

Durante el tercer trimestre de 2009, la coyuntura económica siguió mejorando, definiéndose cada vez más la recuperación de la economía mundial. Así pues, el FMI revisó al alza sus previsiones de crecimiento para la economía mundial, en 0,6 puntos, fijándolo en el 3,1% para el próximo año. En efecto, la actividad ya se ha recuperado, con unas tasas de crecimiento positivas durante el 2T09, en varias economías desarrolladas (Japón, Alemania, Francia). La actividad mundial se ha mantenido por la resistencia manifestada por las economías asiáticas y sobre todo por las intervenciones masivas de los poderes públicos, gobiernos y bancos centrales, reduciendo especialmente la incertidumbre y el riesgo sistémico en los mercados financieros. La reunión del G20 celebrada a finales de septiembre definió un marco para permitir un crecimiento duradero y equilibrado, poniendo el énfasis especialmente, ante la fragilidad de la reactivación, en la necesidad de mantener las políticas monetarias y presupuestarias de sostenimiento de la actividad.

Al mismo tiempo, los inversores han recuperado el apetito por el riesgo. Así pues, los mercados de renta variable registraron resultados interesantes durante el trimestre, con un incremento del 12,8% a nivel mundial. Las acciones de los países emergentes ganaron más de un 16%, mientras que Europa, alentadas por el reajuste de las entidades financieras subieron más de un 20%. Por el contrario, Japón registró solamente una subida del 2% y Estados Unidos del 11%. En particular, el final del trimestre se vio marcado por una situación de espera, pues el mercado de renta variable global ganó solamente un 2,1% en septiembre.

Paralelamente, los bonos del Estado perdieron terreno, después de un primer semestre de incrementos bastante marcados. La bajada de los tipos americanos fue del orden de 20 puntos básicos, después de una subida de casi 150pb en el 1S09. En Europa la bajada fue menos intensa, de solo 15pb, para una subida de aproximadamente 40pb durante el 1^{er} semestre. Por último, en el Reino Unido, los tipos permanecieron prácticamente estables durante el trimestre, quedando bastante por encima de sus equivalentes (3,7% frente al 3,2% para el Bund). El mercado de crédito se comportó muy bien, donde la deuda « *high yield* » superó a la renta fija privada de alta calidad. El apetito de los inversores por los bonos corporativos permitió una fuerte recuperación de las emisiones, pero sin embargo las tasas de impago siguieron incrementándose.

A la estela de las sorpresas económicas positivas y de las expectativas de reactivación suscitadas, el precio del petróleo superó de nuevo los 70\$ por barril durante el mes de agosto de 2009, frente a los 36\$ a principios de 2009. Sin embargo, el efecto de los precios de la energía se mantuvo alto, al cual habría que añadir la atonía de la demanda, lo cual arrastró la inflación a la baja: la inflación americana se situó en el -1,9%(A) en julio de 2009 y en el -0,8% (A) en agosto en Europa. El oro siguió beneficiándose de su papel de valor refugio, así como de los temores inflacionistas en relación con el futuro y alimentados por las políticas monetarias extremadamente expansivas. En consecuencia, la onza de oro superó los 1.000\$ al final del mes de septiembre, ganando un 6,8% durante el trimestre.

En el mercado de divisas, durante el trimestre, el euro se apreció frente al dólar y frente a la libra (+4% y +7% respectivamente). Estas dos divisas se vieron perjudicadas por unas políticas monetarias extremadamente expansivas, principalmente por la explosión de los balances de los bancos centrales y por los programas masivos de recompras de títulos tóxicos. Con respecto al yen, el dólar también se ha depreciado mucho, más de un 6% durante el trimestre.

Confirmación de la mejoría coyuntural

Las encuestas de coyuntura, especialmente para el sector empresarial, mejoraron, indicando que el ritmo de crecimiento de la economía había vuelto a ser verdaderamente positivo durante el tercer trimestre en la mayor parte de las economías desarrolladas. Sin embargo, se ahonda el contraste con el continente asiático, arrastrado por la dinámica de recuperación de la locomotora china.

En **Estados Unidos**, el PIB retrocedió de nuevo en el 2T09, aunque a un ritmo más moderado (de 0,7% (T) anualizado). El soporte proporcionado por el gasto público ha sido considerable, y la contribución del comercio exterior al crecimiento fue positiva gracias al derrumbe de las importaciones. El gasto de las economías domésticas y la inversión de las empresas siguen siendo negativos, pero su retroceso es de menor amplitud. Los datos más recientes para el mes de septiembre indican una estabilización de la reactivación. El índice PMI del sector industrial (encuesta ISM) retrocedió ligeramente (de 52,9 a 52,6) después de ocho incrementos mensuales consecutivos, mientras que la confianza de las economías domésticas (encuesta del *Conference Board*) experimentaba un retroceso, también limitado (de 54,5 a 53,1). La pérdida de empleo siguió siendo elevada, con 263.000 puestos de trabajo destruidos, un alza con respecto al mes anterior (-201.000). Por lo tanto, después de haber disminuido en cerca de 2,1 millones en el 1T09, los fondos disponibles en el sector privado continuaron disminuyendo, pero a un ritmo menor (1,3 millones en el 2T tras los 770.000 en el 3T09). El ajuste en el mercado

de trabajo está moderándose, pero la tasa de desempleo sigue aumentando, situándose en el 9,8% en septiembre.

En **Japón**, después de cuatro trimestres consecutivos de contracción, el PIB creció un 0,9% en el 2T09 con respecto al 1T. El comercio exterior contribuyó en un 1,3%, debido al incremento del volumen de las exportaciones y a la caída del volumen de las importaciones. Los intercambios con China constituyeron el 78% de la mejora experimentada por la balanza comercial entre el 1T y el 2T09.

La economía china se recupera rápidamente de las dificultades sufridas en 2008, tanto de las internas como de las externas. Después de haber alcanzado un mínimo del 6,1%(A) en el 1T, el crecimiento se aceleró en el 2T, con un 7,9%(A). En datos corregidos de efectos estacionales, el repunte es aún más marcado: +3,7% en un trimestre, es decir un 15,6% en tasa anualizada. Después de cuatro meses de estancamiento, las exportaciones crecieron un 5,9% (M), en julio.

En la **zona euro**, en el 2T09, la actividad se estabilizó (-0,1%T), arrastrada por el repunte del PIB en Francia y en Alemania (+0,3%T), mientras que la actividad se desaceleraba con menor intensidad que antes en Italia y en España. Este arranque se debe a un menor retroceso de las exportaciones y a la resistencia del consumo privado, sostenido especialmente por las primas al desguace a favor del sector automovilístico y a la deflación. En Alemania, la inversión se incrementó incluso ligeramente, gracias a la construcción que corrigió un 1T desastroso. La contribución del comercio exterior al crecimiento volvió a ser altamente positiva, debido a una disminución mucho mayor de las importaciones que de las exportaciones. En julio, las exportaciones se recuperaron un poco en toda Europa. Por otro lado, las encuestas sobre coyuntura siguieron mejorando, el PMI *composite* (industria y servicios) de la zona euro alcanzó el nivel 51 en el mes de septiembre. La confianza de los consumidores se va recuperando lentamente, en conexión con el incremento de la tasa de paro.

Durante el tercer trimestre de 2009, las políticas monetarias no sufrieron modificaciones: se mantuvieron extremadamente expansivas, a través de unos niveles muy bajos de los tipos directores, incluso próximos a cero, mientras que se mantuvo el recurso a las medidas no convencionales. Desde este verano, los bancos centrales se preguntan sobre las estrategias de salida que podrían ponerse en práctica. B. Bernanke expuso las distintas opciones posibles para la Fed, dando prioridad a la reducción del balance del banco central, destacando que estas medidas no se establecerán hasta que transcurra mucho tiempo. Por su parte, el BCE siguió siendo bastante más impreciso sobre la secuencia y el momento de aplicación de su estrategia de salida. Revisó al alza sus previsiones de crecimiento, que siguen siendo muy moderadas, mientras que la inflación no parece ser un tema de preocupación, por el momento.

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.