



Puntos clave

- La intensificación de la crisis europea y las incertidumbres políticas americanas afectan a la confianza de las economías domésticas y de las empresas.
- Se incrementa el riesgo de recaída en recesión en los países desarrollados.
- Los emergentes desaceleran pero disponen de margen de maniobra en términos monetarios para una reactivación a principios de 2012.
- Los Bancos Centrales de los países desarrollados ya han reaccionado flexibilizando de forma considerable sus políticas monetarias. Se están preparando nuevas medidas, sobre todo la Fed.
- Al tener los Bancos Centrales que seguir manteniendo sus tipos bajos, sugerimos volver a posiciones neutras.
- Recomendamos una posición neutra para la renta variable: el débil crecimiento compensa el activismo de los Bancos Centrales y unas valoraciones atractivas.

Tras un verano nefasto, poco queda de las esperanzas de reactivación mundial formuladas hace dos meses. Las estadísticas del mes de julio confirmaron sin embargo que la economía mundial reanudaba claramente el camino del crecimiento a principio del verano (consumo americano, pedidos industriales). Este impulso resultó abortado por una doble crisis de confianza: a ambos lados del Atlántico, las dificultades para formular una política creíble y responsable ante los desafíos presupuestarios (techo de deuda y ajuste a medio plazo en Estados Unidos, respuesta al contagio

griego en el caso de las deudas soberanas europeas) fueron la causa de los « espíritus animales » de las empresas y de los consumidores.

Se cala el motor americano

En **Estados Unidos**, las empresas se vieron sorprendidas por la desaceleración del consumo en el 1S11. El ajuste necesario de las existencias afectará por tanto a la oferta en el 2S11. El empleo había iniciado una desaceleración desde principios de año, probablemente debido a la pérdida de rentabilidad del sector de las PYMES ante la inflación energética. El espectáculo de parálisis del poder ofrecido con ocasión del debate sobre el techo de deuda intensificó las incertidumbres fiscales y reglamentarias afectando a las empresas, y aplazaron los proyectos de contratación de mano de obra y de inversión. Si los pedidos de maquinaria sugerían un repunte de la inversión en el 3T, las encuestas de las Fed regionales auguran una fuerte corrección de este agregado a partir del 4T11. Y el 2012 corre el riesgo de no poder beneficiarse de los incentivos fiscales de los dos últimos años. La demanda de las empresas, de capital y de empleo, debería por tanto marcar el paso en el 2S11.

Por lo que respecta a las economías domésticas, el derrumbe de las encuestas de confianza en agosto traduce la percepción del deterioro del mercado de trabajo y el desconcierto de los electores ante la parálisis del aparato democrático. Aunque el efecto nocivo de las intrigas washingtonianas se difuminó con rapidez, el detalle de las encuestas sugería un estancamiento de la demanda de bienes duraderos, sobre todo de automóviles, en el 2S11. No prevemos a este nivel un fuerte incremento de la tasa de ahorro, es decir un desplome del consumo, pero este riesgo se incrementaría en caso de disminución du-

radera del patrimonio de las economías domésticas, derivado de una disminución de los precios inmobiliarios. Es en torno a estas cuestiones concretas que versará el conjunto de políticas.

Las ambiciones keynesianas de Obama en materia de empleo serán probablemente bloqueadas en el Congreso, y en el mejor de los casos solo podremos esperar neutralidad de la política presupuestaria el año próximo (renovación de la disminución de cargas sociales y subsidios a parados de larga duración). La Fed ha flexibilizado ya de forma considerable las condiciones monetarias comprometiéndose a mantener los tipos próximos a cero al menos hasta mediados de 2013. Se establecerán nuevas medidas expansivas, pero de forma gradual. La resistencia de la inflación (real y anticipada) y los resultados atenuados del programa QEII no justifican otro QEIII inmediato, sino más bien un control explícito de las anticipaciones de tipos y un incremento del riesgo asumido por la Fed, con un efecto total que mantenga el balance constante. Existen dos alternativas posibles: un incremento de la duración de la cartera de deuda pública, y/ o una sustitución de títulos públicos por bonos vinculados a préstamos hipotecarios (MBS). Esta segunda opción pretendería sostener al mercado inmobiliario rebajando los tipos hipotecarios, probablemente en coordinación con las agencias federales *Fannie Mae* y *Freddie Mac* (ayuda a la refinanciación de las economías domésticas con fondos propios negativos).

Europa: estancamiento

En **Europa**, la extensión de la crisis de confianza a las finanzas públicas italianas y españolas reavivó los temores sobre la solidez de los bancos continentales. La sequía existente en el mercado de la deuda bancaria a largo plazo no colateralizada hace



temer una nueva contracción del crédito, que resultaría fatal para los planes de ajuste presupuestario de la periferia. Las encuestas realizadas en el ámbito de las empresas anuncian ya unos planes de producción mucho más prudentes debido al incremento percibido del riesgo de liquidez. El riesgo de recesión nos parece muy alto en el sector industrial. El estancamiento de la crisis griega (paralización de la misión de evaluación de resultados con vistas al pago del 4º tramo del plan de ayuda de 2010) y la lentitud del proceso de validación nacional de las medidas anti-crisis decididas en la cumbre europea de julio favorecen los fenómenos de contagio. El BCE reaccionó enérgicamente frente a las tensiones del verano garantizando la liquidez del mercado interbancario e interviniendo directamente en los mercados de deuda italiana y española. Pero solamente se trata de medidas coyunturales que en ningún caso deberían sustituir a un plan verdadero de salida de la crisis, a través del establecimiento de una garantía común y condicional del riesgo soberano – « eurobonos » – combinado con la recapitalización del sector bancario. Creemos que las naciones europeas convergirán hacia esta solución, pero el camino será largo y tortuoso. Mientras tanto, la economía y los mercados europeos seguirán sometidos a una volatilidad muy alta. El BCE debería modificar rápidamente su discurso

sobre la inflación, y volver a los incrementos de tipos del 1S11 de aquí a 3-4 meses.

Los **países emergentes** ya estaban en fase de desaceleración en el 1S11, un desengaño saludable impuesto por las restricciones monetarias pasadas. En un entorno de crecimiento átono en la OCDE, el riesgo inflacionista, derivado sobre todo de las materias primas, se evapora y los Bancos Centrales emergentes deberían invertir rápidamente sus políticas, marcando el camino el “Bacen” brasileño con una disminución sorpresa de 50 pb en el mes de agosto. China tiene menos margen de maniobra en materia de política monetaria a corto plazo, pero debería ser testigo a finales de 2011 de la recuperación alcista de su ciclo de existencias.

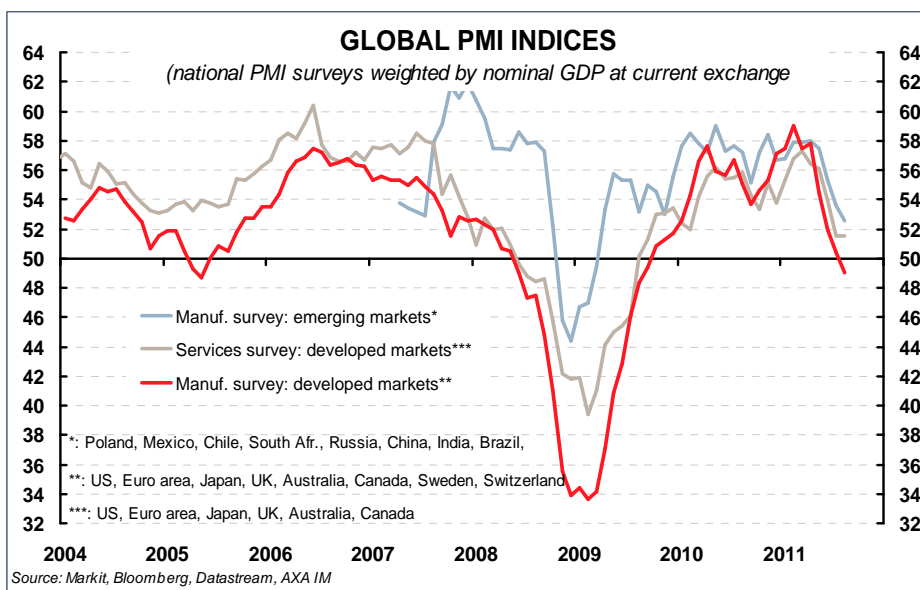
En total, el crecimiento mundial debería moderarse, pasando desde el 4,7% registrado el pasado año hasta el 3,8% de este año y del siguiente. El dinamismo asiático, centrado en las demandas internas china y japonesa, servirá para amortiguar el choque financiero europeo y la atonía del crecimiento americano. El escenario de recaída en recesión de la economía mundial no constituye nuestra hipótesis central de trabajo, aunque se ha incrementado su probabilidad, sobre todo debido al riesgo de choque sistémico en el sector bancario europeo.

Renta Fija: vuelta a la neutralidad

La época estival ha estado dominada por el incremento de las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana en la Zona Euro, por unos resultados económicos peores de lo previsto que incrementaron las inquietudes con respecto al crecimiento y por las tentativas audaces de los Bancos Centrales para sostener el crecimiento. **Abandonamos por tanto las previsiones de incremento de los tipos a largo y esperamos asistir durante un cierto tiempo a un entorno de tipos bajos, al menos para los Bonos del Tesoro americano y los Bunds alemanes.**

Durante los dos próximos años al menos todavía, en **Estados Unidos** los tipos de los *Fed Funds* deberían seguir fijados en torno a cero. Además, la Fed ha dejado la puerta abierta a una gestión más activa del segmento a largo de la curva a través de una prolongación de la duración de su balance (operación *Twist*). No se excluye incluso un tercer programa de facilidades cuantitativas (QEIII) con la finalidad de « garantizar » unos tipos a largo bajos para sostener el crecimiento.

La **Zona Euro** comparte un panorama similar. Una tasa de crecimiento bastante mediocre debería determinar una disminución de los tipos directores en los próximos trimestres (hasta alcanzar el 1% en 2012) y la crisis continuada de la deuda pesa mucho sobre los rendimientos de los *Bunds*, manteniéndolos extremadamente bajos. Además, la ampliación de los spreads periféricos obligó al BCE a reabrir su programa de mercados de valores mobiliarios (*Securities Market Programme*) y a intervenir directamente en el mercado comprando bonos españoles e italianos (a partir del 8 de agosto) con la finalidad de impedir un incremento de los tipos a largo hasta unos niveles insostenibles. **Seguimos recomendando evitar los mercados periféricos de la zona.**





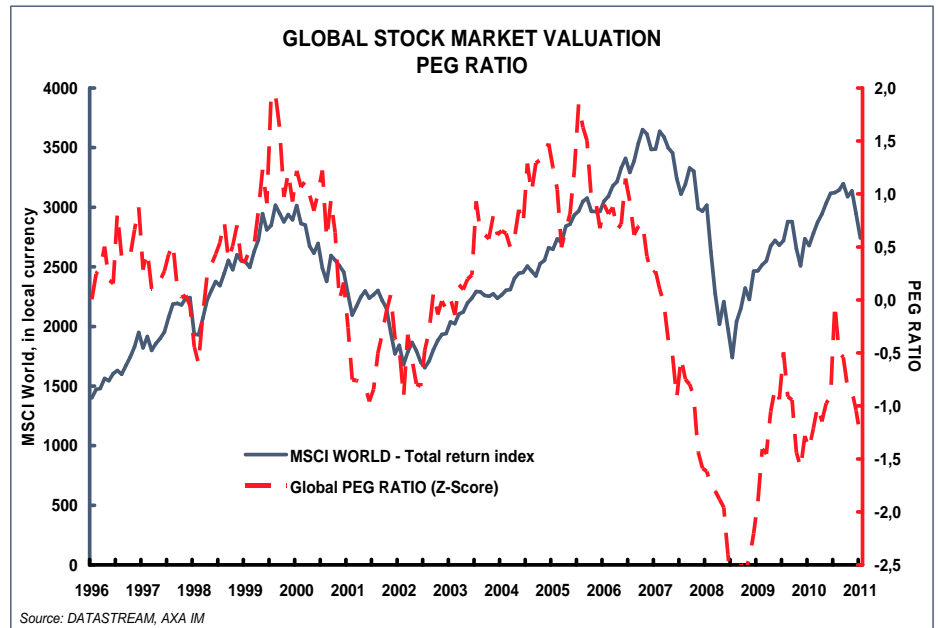
Bonos indexados

Ante la incertidumbre económica, los mercados han ajustado considerablemente sus previsiones de inflación. El breakeven de inflación a plazo (a 5 años) americana se sitúa actualmente por debajo del 2,5% y preveemos que bajará aún más ya que el estancamiento económico actual debería limitar las presiones internas sobre los precios durante cierto tiempo y por tanto influir sobre las previsiones de inflación (aunque las previsiones de inflación a largo plazo de la Fed de Filadelfia sigan ancladas en el 2,4%). Sugerimos por tanto pasar la posición en **bonos indexados a infraponderada (con respecto a los Bonos del Estado)**.

Ceñirse al crédito IG

El segmento del crédito no se ha mantenido al margen de la tempestad. Así pues, los bonos *High Yield* (HY) sufrieron fuertes retrocesos ante la amenaza recesionalista y los títulos financieros se vieron afectados por sus tensiones de financiación y por el efecto continuado de la crisis de la deuda soberana.

A pesar de la fuerte incertidumbre, seguimos favoreciendo al crédito *Investment Grade* (IG) por sus atractivas valoraciones. Desde una perspectiva regional, preferimos a los Estados Unidos ya que deberían verse menos afectados por las tormentas europeas. Desde un punto de vista sectorial, favorecemos a las compañías no financieras que disfrutan de abundante liquidez y tienen pocas necesidades de financiación. La valoración de los *spreads* HY también sigue siendo atractiva, con una tasa implícita de impagos del orden del 7-9%, coherente con una recesión normal. A pesar de esto, los factores técnicos siguen siendo débiles (cierres de los mercados primarios, fuertes salidas de los fondos HY) y la elevada volatilidad a corto plazo. **En consecuencia, reducimos la exposición en HY pasando a una posición neutra (a pesar de las valoraciones atractivas).**



Renta Variable: dependientes de las políticas de sostenimiento

Las dudas planean de forma omnipresente sobre la economía a pesar de una clara revisión a la baja de las previsiones de crecimiento. Por consiguiente, sugerimos volver a una ponderación **neutra para la renta variable**, contrariamente a nuestra recomendación de principios de agosto.

Además, el mayor obstáculo a superar, es decir la crisis de la deuda soberana europea, sigue preocupando a los inversores, lo cual nos incita a ser prudentes al menos con respecto a Europa. Esta situación nos anuncia un otoño muy volátil.

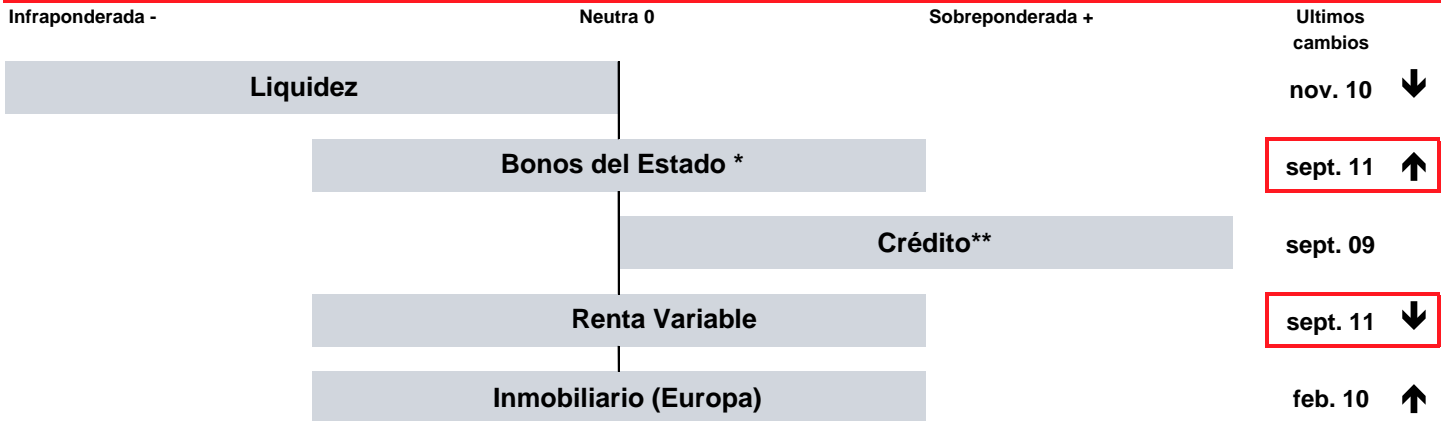
¿Por qué entonces no adoptar directamente una posición infraponderada? Tres razones para ello: i) nuestro escenario de base no es el de una recesión mundial, especialmente en Estados Unidos; ii) el panorama de los Bancos Centrales ha variado (el compromiso de la Fed, el BCE como comprador de último recurso, los Bancos Centrales de los mercados emergentes que han empezado a bajar sus tipos); iii) los mercados bursátiles, al este del Atlántico al menos, anticipan ya una situación de beneficios muy sombría, con un **múltiplo de 8x los beneficios futuros** (10x a

nivel mundial). Esto lo confirma nuestro ratio favorito de valoración, el PEG (Precio/ crecimiento de los beneficios) que se negocia actualmente en torno a 1, es decir casi una desviación típica de 1 bajo la norma.

A nivel regional, mantenemos nuestras recomendaciones, prefiriendo los países no europeos, sobre todo los Estados Unidos. Además, la reciente reacción del Banco Central de Brasil nos confirma que la prioridad de los países emergentes es sostener el crecimiento más que combatir la inflación. Preveemos nuevas rebajas de los tipos de interés. Por tanto, conservamos nuestra **posición sobreponderada en los mercados emergentes** a pesar de su mayor beta.

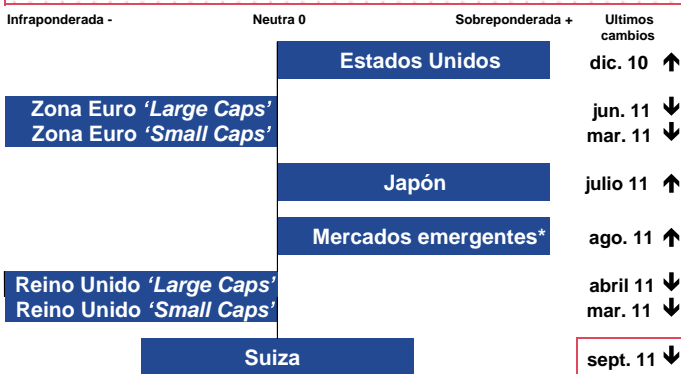


DISTRIBUCION DE ACTIVOS RECOMENDADA

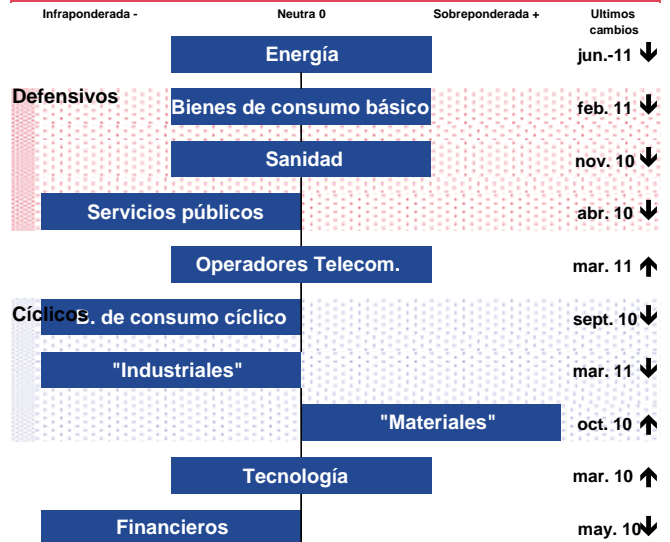


* Bonos del Estado a 10 años
 ** Crédito Investment Grade

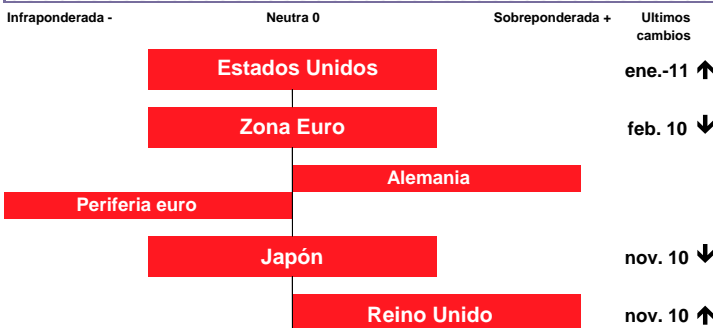
DISTRIBUCION REGIONAL DE R.V.



DISTRIBUCION SECTORIAL EUROPA

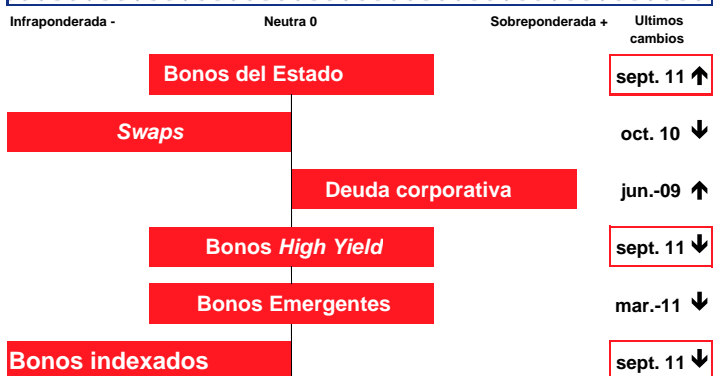


RENTA FIJA *



* Bonos del Estado a 10 años

DISTRIBUCION GLOBAL DE TIPOS



Resumen de provisiones – 7 de septiembre de 2011



PIB, en %(A)

Septiembre 2011	2011				2012			
	Consenso		AXA-IM		Consenso		AXA-IM	
	última revisión		última revisión		última revisión		última revisión	
Estados Unidos	1,8	↓	1,6	↓	2,4	↓	1,5	↓
Japón	-0,7		-0,2	↑	3,1	↓	3,0	↑
Reino Unido	1,3	↓	1,1		2,0	↓	1,9	↓
Zona euro	1,9	↓	1,8	↓	1,5	↓	1,3	↓
Asia excl. Japón	7,4		7,0	↓	6,2	↓	6,9	↓

Inflación, en %(A)

Septiembre 2011	2011				2012			
	Consenso		AXA-IM		Consenso		AXA-IM	
	última revisión		última revisión		última revisión		última revisión	
Estados Unidos	3,0		2,8	↑	2,1		2,1	↓
Japón	0,3		0,4	⊖	0,2		0,6	
Reino Unido	5,2	↑	4,6	↑	3,3	↓	3,2	↑
Zona euro	2,6		2,4	↓	1,9			↓
Asia excl. Japón	5,4	↑	5,0		4,5	↓	4,2	

Fuentes: Datastream a 6 de septiembre de 2011

Bonos a 10 años

Países	7-sept.-11	Previsiones AXA IM		Plazo 12 meses septiembre-12
		3 meses diciembre-11	12 meses septiembre-12	
Estados Unidos	1,97	2,25	2,40	2,27
Japón	0,98	1,40	1,30	1,17
Reino Unido	2,32	2,60	2,80	2,64
Zona Euro	1,87	2,20	2,50	2,10

Fuentes: Bloomberg a 6 de septiembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

Tipos oficiales (fin de período)

Países	7-sept.-11	Previsiones AXA IM						Ultima decisión		
		3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12	Tipos	Sesgo*	
EE UU <i>Fed funds</i>	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	-75 (16/12/08)	+
Zona Euro <i>ECB repo</i>	1,5	1,5	1,5	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	+25 (07/07/11)	-
R.U. <i>BoE base</i>	0,5	0,5	0,5	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	-50 (05/03/09)	0
Japón <i>JP overnight</i>	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	-5 (05/10/10)	+

* expansiva +, neutra 0, restrictiva -

Fuentes: Bloomberg a 6 de septiembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

Tipos de cambio

Divisas	7-sept.-11	Previsiones AXA IM		Plazo 12 meses septiembre-12
		12 meses septiembre-12	Variación en %	
USD/JPY	77	80	3,8%	77
EUR/USD	1,42	1,40	-1,3%	1,42
EUR/JPY	109	112	2,5%	108
EUR/GBP	0,88	0,85	-3,3%	0,88
GBP/USD	1,61	1,65	2,1%	1,61

Fuentes: Bloomberg a 6 de septiembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

Estas provisiones no constituyen una referencia fiable con respecto a las rentabilidades futuras. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



Clase de activos	Rentabilidades a	07/09/2011	En divisa local			
			Rent. -1M	Rent. -3M	Rent. -12M	Rent. desde el principio de año
	Región/ País		en %	en %	en %	en %
Universo de Renta Fija						
Bonos del Estado						
	Estados Unidos (Indice Barclays US Treasury)		3,0	5,6	6,8	8,7
	Europa (Indice Barclays Euro Agg Government)		5,4	5,9	-0,5	7,6
	Reino Unido (Indice BofA ML UK Gilts All Mats)		2,6	6,5	7,6	9,1
	Japón (Indice BofA ML JP All Mats)		0,2	1,2	2,1	1,6
Bonos indexados						
	Estados Unidos (Indice Barclays Glb Infl US)		1,7	6,6	13,1	12,4
	Europa (Indice Barclays Euro IL BD All Mats)		0,9	3,4	5,2	5,6
	Reino Unido (Indice Barclays Glb Infl UK)		0,3	4,4	11,1	8,6
Crédito <i>Investment Grade</i>						
	Estados Unidos (Indice BofA ML Corp Master)		0,3	2,7	6,9	6,9
	Europa (Indice BofA ML EMU Corp)		-0,4	0,5	0,8	2,3
High Yield						
	Estados Unidos (Indice BofA ML US HY Master II)		-2,6	-3,9	7,2	1,6
	Europa (Indice BofA ML Euro High Yield)		-4,4	-8,9	-1,3	-3,3
Bonos emergentes						
	en moneda local (rent. en \$) (Indice JPM GBI-EM Global Composite)		-0,7	-0,3	12,1	7,3
	en divisas fuertes (Indice JPM EMBI Global Composite)		0,3	3,2	7,2	7,7
Renta Variable (Indice MSCI, rentabilidad total)						
MSCI Mundo						
	Estados Unidos		-3,5	-11,7	-1,0	-10,7
	Europa		-2,5	-8,9	8,2	-5,9
	Europa <i>Small caps</i>		-5,2	-18,3	-11,6	-16,7
	Europa <i>Small caps</i>		-3,5	-21,2	-6,0	-19,2
	Zona Euro		-10,5	-23,5	-17,8	-21,4
	Francia		-8,7	-22,1	-14,7	-18,6
	Alemania		-16,1	-26,4	-14,8	-24,6
	Italia		-11,7	-30,2	-27,7	-27,1
	España		-8,5	-20,7	-23,2	-16,5
	Reino Unido		-1,4	-11,3	-1,9	-10,0
	Suiza		3,6	-16,1	-14,2	-14,6
	Japón		-8,2	-9,3	-10,9	-17,9
	Mercados emergentes		-3,0	-11,0	-3,4	-12,6
	Asia		-6,2	-13,5	-3,7	-12,9
	Europa del Este		-6,4	-13,0	-0,3	-12,3
	América Latina		5,0	-6,1	-6,8	-13,8
Materias primas (S&P GSCI Rentabilidad total)						
	Indice global Materias primas (<i>light energy</i>)		2,8	-1,8	21,1	0,7
	Energía últimos datos (Brent)	111,17	0,8	-8,1	18,9	0,8
	Metales industriales últimos datos (Cobre)	8933	-1,8	-6,4	9,4	-8,5
	Metales preciosos últimos datos (Oro)	1887,55	12,8	19,7	55,7	31,9
	Productos agrícolas		6,6	0,9	30,0	0,6
Divisas						
	€1 = ... USD últimos datos	1,403	1,1	3,9	-9,0	-4,6
	\$1 = ... YEN últimos datos	77,1	1,8	3,8	8,4	4,9
	£1 = ... USD últimos datos	1,600	2,3	2,1	-3,8	-2,2
	\$1 = ... YUAN últimos datos	6,3908	0,8	1,4	5,8	3,0

Fuente: Datastream, AXA IM

Estas previsiones no constituyen una referencia fiable con respecto a las rentabilidades futuras.
 Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.



06/09/2011	Indice	Rentabilidad Bonos a 10 años	Rentabilidad mercados		Cotiz./Benefici (1)		Crecimiento de beneficios en % (2)		(1)/(2) crecimiento	
			R.V.	Renta Fija	2011	2012	2011	2012	2011	2012
			desde principios de año en moneda local							
Estados Unidos S&P 500	1165,2	1,98	-7,3%	14,85%	12,5	11,0	16,5	13,8	0,8	0,8
Canadá TSE300	12518,5	2,23	-6,9%	11,46%	14,0	12,2	29,5	14,7	0,5	0,8
Japón Topix	741,2	0,96	-17,5%	2,84%	13,0	10,6	19,6	22,8	0,7	0,5
Zona euro DJ STOXX 50	2080,1	1,84	-25,5%	12,36%	8,1	7,3	5,5	9,9	1,5	0,7
Alemania DAX	5194,0	1,84	-24,9%	12,35%	8,5	7,6	2,0	12,9	4,3	0,6
Francia CAC40	2965,6	2,70	-22,1%	8,97%	8,5	7,8	7,5	9,9	1,1	0,8
Reino Unido FTSE 100	5156,8	2,51	-12,6%	12,53%	9,5	8,5	18,0	11,9	0,5	0,7
Italia MIB	14049,7	5,50	1,7%	-1,25%	8,5	7,3	14,4	16,3	0,6	0,4
España Madrid General	802,2	5,21	-20,1%	6,47%	9,0	7,9	-2,1	13,2	-4,3	0,6
Holanda AEX	273,3	2,39	-22,9%	10,35%	8,3	7,6	20,2	8,7	0,4	0,9
Bélgica Bel 20	2109,9	4,17	-18,2%	2,21%	15,3	9,8	-19,0	56,8	-0,8	0,2
Suiza SMI	5367,2	0,93	-16,6%	8,72%	11,8	10,4	-1,8	14,0	-6,5	0,7
Suecia OMX	887,3	1,87	-23,2%	13,43%	10,5	9,6	4,0	9,9	2,6	1,0

Fuente: Datastream; IBES; Reuters
n.s. = no significativo / n.a. = no disponible

Estas previsiones no constituyen una referencia fiable con respecto a las rentabilidades futuras.
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Abreviaturas

1T05	primer trimestre 2005	FMI	Fondo Monetario Internacional	BRL	real brasileño
1S05	primer trimestre 2005	IPC	Indice de precios al consumo	EUR	euro
cvs	corrección de variaciones estacionales	ISM	Institute of Supply Management	GBP	libra esterlina
ncvs	no corrección de variaciones estacionales	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos	IDR	rupia indonesia
r.a.	en tasa anual	OPEP	Organización de países exportadores de petróleo	INR	rupia india
pp	punto porcentual	PIB	Producto interior bruto	HKD	dólar de Hong Kong
(M)	variación mensual	PMI	Indice de gestión de compras	JPY	yen
(T)	variación trimestral	QEII	Segundo programa de facilidades cuantitativas	KRW	won surcoreano
(A)	tasa interanual	QEIII	Tercer programa	RMB	renminbi chino (yuan)
C/B	cotización/ beneficios			RUB	rublo ruso
[D]	escala derecha (gráfico)			USD	dólar americano

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, se dirige a profesionales del sector del mercado de valores y no constituye ni asesoramiento en materia de inversión, ni oferta o recomendación de inversión en los mercados de valores. Se ha establecido sobre la base de datos, proyecciones, pronósticos, previsiones e hipótesis subjetivas. Consecuentemente el receptor de esta información debe tener presente que la evolución de las variables económicas y los valores de los mercados financieros pueden cambiar significativamente y ser diferentes a los análisis e indicaciones que figuran en este documento.

La información técnica incluida en el documento ha sido facilitada por proveedores profesionales de información económica, estadística y del mercado de valores. AXA INVESTMENT MANAGERS no asume responsabilidad alguna por aquellas decisiones que se adopten en base a la información facilitada en este documento informativo y no asume como propias los análisis, opiniones, proyecciones y previsiones contenidas en el mismo. Asimismo, AXA INVESTMENT MANAGERS declina toda responsabilidad por el uso incorrecto o inadecuado de la información contenida en el presente documento.

Al recibir la información contenida en el presente documento, los destinatarios deben tener en cuenta que (i) el mercado financiero es fluctuante y que está sujeto a variaciones, que (ii) los tipos de cambio pueden sufrir oscilaciones que incidan directamente en la rentabilidad de las inversiones, tanto al alza como a la baja y que (iii) la información contenida en el documento no debe ser divulgada a terceros y su reproducción total o parcial está sujeta a autorización previa de AXA INVESTMENT MANAGERS.