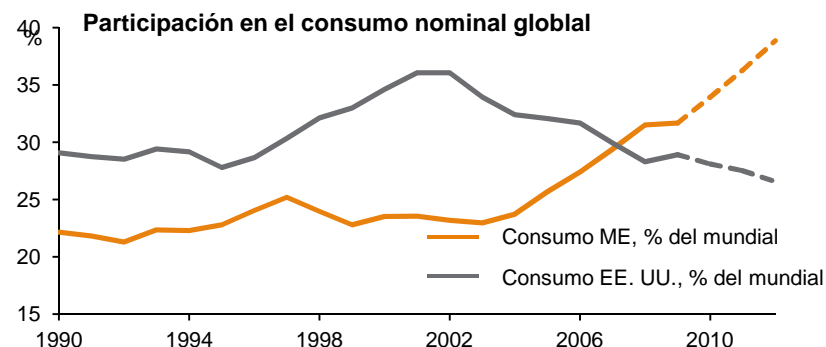


## Tema de la semana

2007-2008 fue el primer periodo en el que el consumo de los hogares de los mercados emergentes superó la demanda de los consumidores del mundo desarrollado (ver gráfico). El gasto de los consumidores tiene un gran interés para los inversores: la parte no discrecional del consumo (como los alimentos) es más inelástica que la inversión en capital fijo, que es muy cíclica, y menos vulnerable a los *shocks* económicos externos que las exportaciones. Cuando los consumidores adoptan hábitos más caros, suelen resistirse a volver a alternativas más baratas, y lo que anteriormente fue un producto discrecional de precio más alto pasa a ser no discrecional. Este aspecto del crecimiento de los mercados emergentes es el más interesante para los inversores globales en estos mercados, pues intentan aprovechar los hábitos cambiantes de esa mayoría de la población mundial.



Nota: Las líneas de puntos indican las previsiones para los años 2010 a 2012. Fuente: J.P. Morgan Global Economics Research, J.P. Morgan Asset Management.

## Próxima semana

Día	País	Acontecimiento	Período	Encuesta	Anterior
Lun	Reino Unido	PMI manufacturero	Nov	48,0	47,5
	EE. UU.	ISM manufacturero	Nov	51,5	51,7
Mié	EE. UU.	Pedidos a fábricas (interm.)	Oct	0,0%	4,8%
Jue	Alemania	Pedidos a fábricas (interm.)	Oct	1,0%	-3,3%
	RU	Anuncio tipos del BOE	Dic	0,50%	0,50%
	Zona euro	Anuncio tipos del BCE	Dic	0,75%	0,75%
Vie	RU	Producción industrial (interm.)	Oct	0,8%	-1,7%
	EE. UU.	Dato de mercado laboral	Nov	95.000	171.000
	EE. UU.	Tasa de desempleo	Nov	7,9%	7,9%
	EE. UU.	Confianza U. de Michigan	Dic	82,0	82,7

## Estadísticas de los mercados

Renta variable	% variación		
	Semanal	Anual	Acum. 2012
MSCI Europe	1,0	15,9	14,8
DAX	1,3	21,6	25,6
CAC 40	0,9	17,9	17,3
IBEX	0,3	0,9	-0,6
FTSE MIB	1,1	7,7	9,0
FTSE 100	0,9	10,7	9,3
S&P 500	0,6	16,1	15,0
TOPIX	0,7	9,9	9,7
MSCI EM	0,9	12,9	12,9
MSCI China	0,6	20,0	17,2
MSCI Brazil	-0,2	6,8	5,2
MSCI AC World	0,8	14,6	14,0
Energía	-0,4	0,6	1,0
Materiales	1,1	2,1	5,7
Industria	1,3	14,2	13,1
Cons. cíclico	1,2	21,4	21,5
Cons. básico	1,2	18,7	15,9
Salud	0,7	22,7	17,9
Finanzas	0,7	24,5	23,2
Tecnología	1,1	13,8	14,8
Serv. telecom.	0,1	9,1	8,1
Serv. públicos	1,9	2,5	1,7
Valor	0,7	14,4	12,7
Crecimiento	1,0	14,9	15,3
Flujos de fondos (miles mill. \$)	Sem. 28/11	Sem. 21/11	Med. mov. 4 sem.
Renta variable	2,2	-3,7	-3,8
Renta fija	8,3	4,6	9,2
Mercado monetario	-5,3	14,1	5,1

Nota: Todas las rentabilidades de los índices reflejan rentabilidades totales en moneda local. Los flujos de fondos no incluyen ETF. \*Duración = duración del índice. †Tasa anualizada del PIB intertrimestral con ajuste estacional. Las fuentes de los datos se indican en la página 4.

Diferenciales de bonos	Nivel		Variación (p.b.)	
	30 nov	Semanal	Anual	Acum 2012
Global IG	155	0	-117	-107
EMBI+ (USD)	267	-7	-104	-110
Global High Yld	537	-15	-206	-182
TIR bonos (10 a.)				
RU	1,77	-7	-37	-20
Alemania	1,38	-5	-89	-46
EE. UU.	1,62	-8	-46	-26
Japón	0,71	-4	-37	-28
DME* (divisa local)	5,52	-7	-103	-106
Materias primas	% variación			
WTI \$/bbl	89	0,7	-11,4	-10,0
Brent \$/bbl	111	-0,1	0,6	3,6
Oro \$/oz	1,726	-0,5	-1,1	12,7
Cobre \$/lb	3,63	2,9	0,8	4,8
Divisa	Niveles			
\$ por €	1,30	1,30	1,35	1,30
£ por €	0,81	0,81	0,86	0,84
\$ por £	1,60	1,60	1,57	1,55
¥ por €	107	107	105	100
¥ por \$	82	82	78	77
CHF por €	1,20	1,20	1,23	1,21
Volatilidad (%)				
VIX	16	15	28	23
Macro	PIB (%)†	IPC (%)	Valoración	PER a 12 meses
Eurozona	-0,2	2,2	MSCI Europe	11,2
RU	3,9	2,7	FTSE 100	10,8
EE. UU.	2,7	2,2	S&P 500	12,6
Japón	-3,5	-0,4	MSCI EM	10,4
China	9,1	1,7	MSCI World	12,3

- En la eurozona, los datos comerciales de Alemania son deficitarios mientras Italia y España generan superávits
- Con el continuo descenso de los costes laborales relativos, desaparecerá uno de los desequilibrios clave que provocaron la crisis de la eurozona
- El sentimiento de los consumidores y los pedidos de bienes duraderos no indican temor al precipicio fiscal; es probable que las empresas y los consumidores ya hayan descontado una solución

### Se acercan tiempos mejores

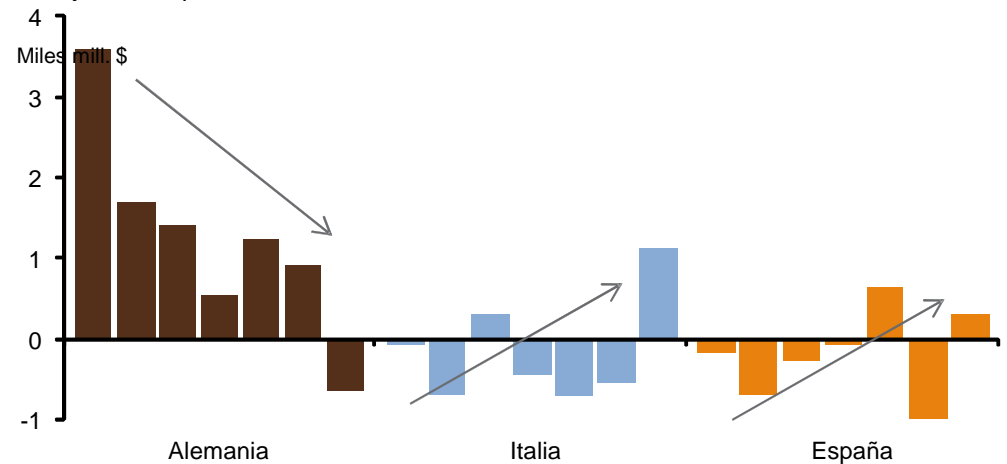
Aunque los tipos de los *bunds* alemanes no lo reflejan, la eurozona está avanzando. Grecia recibirá el siguiente tramo de fondos de rescate y la carga de su deuda se ha aligerado gracias a unos tipos de interés mas bajos y unos periodos de devolución más largos. Está claro que serán necesarias más medidas (muy probablemente, condonaciones de deuda como las conseguidas por otros países muy endeudados), pero eso puede esperar.

Los datos de julio indican que la balanza comercial de Alemania con el resto de la eurozona empieza a ser deficitaria, precisamente cuando las de Italia y España muestran superávit (Ver Gráfico 1). Esto forma parte del crucial reajuste que debe tener lugar dentro de la unión monetaria. Uno de los motivos por el que los bancos de los países centrales estaban tan expuestos a los países periféricos era que estaban financiando los déficits comerciales de esos países. Si bien la financiación transfronteriza es necesaria para el funcionamiento del conjunto de la eurozona, tiene que ser sostenible, y antes no lo era. Ahora que los costes laborales relativos han caído drásticamente, incluso hasta niveles anteriores al lanzamiento del euro en el caso de España y Grecia (ver Gráfico 2), las balanzas comerciales mejorarán y los países periféricos necesitarán menos financiación externa.

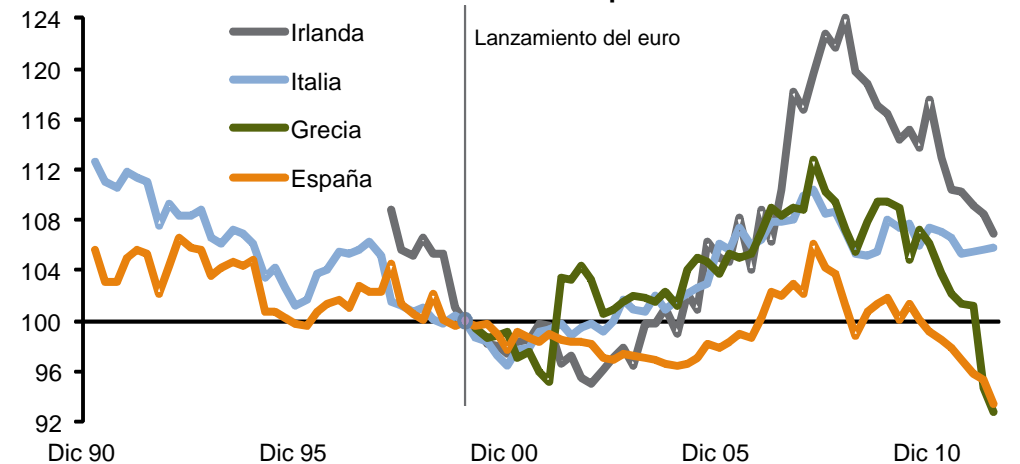
En el ámbito de los mercados financieros, España también emite señales alentadoras. Los tipos de la deuda pública han retrocedido hasta los niveles del pasado marzo. Después de las continuas revisiones negativas de las estimaciones de beneficios empresariales, sobre todo para el sector financiero, los analistas comienzan a prever tiempos mejores. Las estimaciones de beneficios de los próximos 12 meses subieron un 3,7% en noviembre para el índice MSCI IMI Spain y un 7,9% para el sector financiero. Si el "banco malo" recién creado permite que los bancos comiencen a prestar de nuevo, el crecimiento económico por fin podrá recuperarse.

**Gráfico 1: Balanzas comerciales con otros países de la eurozona**

Enero-julio 2012 por mes



**Gráfico 2: Costes laborales unitarios reales respecto a Alemania**



Últimos datos comerciales de julio 2012; costes laborales de junio 2012. Fuente: FMI, Eurostat, J.P. Morgan Asset Management.

**“Psicología del precipicio”**

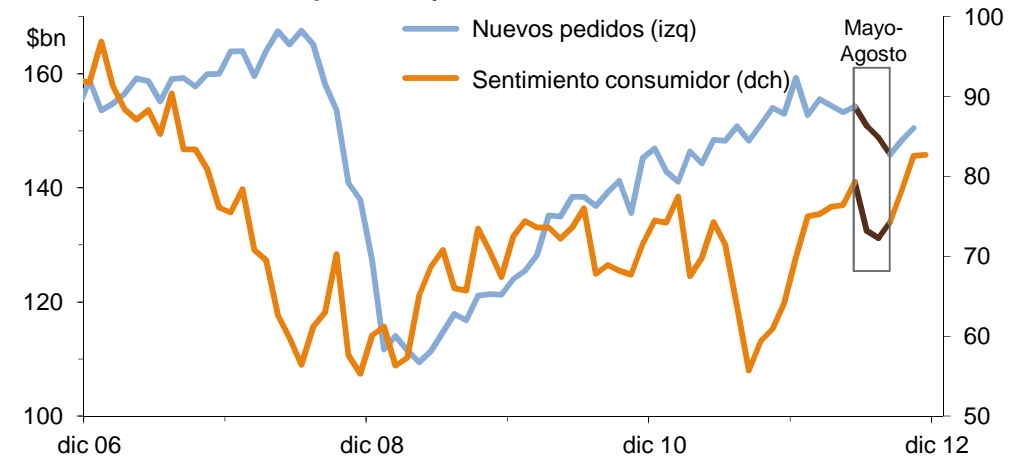
Aunque finalmente se evite el precipicio fiscal (como esperamos), tememos que la economía se vea perjudicada en cualquier caso debido a que la incertidumbre acerca del resultado inducirá a las empresas a no contratar y aumentará la resistencia a gastar de los consumidores. Si bien la idea parece intuitivamente evidente, es difícil discernir cual será realmente su impacto en comparación con otros factores, como la tasa de desempleo.

Algunos comportamientos ciertamente han cambiado. Las empresas están acelerando la distribución de dividendos para evitar unos tipos impositivos más altos el próximo año. La incertidumbre, por tanto, tiene más que ver con la composición exacta de los recortes de gastos y las subidas de impuestos que con su probabilidad. Las empresas y los consumidores ya lo habrán descontado en sus planes y, por consiguiente, la inversión no se verá materialmente afectada simplemente porque las negociaciones aún estén en marcha.

La inversión empresarial y el gasto de los consumidores parecen confirmarlo (ver Gráfico 3). La desaceleración de los nuevos pedidos de bienes duraderos tuvo lugar durante el verano, cuando la atención estaba centrada en las elecciones y no en el precipicio fiscal. De igual forma, el sentimiento de los consumidores ha rebotado últimamente. Los próximos datos pueden mostrar una caída, por supuesto, pero al menos el consenso de estimaciones de sentimiento de los consumidores (que se publicarán el viernes) solo apuntan a una pequeña caída desde 82,7 hasta 82,0.

**J.P. Morgan Asset Management Global Strategy team**

**Gráfico 3: Inversión empresarial y sentimiento de los consumidores**



Últimos datos de pedidos de octubre 2012; sentimiento de los consumidores de noviembre 2012. Nota: pedidos de bienes duraderos excepto transporte. Fuente: Oficina del Censo, University of Michigan Survey Research Center, J.P. Morgan Asset Management.

SÓLO PARA CLIENTES PROFESIONALES. NO DESTINADO PARA INVERSORES PARTICULARES O PARA DISTRIBUCIÓN.

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones. Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material. Cualquier análisis contenido en este documento se ha realizado, y puede ser utilizado, por J.P. Morgan Asset Management para sus propios fines. Los resultados de estos análisis se utilizan como información adicional y no reflejan necesariamente las opiniones de J.P. Morgan Asset Management. Cualesquiera estimaciones, cifras, opiniones, estados de tendencias del mercado financiero o técnicas y estrategias de inversión que se mencionan, a menos que se indique otra cosa, son de J.P. Morgan Asset Management a fecha de este documento. Se consideran fiables en el momento en que se ha redactado el presente documento, pero pueden no ser necesariamente completas, y no se garantiza su exactitud. Pueden estar sujetas a cambios sin que se le comuniquen o notifiquen.

Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. La inversión en los Fondos conlleva riesgos y puede no ser adecuada para usted. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto desfavorable sobre el valor, precio o rendimiento de los fondos o de las inversiones subyacentes extranjeras. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros. No se garantiza que cualquier previsión realizada se materialice. Por otra parte, aunque nuestra intención consiste en lograr el objetivo de inversión del fondo de inversión, no podemos garantizar que dicho objetivo vaya a cumplirse.

J.P. Morgan Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. Tenga en cuenta que si se pone en contacto con J.P. Morgan Asset Management por teléfono, la conversación puede ser grabada y monitorizada con fines de seguridad y formación. También debe tener en cuenta que la información y los datos de sus comunicaciones se recogerán, almacenarán y procesarán por J.P. Morgan Asset Management, de acuerdo con la Política de Privacidad de EMEA, que puede consultarse en el siguiente sitio web <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>.

Publicado en Europa Continental por JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Gran Ducado de Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo bajo el número B27900, capital social 10.000.000 euros.

Publicado por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Sucursal en España con domicilio en José Ortega y Gasset 29. Registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Salvo que se indique otra cosa, todos los datos son a 30 de noviembre de 2012.

Noticias económicas: Bloomberg.

Renta variable: todos los datos representan rentabilidades totales para el período señalado.

Flujos de fondos: abarca la semana finalizada el miércoles de la semana anterior. Los flujos se refieren a todos los lugares donde están domiciliados los fondos y no incluyen ETF. Fuente: EPFR.

Rentabilidad de los bonos: JPMorgan EMBI+ OAS over Treasuries ; Barclays Global Aggregate Corporate OAS; Barclays Global High Yield OAS y rentabilidad de la deuda pública. Fuente: Tullett Prebon Information, UK Government Bonds 10 Year Note Generic Bid Yield; German Government Bonds 10 Year Debencher; Japan 10 Year Bond Benchmark; US Generic Government 10 Year Yield.

Materias primas: WTI y Brent reflejan el precio del crudo en \$ por barril, el oro refleja el precio en \$ por onza troy, el cobre refleja el precio en \$ por libra.

Tipos: tipo de interés bancario oficial del Banco de Inglaterra; tipo mínimo de puja del BCE para subastas de refinanciación a 1 semana; tipo objetivo de los fondos federales; tipo objetivo del Banco de Japón para el tipo de interés oficial a un día sin garantía; mejor tipo de interés para préstamos a 1 año del Banco de China.

Macro: porcentaje de variación interanual del IPC general; tasa anualizada de crecimiento del PIB intertrimestral ajustada por estacionalidad.