto de pretexto tanto para los optimistas como para los pesimistas. En el lado positivo, las cifras de crecimiento de Australia en el segundo trimestre fueron absurdamente sólidas, y los precios al alza de las materias primas, al menos en el caso de aquellas que son clave, también han ofrecido soporte a la industria minera, de capital importancia. Asimismo, los datos del mercado laboral también se han mantenido sólidos, mientras que las ventas minoristas han comenzado a dar muestras de declive.

No obstante, la economía australiana da cada vez más la impresión de ser un mago de un solo truco, ya que otros sectores principales han entrado ya en recesión. Los últimos informes del sector servicios y de la construcción han publicado datos por debajo de la línea de demarcación de 50, en particular en el caso de la construcción. En el área de la vivienda, la burbuja inmobiliaria da rápidas muestras de un inminente ajuste a la baja, ya que son más los datos que apuntan a una fuerte contracción en la tasa de venta de viviendas y permisos de construcción; es probable que los precios vayan a la zaga, y es entonces cuando la resaca que la burbuja deja a su paso desemboca siempre en el sector bancario y en la economía.

La última reunión de la Reserva Federal de Australia (RBA) fue testigo de cómo ésta pasaba por alto la modificación de tipos, o eso insinuaba de cara al futuro, si bien el mercado vuelve a tener en cuenta que hay posibilidades razonables de que se produzca un nuevo incremento de tipos en el próximo trimestre, tras haber considerado previamente un recorte. En un entorno de predisposición al riesgo, todo ello ha avivado el repunte del dólar australiano.

**Perspectiva**

Es improbable que alguno de los factores que han guiado hasta ahora el último soporte del dólar australiano vaya a mantenerse durante mucho más tiempo, ya que la mayoría de ellos están inter-relacionados, si bien la burbuja del mercado inmobiliario podría tomar una determinación en parte con independencia de las demás variables. Australia tiene una creciente dependencia del sector minero en el marco de su crecimiento económico, y una divisa fuerte podría suponer un riesgo y contagiar, así, al país con un cierto brote de “Mal Holandés” y agravar la dependencia en un futuro. En esencia, el destino de Australia y el destino de China van de la mano en la época actual, y sólo será posible un futuro fortalecimiento del dólar australiano si China continúa subiendo su tasa de exportaciones, para seguir acumulando incluso una mayor sobrecapacidad en infraestructura y bienes inmuebles.

Una vez más, nos sorprende observar una cotización tan sólida del dólar australiano, si bien mantenemos nuestras previsiones marcadamente negativas a largo plazo para esta divisa: el dólar australiano es la moneda que más puede caer respecto de las expectativas si, en su caso, estamos en la dirección de los mercados de activos y de apetito de riesgo a medio y largo plazo. La hermética situación de China determinará la duración incierta de cualquier bajada que registre la moneda.

Resulta interesante observar el repunte del cruce entre el euro y el dólar australiano en los días previos a la publicación de este informe. ¿Podrían producirse bajadas?

**Próxima reunión de la RBA: 5 de octubre**

**Escenario alternativo:** *De producirse una milagrosa prolongación del apetito/autocomplacencia actual, el dólar australiano podría continuar apuntando algo más arriba a corto plazo, quizá incluso llegar a los niveles más altos previos a la crisis. Sin embargo, son pocas las posibilidades de que este escenario se mantenga.*

## El dólar canadiense

El mes pasado, la divisa de Canadá encontró cierto soporte frente al dólar, si bien no hizo gala de una especial solidez, ya que se han acrecentado los temores ante el declive de sus términos de intercambio con cada mínimo movimiento a la baja del USDCAD, dado asimismo que el malestar que se vive al sur de la frontera podría arrastrarse hacia el norte, en particular si el *boom* inmobiliario de Canadá da futuras muestras de desvanecerse. Otro factor a considerar son los precios de la energía, que mostraron con claridad un peor comportamiento relativo que los activos de riesgo, por lo que puede que el dólar canadiense esté sacando menos partido de la negociación favorable al riesgo de lo que lo ha hecho históricamente.

Las perspectivas del BoC (Banco de Canadá) han sido relativamente constantes durante el último mes, si bien subieron algo tras la reunión de la entidad en septiembre, al dar el ésta última la impresión de querer dejar la puerta abierta a futuras escaladas de los tipos, cuando ni siquiera la fluctuación hasta el 1,00% había sido íntegramente vaticinada por el mercado. No obstante, la persuasión que han puesto en práctica con posterioridad el titular del BoC, Mark Carney, y compañía, apunta a que la entidad monetaria no se siente cómoda con el nivel del USDCAD, y mientras que la inflación se mantenga en Canadá en su nivel actual -que es muy baja- y la burbuja inmobiliaria continúe dando muestras de corrección, cabe preguntarse por qué el BoC siente la necesidad de modificar los tipos en el futuro próximo.

Los riesgos negativos a los que se enfrenta el CAD son muchos, ante un USDCAD que cotiza ahora en unos niveles que no se sitúan muy por encima de la paridad. El más significativo está representado por los signos de que la burbuja inmobiliaria se está ralentizando rápidamente, así como por la evolución negativa de los términos de intercambio de Canadá, a los que poco contribuye una sólida divisa. Además, la economía canadiense tiene en parte una brecha que cerrar para situarse próximo a la trayectoria de su vecino del sur, aunque se dirija en dirección contraria; existe una brecha por cerrar respecto del rendimiento/expectativas en términos relativos.

### Perspectiva.

Prevedemos que el par USDCAD se resquebrajará fuera del rango entre 1,01-1,08, y además al alza. Pero sólo si nuestro escenario de destrucción económica más amplia se expande a todas las economías desarrolladas. Desde una perspectiva más positiva, puede que la divisa haya sufrido un castigo excesivo frente a determinadas monedas, debido a su exposición a un país como es EE.UU. en proceso de “desacoplamiento”, por lo que resulta demasiado débil frente, a modo de ejemplo, el dólar australiano, ahora que el AUDCAD se ha estirado hasta el nivel digno de mención de +0,96.

### Próxima reunión del BoC: 19 de octubre

**Escenario alternativo:** *El escenario más optimista para la divisa canadiense se dibuja si el mercado mantiene su entusiasmo por los pocos países que siguen incrementando sus tipos de interés, y si el apetito de riesgo logra evitar continuar bajando, un escenario que podría por ahora servir de punto de contención para dicha moneda.*

## El dólar neozelandés

En septiembre, el kiwi se ha movido en la senda del retorno, al verse arrastrado al alza de forma un poco pasiva por el fuerte repunte del riesgo global. Decimos “de forma un poco pasiva” porque han vuelto a asomar algunas nubes negras durante el mes pasado para Nueva Zelanda, con una importante caída del sector bancario, el desastre natural más caro de la historia del país, y nuevos signos de debilidad económica, en particular en el mercado de la vivienda, pero también en las ventas minoristas.

En la reunión de la Reserva Federal (RBNZ) del 16 de septiembre, se vio a Allan Bollard, titular de la entidad, con un revoltijo retórico que sugería que el banco percibía los tipos como estimulantes, y también que el banco tendría que estrechar la política en adelante. No obstante, la entidad monetaria percibía que la inflación es benigna y que sería un buen momento para darse un respiro desde cualquier futuro pico, mientras se evalúa el daño a la economía por el terremoto de Christchurch. El mercado recibió las declaraciones como bastante pacificadoras, y eliminó cerca de la mitad del pico de las expectativas del año/de futuro para la RBNZ y provocó una brusca bajada del kiwi justo antes de la publicación del presente informe.

Allan Bollard se jugó un poco su reputación por su retórica en la reunión de la RBNZ de septiembre, al insinuar que los precios de la vivienda se estabilizarían. En nuestra opinión, es probable que se arrepienta de sus palabras. Al igual que en Australia, la burbuja inmobiliaria desde el ciclo anterior realmente nunca se corrigió, si bien tampoco alcanzó los niveles de la burbuja australiana. Y la corrección se abortó por la brusca bajada de los tipos interés ante la crisis financiera. Aquellos tipos de interés están volviendo a subir ahora, cuando la actividad del mercado de la vivienda en Nueva Zelanda ha bajado bruscamente, con los precios dando muestras cada vez más significativas de seguir también a las ventas a la baja. Esto podría ofrecer una pausa a la RBNZ, y junto con una posible desaceleración de China, veríamos

un kiwi en general más débil frente al resto de las divisas G-10.

#### **Perspectiva**

Es posible que el dólar neozelandés siga siendo una divisa de beta alta y la desaceleración económica sigue siendo evidente, hasta el punto de que los brotes futuros de aversión al riesgo podrían continuar provocando que la divisa caiga rápidamente hasta niveles mucho más bajos frente a divisas de puerto seguro, en concreto el dólar estadounidense, que puede ofrecer un comportamiento relativo más sólido en una corrección de mercado a gran escala. Si bien la situación en Nueva Zelanda no parece particularmente halagüeña, el kiwi parece estar demasiado barato frente al dólar australiano, absurdamente sobrecomprado. Atención al área de 1,30 en el cruce dólar australiano-dólar neozelandés. Históricamente, esto ha sido un cementerio para los repuntes.

**Próxima reunión de la RBNZ: 27 de octubre.**

**Escenario alternativo:** *El kiwi podría lograr permanecer en el rango e incluso experimentar un pico a través de los nuevos máximos frente a un dólar en apuros, siempre y cuando las condiciones del riesgo sigan siendo halagüeñas.*

## **La corona noruega**

La divisa de Noruega ha permanecido principalmente inerte desde nuestro último informe. En parte, se ha mantenido al margen de los reforzamientos frente al resto de divisas G-10 por la debilidad del euro, pero esto también se ha debido a sus propios datos fundamentales relativamente flojos, especialmente los niveles de inflación que parecen en peligro de volcarse y caer en deflación, y de un estático sector manufacturero que no tiene nada que ofrecer y que está tendiendo en la dirección equivocada, en particular, respecto del vecino del este. Si bien las divisas de materias primas han tenido un resultado relativamente bueno, la materia prima en cuestión para Noruega, es decir, el crudo, ha tenido un rendimiento claramente inferior a otros valores y divisas pro-ciclo, en relación con sus resultados anteriores, evitando así que la corona dé un gran paso adelante en un marco de fuerte apetito de riesgo.

#### **¿Recortará el Norges Bank?**

Con los bajos niveles de inflación de Noruega y el riesgo futuro de debilitamiento del crecimiento en las economías desarrolladas, nos planteamos una vez más una provocadora pregunta: ¿Es más probable que el próximo movimiento del Norges Bank sea un recorte que un pico? Es algo bastante probable si se agrava el escenario de crecimiento débil para las principales economías y el mercado de la vivienda de Noruega, que ha vivido un boom desde la crisis por el estímulo de los tipos bajos, por fin empieza a rodar.

#### **Perspectiva**

La corona noruega es una rara avis del G-10 y tenemos la sospecha de que, si bien puede tener un rendimiento pobre al principio, si el apetito de riesgo global vuelve a resurgir como prevemos, tiene también un enorme potencial para contar con una enorme fortaleza en el ambiente adecuado, particularmente uno en el que los rendimientos de los bonos del gobierno suben por el miedo de la falta de riego sanguíneo a través de la inflación más que por razones pro-ciclo. Esto sería un punto dulce para esta divisa, que aunque en estos momentos no forme parte de nuestro escenario de base, conviene tenerlo presente en un rincón de la memoria para retomarlo en las condiciones adecuadas. En última instancia, una crisis rotunda de la deuda soberana podría suponer que el yen y la corona noruega se conviertan en los polos del universo G-10, y que las posiciones cortas de JPYNOK se vean bien recompensadas más allá de lo que ya estamos viendo desde la intervención del yen. Una vez más, no apostamos aún a esta opción.

Así pues, esta divisa puede debilitarse en las fases iniciales de una nueva venta masiva de riesgo, particularmente frente al dólar. Sin embargo, no prevemos que la divisa vaya a mostrar el comportamiento de beta alta del que hizo gala en los días de la crisis financiera, puesto que desde entonces ha caído de forma más bien brusca desde las bajadas del mercado de renta variable de 2009 frente a aquellas que resultan con más claridad favorables al riesgo, como son el dólar australiano y el dólar canadiense. Unos niveles que parecerán aún más baratos si China afronta problemas en su crecimiento.

**Próxima reunión del Norges Bank: 22 de septiembre.**

**Escenario alternativo:** *Tener en cuenta el potencial de la corona noruega en caso de que aparezcan serias preocupaciones sobre la deuda soberana. En caso contrario, no tenemos nada en la pantalla de nuestro radar en estos momentos que podría conllevar un movimiento significativo de la divisa, salvo un banco central renegado que quiere recortar los tipos.*

## La corona sueca

El repunte de la corona de Suecia se ha visto acelerado por un fuerte repunte del apetito de riesgo en septiembre, y por el hecho de que los datos fundamentales del país siguen siendo fuertes por su economía basada en la exportación, en gran medida como Alemania. Últimamente, Suecia también se las ha arreglado para diversificar su exposición más a favor de Asia, lo que ha supuesto un impulso adicional. Asimismo, El Riksbank sigue siendo el único banco central del G-10 que está pensando en subir considerablemente los tipos en los próximos 12 meses, y el mercado espera un nuevo estrechamiento de +75 bps de aquí a un año. Desde un punto de vista a largo plazo, el cruce euro-corona sueca (EURSEK) está completamente de vuelta en medio del antiguo rango, entre 8,90 y 9,50.

### Perspectiva

El argumento de la subida de la divisa sueca es comprensible: el país crece claramente siempre que sus exportaciones aumentan, y la elevada exportación y los bajos tipos de interés mantienen la confianza y la economía de Suecia funcionando a gusto.

No obstante, existen tres riesgos principales para que siga subiendo la corona sueca desde estos niveles. En primer lugar, se encuentra el paraguas de unas perspectivas menos robustas para la economía mundial. Si las expectativas de crecimiento de la economía aflojan, y en particular, si las perspectivas de China se atenúan, se verá inevitablemente afectada la corona, ya que la economía sueca está muy apalancada respecto de sus mercados de exportación. En segundo lugar, Suecia es una de las pocas divisas G-10 en las que la economía está sufriendo una burbuja inmobiliaria que es probable que se compense ahora que el banco central está eliminando las asignaciones. Si bien todos los países desarrollados se encaminan a un crecimiento menor, aquellos países con un mercado de la vivienda sobrecalentado podrían pasarlo peor, dada la carga extra sobre el mercado doméstico que provoca el desarrollo de una burbuja de activos. Sólo hay que pensar en el caso de los Estados Unidos y lo afectado que se vio por las repercusiones de su burbuja inmobiliaria durante tres años.

Por último, la Oficina de la Deuda Nacional de Suecia ha anunciado que va a compensar su exposición a la SEK a largo plazo, constituida durante el curso de la crisis financiera, al intervenir durante dicho periodo en un esfuerzo por mantener el orden en los mercados. Aparentemente, la posición gira en torno a los 50.000 millones de coronas, un importe “considerable” que compensar. Se podría pensar que a la oficina le gustaría compensar la posición despacio y solo a niveles favorables, pero esto aún podría provocar cierto viento en contra a la futura valoración de la divisa.

Así pues, el mercado podría tratar de hacer que se desvanezcan los nuevos extremos en la SEK, frente al estilo del dólar estadounidense y otras divisas “anti-riesgo”, si vuelven en un futuro próximo las expectativas de la aversión al riesgo y las bajadas en los principales mercados de valores. Pero es poco probable que el comportamiento de la corona sueca revierta hacia el tipo de volatilidad que hemos visto durante la crisis financiera, y puede que no sea una divisa de beta particularmente alto en el G-10.

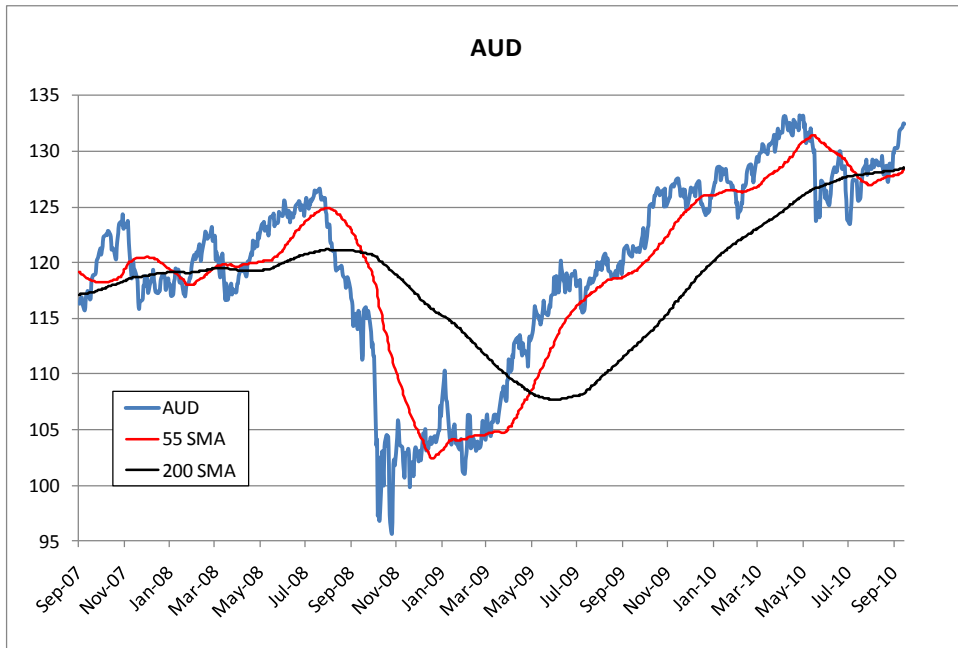
Más allá de esto, Suecia puede tener unos resultados relativamente buenos y mucho menos a la baja que durante la crisis financiera: su tesoro público está relativamente en orden, en comparación con la mayoría del mundo desarrollado y en base a una valoración básica.

### Próxima reunión del Riksbank: 26 de octubre.

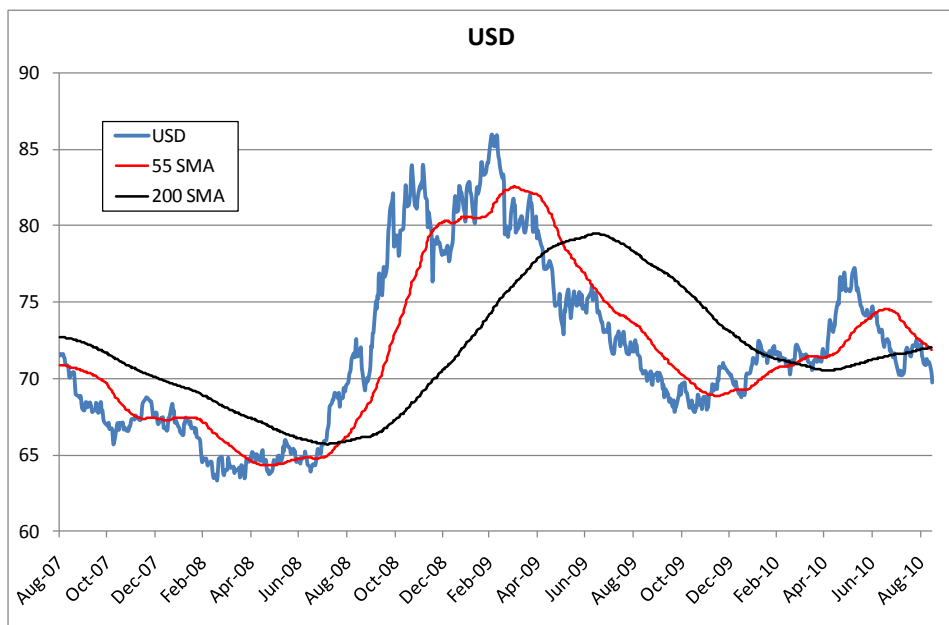
**Escenario alternativo:** *La divisa sueca parece apalancada al apetito de riesgo, con lo que sería probable que se produjera un escenario de la SEK más fuerte que el que hemos previsto por un apetito de riesgo y el movimiento de vuelta por encima de la resistencia en los mercados de renta variable que ya se estaba produciendo en la fecha en que redactamos el presente informe.*

### Las divisas del G10 en gráficas

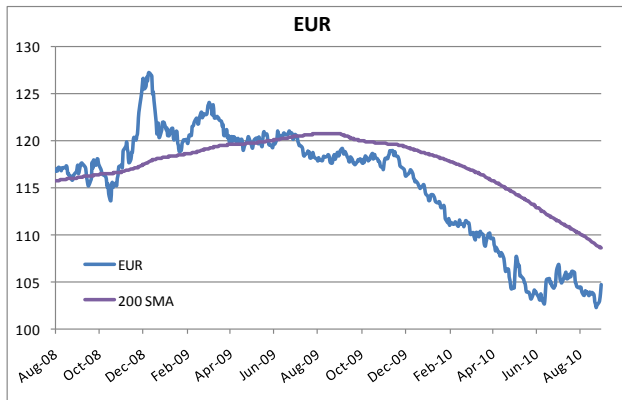
Las gráficas que figuran más abajo (las 2 gráficas destacadas y las 8 siguientes de menor tamaño) muestran cada una de las divisas respecto de una cesta uniformemente ponderada de las otras 9 divisas del G-10. Todas las divisas están indexadas al 100% de forma permanentemente actualizada, 3.500 días naturales antes de la fecha de la imagen puntual, con algo más de dos años mostrados en las gráficas.



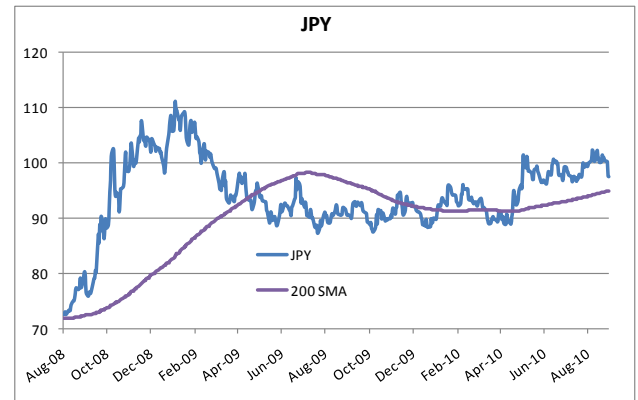
*El repunte del dólar australiano es realmente considerable y la divisa se muestra en torno a un 8% más fuerte de media que el resto de las monedas del G-10 desde el doble suelo estival, que se produjo por dos brotes de aversión al riesgo, por el nerviosismo en torno a la cuestión China y por el tema del impuesto sobre el sector de la minería. La moneda parece muy cara y va a necesitar las condiciones perfectas para seguir subiendo desde aquí.*



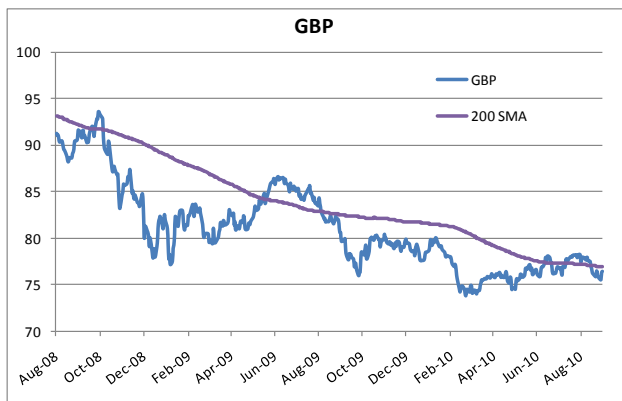
*Desde enero de este año, el billete verde se ha deslizado hasta marcar una nueva bajada frente al resto de las divisas del G-10, puesto que el mercado teme el potencial de un movimiento renovado hacia terreno de alivio cuantitativo por parte de la Reserva Federal. Y también por la posición corta en dólares es la negociación de la autocomplacencia suprema, mientras que las negociaciones de apetito de riesgo ofrezcan un buen rendimiento. ¿Está el dólar condenado o volveremos a ver alguna vez un nuevo mercado bajista para el riesgo que podría, en última instancia, arrojar una cuerda de salvamento a la divisa?*



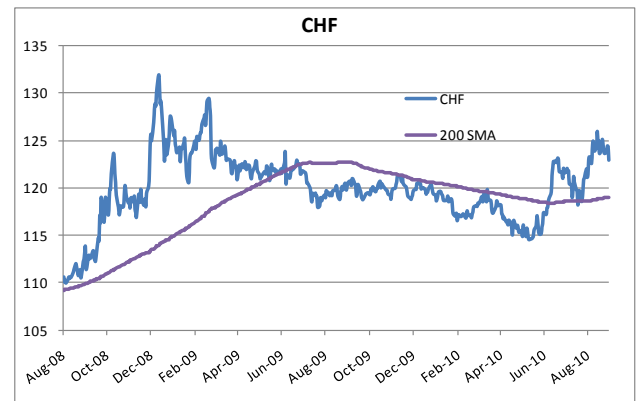
El euro invirtió con claridad la tendencia una nueva bajada. ¿Es el final de la época bajista?



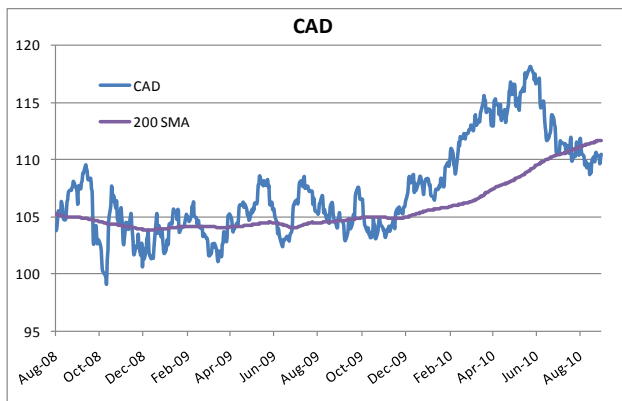
La intervención sobre el yen ha provocado una brusca caída a mediados de septiembre.



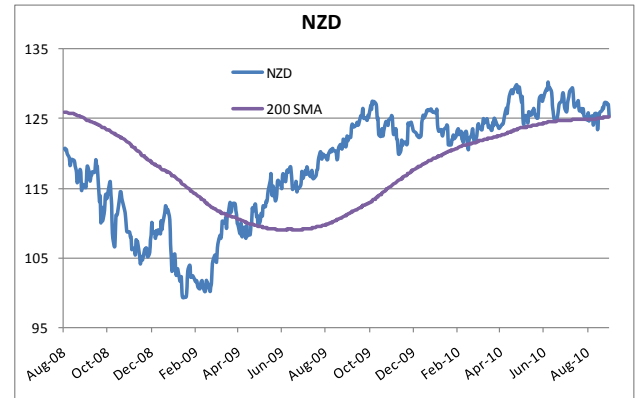
La libra esterlina próxima a las bajadas a largo plazo, ¿tiene algún valor o cotiza como el dólar, mostrándose sólo sólida en modo de aversión al riesgo?



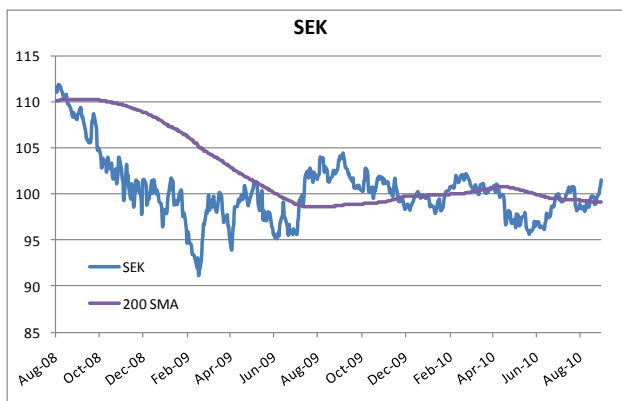
El franco suizo ha dado muestras de lucha ante las últimas subidas. ¿Se avecina una tendencia bajista?



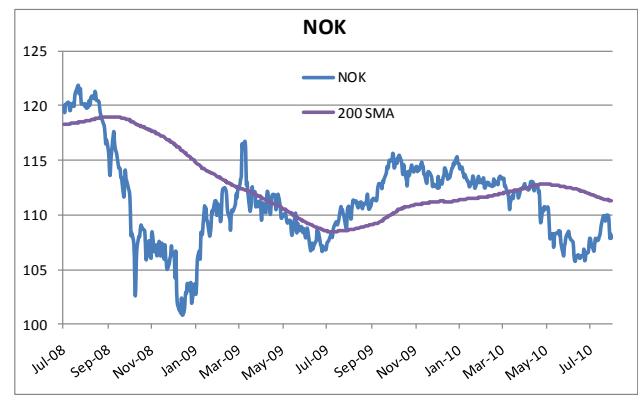
Por fin más bajo, pero ahora su valoración es más justa.



El último repunte hace que el dólar neozelandés parezca otra vez sobrevalorado.



El repunte podría ralentizarse e incluso invertir su tendencia ligeramente. Esto si el apetito de riesgo se desvanece en este otoño/invierno.



No es mucho lo que nos atrae de la corona noruega, salvo que resulta injustamente barata en algunos casos, como frente al dólar australiano y dólar canadiense.

## **Exención de responsabilidad**

### **General**

El presente documento contiene información sobre los servicios y productos de Saxo Bank A/S (en adelante, "Saxo Bank"). El material se ofrece únicamente a efectos informativos independientemente de los objetivos de inversión, la situación financiera, o los medios de los inversores particulares. Por consiguiente, la información incluida en el presente documento no se interpretará como una recomendación; ni como una oferta de compra o venta; ni como la solicitud de una oferta de compra o venta de cualesquiera valores, productos financieros o instrumentos; ni como participación alguna en cualesquiera estrategias de negociación particulares, en cualesquiera jurisdicciones en las que dicha oferta o solicitud, o estrategia de negociación serían ilegales. Saxo Bank no garantiza la exactitud ni la integridad de la información o los análisis suministrados. Saxo Bank no responderá ante ningún cliente o terceros por la exactitud o la integridad de la información o por ningún comentario sobre mercados ofrecidos a través del presente servicio a clientes, ni por ningún retraso, inexactitud, error, interrupción u omisión en la prestación del mismo, por ningún daño ocasionado directa o indirectamente por dichos retrasos, inexactitudes, errores, interrupciones u omisiones, o por ninguna suspensión del servicio. Saxo Bank no asumirá ninguna responsabilidad por el contenido de cualquier otro sitio web, enlazado o no a este sitio, o por las consecuencias de sus actuaciones en base al contenido de otros sitios web. La apertura del presente sitio web no convierte al usuario en cliente de Saxo Bank; y Saxo Bank no responderá ante los mismos por ninguna responsabilidad al respecto.

### **Revelación de análisis y exención de responsabilidad Advertencia**

Saxo Bank A/S no responderá por ninguna pérdida con ocasión de ninguna inversión en base a ningún análisis, previsión u otras informaciones incluidas en el presente documento. El contenido de la presente publicación no constituirá una promesa o garantía explícita o implícita por parte de Saxo Bank de que los clientes se beneficiarán de las estrategias incluidas o de que las pérdidas relacionadas con las mismas pueden ser o serán limitadas. Las negociaciones de conformidad con el análisis, especialmente las inversiones con apalancamiento, tales como las negociaciones con divisas y las inversiones en derivados, pueden ser muy especulativas, lo que puede provocar pérdidas y beneficios, en particular cuando las condiciones mencionadas en el análisis no se producen de conformidad con la previsión.