

Mientras se confirmaba la recuperación mundial, se extendieron los interrogantes sobre las finanzas públicas en Grecia, propagándose incluso al conjunto de los países europeos. Europa, después de haber anunciado un plan de soporte financiero conjunto con el FMI para Grecia, se vio obligada a establecer un programa de financiación más amplio de 720.000 millones de euros, en caso de necesidad de uno o de varios países más de la zona. Sin embargo, las tensiones no se calmaron del todo. Así pues, con el fin de clarificar la situación del sistema bancario europeo, Europa anunció la publicación para finales de julio de los resultados de los 'stress tests' de 91 bancos.

En los países desarrollados, dónde la recuperación ha sido menos intensa que en los países emergentes, las políticas monetarias han mantenido el sesgo expansivo. Si la mayor parte de los bancos centrales empezaron a retirar las medidas cuantitativas establecidas durante la crisis, el Banco Central Europeo tuvo que dar marcha atrás e instrumentar medidas adicionales no convencionales, frente a la desconfianza de los mercados con respecto a la deuda soberana europea. Mientras que algunas encuestas de coyuntura empezaron a perder el aliento en los países desarrollados, no tardaron en surgir de nuevo los interrogantes sobre la recuperación, hasta tal punto que el deterioro de las finanzas públicas europeas obligó a los gobiernos a adoptar o al menos a anunciar medidas adicionales de consolidación presupuestaria que afectarán sin duda al crecimiento el año próximo.

Con los interrogantes en torno al crecimiento, el precio del petróleo retrocedió, volviendo a los 75 USD por barril a finales del mes de junio. Y los mercados bursátiles de nuevo sufrieron las consecuencias, con pérdidas superiores al 3% durante el 2T. Pero fueron sobre todo las acciones europeas las que fueron víctima de los temores de los mercados sobre la sostenibilidad de la deuda europea, con pérdidas superiores al 8% durante el trimestre. La renta variable americana perdió solamente un 2,3%, mientras que las acciones de Asia emergente han seguido ganando más de un 5%. En este contexto económico menos optimista, han sido los valores cíclicos los más afectados, pero igualmente los financieros que perdieron más de un 6%, después de haber repuntado un 10% durante el primer trimestre. En este contexto europeo de agitación, el euro no se mantuvo al margen, alcanzando un mínimo de 1,19 el 7 de junio, es decir su nivel más bajo desde hacía más de cuatro años. En resumen, desde principios de año, el euro se ha depreciado más de un 14% con respecto al dólar.

Al mismo tiempo, con el incremento del riesgo soberano, el *Bund* jugó su papel de valor refugio, cayendo casi hasta el 2,5%. El oro también se vio beneficiado por estos movimientos, incrementándose su cotización un 8% durante el trimestre, al igual que las obligaciones del estado americanas a 10 años, cuyo tipo se situó por debajo del 3% a finales del mes de junio. Los *spreads* de la deuda pública europea se ampliaron de nuevo con respecto a la deuda pública alemana, alcanzando nuevos máximos para Grecia, Portugal, Irlanda y España; pero las dudas también se extendieron a Bélgica, Francia y a Austria, solamente Finlandia y los Países Bajos quedaron ajenos a este movimiento de desconfianza generalizada.

En las economías avanzadas, las encuestas de coyuntura siguieron mejorando a principios del segundo trimestre, para después mostrar signos de agotamiento.

En Estados Unidos, extinguido el efecto de los créditos fiscales a los compradores que accedían por primera vez a la vivienda en propiedad, y que finalizaron a principios del segundo trimestre, el sector inmobiliario residencial retomó su tendencia bajista, anulando el inicio de la recuperación motivado por el plan de reactivación. Las cifras de empleo también ensombrecieron la coyuntura, con unas cifras de creación de empleo en el sector privado todavía modestas, mientras que la consecuencia de las contrataciones pasadas en servicios públicos, por motivos de censo, hizo que disminuyera el empleo total no agrícola. En estas condiciones, la reactivación del consumo americano será menos intensa que en el pasado. Además, el índice ISM industrial, que había alcanzado en el mes de abril un nivel máximo desde hacía cerca de seis años, situándose por encima de 60, se quedó sin aliento, retrocediendo los dos meses siguientes para situarse en 56,2 en el mes de junio. La desaceleración de la actividad en el tercer trimestre es más que probable.

En Europa, la dinámica de reactivación también se debilitó. Aunque los indicadores de coyuntura siguieron mejorando en el mes de abril, posteriormente empezaron a retroceder, sobre todo el PMI industrial a partir del mes de mayo y el PMI servicios en junio. Los datos de ventas al por menor muestran igualmente que, pasado el efecto de los '*planes renove*', el consumo europeo tiene dificultades para encontrar un nuevo impulso, retrocediendo un 0,4% en mayo. Además, la estabilización de las tasas de paro no significa que la creación de empleo sea suficiente para invertir esta tendencia. En estas condiciones, las perspectivas de crecimiento corren el riesgo de desvanecerse en el segundo semestre.

Por otro lado, para un gran número de países emergentes, la actividad sigue bien orientada. Estas economías lideran la reactivación mundial. Sin embargo, en Asia, advertimos la desaceleración de la actividad industrial en el mes de junio. En general, con la disminución del '*output gap*' (diferencia entre PIB real y PIB potencial) y de las políticas económicas expansivas aplicadas desde la crisis, las tensiones inflacionistas empezaron a materializarse, sobre

todo vía precios de los alimentos. Algunos bancos centrales de los países emergentes prosiguieron con la restricción de las condiciones monetarias, iniciada a principios de año.

Así pues, las diferencias coyunturales han provocado ya distintas reacciones en materia de política monetaria. En el mes de abril, el Banco de Australia procedió a practicar un nuevo incremento de su tipo director en 25 pb (el 5º, fijándolo en el 4,25%), en respuesta a la reactivación del consumo especialmente dinámica. Los movimientos restrictivos de las políticas monetarias se han iniciado claramente, pero está teniendo lugar de forma dispersa. En Asia, además de Australia, Malasia e India ya han actuado. También es el caso de Brasil, donde el incremento de tipos esperado desde hacía tiempo ya se produjo a partir del mes de abril, incrementando el Banco Central Brasileño su tipo director en dos ocasiones, fijándolo de esta forma en el 10,25%.

En cambio, en el ámbito de las economías desarrolladas, frente a la considerable infrautilización de la capacidad productiva, la ausencia de tensiones inflacionistas sigue siendo el principal argumento de los bancos centrales para retrasar los incrementos de tipos. Así pues, ni la Fed ni el BCE parecen tener prisa para adoptar medidas restrictivas de política monetaria. Con la crisis de la deuda soberana europea, el BCE ha tenido que dar marcha atrás en su estrategia de salida, renovando sus operaciones de refinanciación a largo plazo a tres meses, a tipo fijo y en cantidad limitada, hasta finales del mes de septiembre y empezando a comprar títulos de deuda pública y privada. La Fed comunicó en junio que mantendría sus tipos directores en niveles bajos, durante un período de tiempo prolongado, en vistas de la modesta reactivación de la economía europea y de la ausencia de tensiones inflacionistas.

Laurence CHIEZE-DEVIVIER

*Este documento se ha elaborado exclusivamente con fines informativos. No constituye ni un elemento contractual, ni un asesoramiento de inversión. Se ha redactado en base a las informaciones, proyecciones, estimaciones, anticipaciones e hipótesis que conllevan una parte de juicio subjetivo. Sus análisis y sus conclusiones son la expresión de una opinión independiente, formada a partir de las informaciones disponibles en una fecha concreta. Así pues, teniendo en cuenta el carácter subjetivo e indicativo de estos análisis, les advertimos que la evolución real de las variables económicas y de las valorizaciones de los mercados financieros podrían desviarse significativamente de las indicaciones (proyecciones, estimaciones, anticipaciones e hipótesis) presentadas en este documento. Además, por razones de simplificación, las informaciones contenidas en este documento pueden ser solamente parciales. Son susceptibles de ser modificadas sin previo aviso y AXA Investment Managers Paris no tiene obligación de actualizarlas sistemáticamente.*

*Todos los datos se han establecido en base a informaciones hechas público por los proveedores oficiales de estadísticas económicas y de mercado. AXA Investment Managers Paris no asume ninguna responsabilidad derivada de la utilización de las informaciones contenidas en este documento ni sobre todo de ninguna toma de decisión de cualquier naturaleza en base a estas informaciones.*

*Además, teniendo en cuenta el carácter subjetivo de los análisis y juicios antes mencionados, es conveniente destacar que los equipos de gestión de AXA IM Paris o de sus filiales no emplean o siguen necesariamente las posibles informaciones, proyecciones, estimaciones, anticipaciones, hipótesis y/u opiniones contenidas en este documento, ya que actúan aplicando sus propias convicciones y respetando la independencia de funciones en el ámbito de la Sociedad.*

*Los destinatarios de este documento se comprometen a que el uso de las informaciones contenidas en el mismo se limite solamente a la valoración de sus propios intereses considerando las estrategias pretendidas. Toda reproducción parcial o total de las informaciones o del documento estará sujeta a autorización previa y expresa de la Sociedad.*

*Redactor: AXA Investment Managers Paris.*

*AXA Investment Managers Paris – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Sociedad de gestión de carteras titular de la autorización AMF N° GP 92-08 con fecha de 7 de abril de 1992 S.A con un capital de 1.384.380 euros inscrita en el registro mercantil de Nanterre con el número 353 534 506.*