

Durante el último trimestre de 2009, se confirmó la recuperación económica iniciada en el trimestre anterior. Mientras que la reactivación de las exportaciones y los planes de ayuda a las economías motivaron el crecimiento mundial, se mantuvieron las políticas monetarias expansivas. Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales empezaron a preguntarse sobre las estrategias de salida de las medidas cuantitativas adoptadas desde finales de 2008, asegurando a la vez el mantenimiento de sus tipos directores en niveles bajos.

Al mismo tiempo, las políticas económicas de ayuda masiva a los sectores bancarios y a las economías han generado déficits públicos y han incrementado los volúmenes emitidos de deuda pública. Los inversores empezaron a dudar sobre la sostenibilidad de tales evoluciones y, en consecuencia, se tuvieron que incrementar los tipos de interés de la deuda pública, penalizando a los mercados de renta fija. Algunos Estados se vieron especialmente en apuros, sobre todo en el mercado de los *Credit Default Swaps* los diferenciales de Grecia o de Japón se incrementaron significativamente en términos relativos, mientras que se redujeron las calificaciones crediticias de la deuda soberana griega, mexicana e islandesa, viéndose además la deuda japonesa amenazada por la misma circunstancia.

Existiendo todavía una liquidez extremadamente abundante en los mercados, continuó la recuperación del apetito por los activos de riesgo. En consecuencia, los mercados de renta variable registraron buenas rentabilidades durante el trimestre, ganando un 6% a nivel mundial. La renta variable de los países emergentes ganó más de un 10% y la de los Estados Unidos y Reino Unido entre un 8 y un 9%. Europa se quedó a la zaga, ganando menos de un 3%. El mercado de renta variable japonés se mantuvo alejado de esta tendencia alcista, cediendo terreno ligeramente, afectado por una coyuntura económica considerada como muy frágil y sobre todo por la apreciación de su divisa. Se confirmó la preferencia de los inversores por la deuda corporativa: los mercados de crédito se comportaron muy bien, superando el tramo « *High Yield* » al compartimento « *Investment Grade* ». Esta preferencia por la renta fija privada permitió la recuperación intensa de las emisiones, anticipando los mercados una disminución de las tasas de impago en 2010.

Debido a la reactivación de la actividad mundial y a la mejora de las perspectivas económicas, se incrementó el precio del petróleo, rozando los 80 dólares por barril, y devolviendo la tasa anual de inflación a terreno positivo en noviembre de 2009, en la Zona Euro y en los Estados Unidos, respectivamente en el 0,5% y en el 1,9% en clave anual.

En los mercados de divisas, durante el trimestre, el euro se depreció frente al dólar, fijándose el cambio en 1,43 USD por cada euro al final de diciembre, debido al riesgo soberano griego y a las buenas estadísticas de la economía americana. En cuanto al yen, se apreció frente al dólar alcanzando un máximo de 14 años al final del mes de noviembre, situándose en 86 JPY por 1 USD.

La reactivación de las economías continúa

En las economías desarrolladas, las encuestas de coyuntura, sobre todo para el sector empresarial, siguieron mejorando en el último trimestre de 2009, aunque sin embargo a un ritmo menos sostenido que anteriormente, indicando incluso algunas encuestas un momento de pausa a final de año. De esta forma, se incrementa el contraste con el continente asiático, todavía impulsado por la locomotora china.

En los **Estados Unidos**, el PIB registró un crecimiento modesto durante el 3T09, revisado a la baja en varias ocasiones, debido a la ralentización de la reconstitución de los stocks, al repunte del sector inmobiliario y a los incentivos fiscales a favor de este sector y del sector del automóvil. La ayuda aportada por el gasto público ha sido considerable, y la contribución, del comercio exterior al crecimiento, positiva gracias al desplome de las importaciones. En el 4T09, probablemente habrá seguido mejorando el crecimiento en virtud de la continuación de la tendencia alcista reflejada por las encuestas de coyuntura, aunque se haya podido constatar un cierto estancamiento de esos indicadores. Por lo tanto, después de haber empeorado en noviembre, el ISM industrial volvió a mejorar el mes siguiente, mientras que el ISM servicios volvió a situarse por encima de la barrera de los 50 justo al final del año.

En **Japón**, después de experimentar un repunte en el 2T09, el PIB siguió creciendo en el 3T09, aunque sin embargo a un ritmo más modesto (revisado al 0,3%(T), después del +0,7%(T) en el 2T). La causa: la continua disminución de la inversión. La contribución del comercio exterior al crecimiento, aún siendo positiva, también se redujo, debido a la fortaleza del yen. El consumo privado mantuvo el dinamismo, arrastrado por las medidas presupuestarias aplicadas por los distintos gobiernos japoneses para sostener el crecimiento. A final del año, el nuevo Gobierno anunció un nuevo plan de reactivación por un importe de 7,2 trillones de yenes para el año fiscal en curso,

finalizando a últimos de marzo de 2010. Según la evolución del Tankan, a final de año, la recuperación se estancaría más en el 4T09, afectada por la apreciación del yen.

La economía china nos sorprendió una vez más con un incremento del PIB superior al 10% anual en el 3T09. La inversión pública fue especialmente dinámica impulsada por unas políticas monetaria y de crédito muy expansivas, mientras que la inversión privada crecía en menor medida. Los datos más recientes sobre las exportaciones siguieron indicando una reactivación intensa del comercio exterior chino, volviendo de esta forma a territorio positivo en clave anual en diciembre.

En la **zona euro**, la actividad se reanuda progresivamente, impulsada por la mejora de las exportaciones y de la producción industrial. El continuo incremento de las tasas de desempleo seguirá afectando al consumo privado, que ha disminuido un 0,2%(T) en el 3T09, mientras que el proceso de desendeudamiento de las economías domésticas en algunos países restringe con fuerza el gasto de los hogares. Desde entonces, continuaron mejorando las encuestas en los sectores industriales y de servicios, aunque sin embargo con algunos sobresaltos. A lo largo del 4T09, la actividad debería por tanto haberse beneficiado de la continuación del repunte industrial y del comercio exterior, así como del fenómeno de reconstitución de los stocks.

Durante el cuarto trimestre de 2009, las **políticas monetarias siguieron en general siendo muy expansivas**. Sin embargo, pudimos observar un principio de normalización de los tipos directores de algunos bancos centrales, en aquellos países en los que se hubiera producido una recuperación marcada de la actividad y/ o donde hubieran reaparecido los temores inflacionistas. Así pues, en octubre, el Banco de Australia empezó a incrementar su tipo objetivo, pasando del 3 al 3,25%, después al 3,5% en el mes de noviembre. En el ámbito de las economías desarrolladas, Israel y Noruega igualmente subieron sus tipos, en 25 puntos básicos cada uno. En Asia, fue Vietnam quien decidió un primer incremento de un punto, hasta el 8%, en noviembre.

En los Estados Unidos, en la Zona Euro y en Japón, los tipos directores no sufrieron cambios, y los bancos centrales continuaron suministrando liquidez a sus sistemas bancarios. Así pues, en los Estados Unidos, continuaron aplicándose los programas de compra de títulos de deuda a largo plazo. En Europa, la última operación de refinanciación a largo plazo (LTRO) a 12 meses del BCE inyectó 96.000 millones de euros de liquidez a las instituciones financieras de la zona. El Banco de Japón (BoJ) decidió una inyección de liquidez por importe de 10 trillones de yenes adicionales en diciembre, operación de refinanciación a tres meses a un tipo fijo del 0,1%. La Fed anunció la prolongación de su programa de compras de MBS hasta finales de marzo de 2010.

Sin embargo, al mismo tiempo, los bancos centrales empiezan a plantearse la mejor estrategia de salida, al menos en relación con las medidas cuantitativas de su política monetaria. Así pues, el BoJ anunció el final de las compras de títulos de deuda privada, adoptada en 2008 y que culminó en diciembre. El BCE anunció que sus últimas operaciones de largo plazo a 12 y a 6 meses, respectivamente en diciembre de 2009 y en marzo de 2010, serían las últimas de este tipo, manteniendo abiertas sus operaciones a más corto plazo. En 2010, se irá retirando progresivamente liquidez en estas economías.

Laurence CHIEZE-DEVIVIER

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.