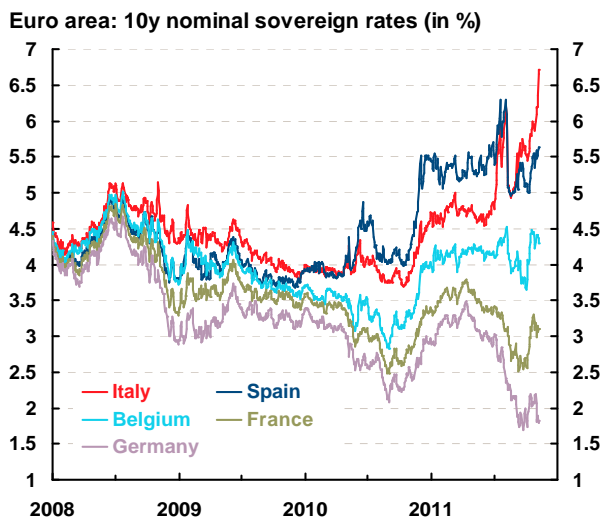


por

Raphaël Gallardo  
& Franz Wenzel

**Gráfico 1: Zona Euro, tipos soberanos a 10 años**



## La batalla de Italia

### Puntos clave

- La respuesta política dada a la crisis europea en las cumbres de la UE y del G20 ha resultado ampliamente insuficiente para contener los efectos de contagio de una posible quiebra de Grecia.
- Italia, sometida a las presiones de los mercados, sigue sin disponer de una estrategia creíble de salida de la crisis. Resulta necesaria, y probable, la intervención del BCE para evitar un incremento desmedido del coste de la deuda italiana.
- La buena salud de la demanda interna en China y en Estados Unidos es un factor que aporta tranquilidad.
- Los bonos soberanos de mejor calidad siguen siendo nuestra clase de activos favorita.
- El riesgo ligado al Crédito parece estar mejor remunerado que el de otras clases de activos; el potencial alcista de la renta variable parece debilitado.

Las estadísticas económicas del mes transcurrido atenuaron el espectro de una recesión mundial inminente. Los indicadores coyunturales sorprendieron al alza tanto en Estados Unidos como en China. El crecimiento de la economía norteamericana se alejó de la zona crítica del 1%, y el ciclo chino confirmó su aterrizaje suave. Esta mejoría de la coyuntura, bien acogida por los mercados, no debería ocultar el incremento continuo del riesgo sistémico europeo, de alcance mundial.

## Desunión europea

Al día siguiente de la cumbre europea celebrada el 26 de octubre, existían luces de esperanza. El acuerdo logrado el día anterior superaba las expectativas de los mercados. La situación de los bancos confirmaba la necesidad de establecer unos tests de resistencia más creíbles (quitas de valor de mercado de las deudas soberanas, objetivo de fondos propios duros del 9%) y prometía el establecimiento de garantías públicas para las deudas bancarias no colateralizadas a nivel de la Unión. El acuerdo sobre Grecia consideraba un segundo plan de 130.000 millones de EUR, de acuerdo con las expectativas, y un programa más realista de reestructuración voluntaria de la deuda (50% de descuento nominal, permutando el resto hasta un 70% por títulos a 30 años). Finalmente, se acordó una ampliación del FESF hasta un billón de euros recurriendo a un efecto de apalancamiento pendiente de definir. Aunque seguía existiendo cierto grado de confusión general, el anuncio del consenso alcanzado por los jefes de Estado sobre estos tres asuntos clave hacía pensar que Europa tomaba de nuevo la iniciativa en la gestión de la crisis. Este programa debía ser refrendado por la comunidad internacional en la reunión del G20 a celebrar en Cannes. ¡Ay! La dinámica de confianza generada desde Bruselas se vio anulada dos días más tarde por el anuncio del referéndum griego sobre el segundo plan de ayuda.

La condena unánime de este giro inesperado de Atenas evidenció el callejón sin salida que suponía el problema griego: incapacidad del Estado para emprender reformas estructurales; persistencia de los déficits gemelos (presupuestario y externo) después de dos años de recesión; rechazo de las medidas de austeridad por la población; imposibilidad de afrontar una reestructuración creíble de la deuda sin una condonación masiva de deuda, corriéndose el riesgo de desencadenar los CDS; persistencia de la estrategia de contracción presu-

pueraría en el segundo plan de ayuda. Este espectáculo de total incompreensión entre Grecia y sus socios sirvió a partir de este momento para respaldar la tesis extrema de una posible salida de la Zona Euro, escenario considerado hasta entonces como inconcebible. Grecia acababa de derribar un segundo tabú: no solamente era posible la quiebra de un Estado soberano en el ámbito de la Zona Euro (ISP<sup>1</sup> de julio), sino que también era verosímil la salida de un Estado de la zona.

## Todos los caminos conducen a Roma

Al igual que en el mes de julio, este salto cualitativo en la percepción de la crisis desencadenó las especulaciones contra el segundo país enfermo de Europa, es decir Italia, paralizada por los últimos estertores del reinado caótico de Berlusconi. Ahora bien, los gobiernos europeos no tienen capacidad para socializar el riesgo soberano de Italia. El anuncio del « apalancamiento » del FESF hasta un billón de euros se revelaba poco realista. La garantía por el Fondo del riesgo de incumplimiento crediticio hasta un 20% de las nuevas emisiones soberanas periféricas, considerada en la cumbre europea, es una opción factible, permitiendo en teoría la obtención de un efecto de apalancamiento de 5. Pero el límite del 20% nos parece muy insuficiente para reabrir el mercado de capitales a los países en crisis. El riesgo de incumplimiento crediticio de estos Estados soberanos está en efecto demasiado concentrado y correlacionado, originándose unas pérdidas mucho mayores en caso de incumplimiento (cf. el precedente griego del 50%), sobre todo en un contexto de entrada en juego del MES a partir de 2013 (que « institucionaliza », bajo ciertas premisas, la asunción del coste (*bail-in*) por los acreedores privados en caso de reestructuración de deudas soberanas). Un efecto de apalancamiento de 2 y no de 5 parece por tanto más realista. Además, la invitación ampliada a las potencias extra-europeas para coinvertir junto con el FESF en un instrumento de inversión dedicado sigue sin obtener respuesta. Las grandes potencias emergentes parecen estar dispuestas a respaldar los esfuerzos europeos a través del FMI (que goza de una jerarquía absoluta), pero se niegan a soportar de forma directa el riesgo europeo periférico.

<sup>1</sup> Implicación del sector privado

## La opción del FMI

El FMI sigue siendo por tanto la única institución con capacidad para reforzar el dispositivo anti-crisis, en un momento en el cual la inminencia de un posible incumplimiento crediticio por parte de Grecia exige el establecimiento urgente de los medios necesarios para evitar el contagio. El FMI dispone de 750.000 millones de USD en fondos prestables desde la reforma de 2009, y varios Estados son proclives a un incremento de sus recursos hasta el billón de USD (mediante un acuerdo global o a través de préstamos bilaterales). Pero el Fondo no tiene la flexibilidad necesaria para actuar a corto plazo y evitar el contagio. Para ello, debería poder movilizar unos recursos considerables e intervenir en los mercados secundarios de deuda periférica (el BCE ha aplicado ya para tal finalidad 110.000 millones de EUR desde el mes de agosto). Al contrario, su función tradicional consiste en ser un prestamista condicional de último recurso, lo cual implica el desembolso progresivo de préstamos a los Estados, e implica estabilidad, credibilidad y visibilidad de la política económica de los países perceptores. En la reunión del G20 se planteó en efecto la creación de nuevas líneas de crédito más flexibles para esta clase de intervención, pero la cuestión de la magnitud de estos programas sigue siendo una controversia: las necesidades de financiación de Italia en 2012 (350.000 millones de EUR) representan más de treinta veces su cuota y absorbería por sí sola más de la mitad de los recursos del FMI. Tales condicionantes dejan al BCE como único guardián de la estabilidad del sistema, tarea que debería afrontar con determinación reduciendo los tipos a corto hasta cero y lanzando un verdadero programa de flexibilización cuantitativa a principios de 2012.

La próxima constitución de un Gobierno tecnócrata en Italia abre el camino de la implicación del FMI en la gestión de la crisis italiana. Sin embargo, la crisis europea ha alcanzado una fase crítica en la cual las presiones receptoras, presupuestarias y bancarias (*credit crunch*) se retro-alimentan. Las últimas cumbres celebradas han demostrado que la socialización de las pérdidas por el sector público de las potencias económicas (europeas o no) ha alcanzado su límite. Europa debe emprender amplias reformas institucionales para recuperar la credibilidad de la Zona Euro, además de las intervenciones monetarias puntuales para evitar que el contagio griego no transforme los

escenarios de riesgo extremo en profecías retroalimentadas.

## Estados Unidos: crecimiento sin confianza

Del otro lado del Atlántico, la situación coyuntural ha mejorado sensiblemente. El PIB del 3T11 superó las expectativas, situándose en el 2,5%(T) cvs r.a., impulsado por la inversión empresarial (16,5%) y por el consumo (2,5%), y todo ello a pesar de la importante disminución de los stocks (-0,9% del PIB). El ajuste del nivel de existencias debería finalizar en el 4T11 y el incremento de los rendimientos reales del trabajo (creación de empleo y horas trabajadas al alza a pesar de la disminución de los salarios reales) presagian la continuación del crecimiento del consumo del orden del 2%. La inversión debería moderarse en torno al 4%, impulsada todavía por un crecimiento de los beneficios y por una tasa elevada de autofinanciación.

Estas fuerzas constituyen una base de crecimiento apreciable, pero no permiten que el PIB americano abandone la zona pantanosa del 2%. Además, el nivel de confianza de los consumidores y de las PYMES sigue siendo bajo, y la disminución de la tasa de ahorro registrada en el 3T11 podría corregirse rápidamente. El ciclo americano sigue siendo por tanto vulnerable a los acontecimientos negativos externos, sobre todo al contagio de la crisis europea y a la evolución de la política presupuestaria.

El deterioro de los datos recogidos en la encuesta *Senior Loan Officer Survey* de la Fed (3T11) demuestra que el contagio de la crisis europea estaba afectando ya a las condiciones crediticias del otro lado del Atlántico. La política presupuestaria sigue siendo una incógnita importante para 2012. El Súper-comité encargado de establecer un programa de austeridad para los diez próximos años está paralizado por el mismo diálogo de sordos que causó estragos este verano con ocasión de las negociaciones sobre la eliminación del techo de la deuda. En ausencia de consenso sobre el plan a 10 años, parece difícil esperar que se produzca un acuerdo bipartidista para neutralizar íntegramente el efecto recesivo de la terminación de las últimas medidas de estímulo a finales de año (amortización acelerada de las inversiones, disminución de las cargas salariales, inversiones en infraestructuras...). Apostamos por tanto por un ajuste presupuestario del orden del 1% del PIB en 2012, aunque el riesgo está en que esta cifra alcance el 2% del PIB en caso de *statu quo*.

## China: inflexión monetaria a la vista

En **China**, los últimos datos registrados confirman la tesis del aterrizaje suave. Las exportaciones prosiguen su tendencia de desaceleración, pero el consumo se mantiene sólido (ventas al por menor estabilizadas en torno al 10%(A)), así como la inversión (con un crecimiento del 20% del capital fijo total en términos reales). La producción industrial está experimentando una desaceleración muy gradual desde junio, pero conservó una tasa de crecimiento del 13,5%(A) en octubre. Los indicadores adelantados coincidentes, tales como las encuestas PMI del mes de octubre, anunciaban además un repunte de las órdenes de compra industriales. Los indicadores más adelantados (aquellos calculados por la OCDE o por la BNS, así como la confianza de las economías domésticas y de las empresas) siguen mostrando una desaceleración muy gradual de la actividad a partir del 8,4%(A) registrado en el 3T11.

La estabilización de los precios del porcino y de los efectos de base favorables debería volver a situar la inflación en torno al 4,5% en diciembre. Las encuestas PMI confirmaron además que las presiones inflacionistas más allá de la cadena industrial se han disipado con rapidez. Esta moderación de los precios debería permitir la vía de la tan anhelada flexibilización monetaria a finales de año o a principios de 2012, probablemente en forma de disminución del ratio de reservas obligatorias.

## Riesgo asimétrico y bajista

Podemos alegrarnos por las buenas noticias coyunturales procedentes de China y América, aunque éstas no deben ocultar el ámbito global y sistémico de la crisis europea. El riesgo sobre el escenario mundial sigue siendo asimétrico y bajista. El ciclo americano ha desafiado una vez más los pronósticos alarmistas del verano, pero sigue siendo vulnerable debido al conjunto de desequilibrios no corregidos evidenciados durante la última crisis (sector inmobiliario, endeudamiento de las economías domésticas, tasa de paro, déficit presupuestario). Al igual que en Europa, la política presupuestaria está sujeta a las restricciones de solvencia y de credibilidad; de tal forma que el soporte político principal tendrá un componente monetario (programa QEIII americano durante 2012; convergencia de los tipos a corto de la Zona Euro hacia el 0% y flexibilización monetaria a principios de 2012).

Hasta ahora, los emergentes han protagonizado el escenario de aterrizaje suave esperado a principios de 2011, aunque de forma dispersa (siendo Brasil el país más adelantado en este proceso). Queda por ver cuál será el impacto de la salida de los bancos europeos de ciertos mercados emergentes donde han contribuido a estimular la demanda interna durante los diez últimos años. Con una exposición total de 3,59 billones de USD, el sector bancario europeo financia toda la esfera emergente, muy por delante de los bancos americanos (764.000 millones de USD) y japoneses (311.000 millones de USD). Europa del Este parece la zona más expuesta al contagio europeo, tanto por su exposición a los intercambios comerciales como por la predominancia de los bancos europeos en los mercados locales de crédito. La denominación en divisas (euro o franco suizo) de un gran porcentaje de los préstamos domésticos agrava aún más el perfil de riesgo de ciertos países, sobre todo de Hungría.

## Asignación de activos: preferencia por la renta fija

A pesar de las tormentas que han sacudido al entorno político en Europa, la renta variable registró buenos resultados a nivel global durante el último mes, sostenida por unos datos económicos y por unos balances empresariales por encima de las previsiones, así como por la esperanza de poder encontrar una solución a la crisis de la deuda en euros. Repuntaron los tipos a largo plazo, en particular los de los países más defensivos como los Bonos del Tesoro americano, mientras que los tipos a largo plazo europeos siguieron dos caminos opuestos – tras la crisis de la deuda, los *Bunds* alemanes disminuyeron y los mercados de *spreads*, sobre todo italianos y españoles, repuntaron.

En términos de asignación de activos, sigue imponiéndose la prudencia aunque se hayan disipado recientemente algunos de nuestros temores. Los datos económicos mundiales y americanos en particular, más bien tranquilizadores, han permitido un respiro importante cuando se alejó el riesgo de recesión. Al mismo tiempo, el BCE sorprendió bajando su tipo director en 25 pb y los bancos centrales emergentes abandonaron la lucha prioritaria contra la inflación para centrarse aún más en el crecimiento, disminuyendo los tipos a corto plazo.

¿Deberíamos por tanto plantearnos una asignación más agresiva? Creemos que no. Sin lugar a dudas, la crisis de la deuda soberana europea sigue siendo el principal riesgo, estando la situación política lejos de quedar resuelta. A pesar de haberse alcanzado acuerdos importantes con ocasión de la cumbre del pasado 26 de octubre, la reunión del G20 que se celebró a continuación no generó ni de lejos el mismo entusiasmo. Siguen sin abordarse detalles cruciales y la disensión existente sobre el nivel de apalancamiento del FESF incrementa el malestar. Desde un punto de vista más cíclico, prevemos que los riesgos económicos se siguen inclinando hacia el lado del pesimismo, tal y como lo sugieren los indicadores adelantados. La valoración de conjunto de los activos con riesgo parece oscilar entre « neutra » y « barata ».

## Renta Fija: todavía positivos en Bonos del Tesoro americanos y Bunds

A escala mundial, los bancos centrales abrieron de nuevo las compuertas monetarias, pero en distintos grados. Mientras que la Fed puso en marcha su operación « *Twist* », el BoE se embarcó en su QEII, el Banco de Japón intentaba debilitar el yen y el RBA simplemente bajó sus tipos directores. El BCE también cambió de rumbo. El Sr. Draghi festejó su primera reunión como Presidente del BCE con una disminución de 25 pb de los tipos, pasando el tipo director del 1,5% hasta el 1,25%. Los mercados se vieron gratamente sorprendidos, aunque la tranquilidad duró poco debido a las nuevas tensiones surgidas sobre la situación griega y que ahora se han extendido a Italia. Podemos esperar que se produzcan nuevas disminuciones de tipos, probablemente a partir del próximo mes, acompañadas de otras medidas no convencionales. Desde principios del mes de agosto, el BCE ha adquirido casi 110.000 millones de EUR en bonos españoles e italianos (Programa de Mercados de Títulos), y en noviembre debe iniciarse el nuevo programa de compra de bonos titulizados (CBPP2). La oferta de liquidez queda igualmente garantizada por las operaciones de refinanciación de mercado a largo plazo (LTRO), con por ejemplo una LTRO a 13 meses prevista para diciembre. No obstante, el nuevo Presidente sigue excluyendo una monetarización explícita de la deuda pública.

Todo esto sugiere que los tipos a largo seguirán anclados en niveles extremadamente ba-

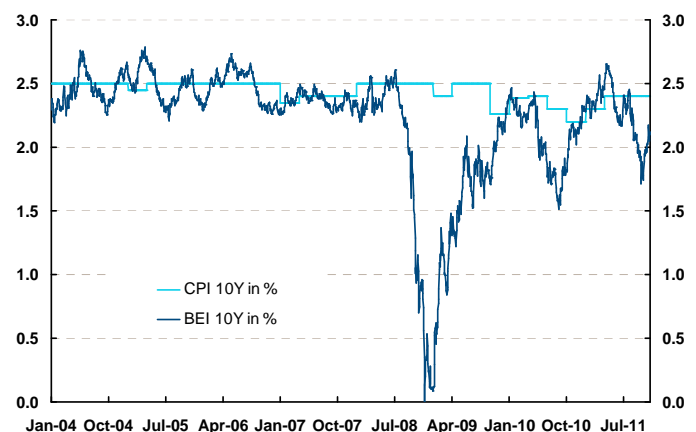
jos y que cualquier incremento de la aversión al riesgo determinaría una bajada de los tipos. Además, los factores técnicos y el posicionamiento de mercado también son favorables, en general, a esta clase de activos y sobre todo a uno de los últimos activos « sin riesgo » de la Zona Euro, es decir los bonos alemanes.

Por una vez, todos los ojos no se dirigen hacia los Estados Unidos, aunque no debemos olvidarnos de la revisión a la baja por parte de la Fed de sus previsiones de crecimiento del PIB y de inflación para los tres próximos años. Además, con el compromiso de mantener los tipos de los *Fed Funds* a cero hasta mediados de 2013 y el programa de ampliación de vencimientos establecido hasta finales de junio de 2012, seguimos apostando por el otro gran activo « sin riesgo », es decir los Bonos del Tesoro americano. Las medidas adoptadas por la Fed deberían en efecto impedir un incremento importante de los tipos a largo.

## Bonos vinculados a la inflación: mantener la prudencia

**Gráfico 2:**  
Estados Unidos: breakeven & anticipaciones de inflación

### US Breakeven & surveys of expected Inflation



En ausencia de datos destacables sobre inflación, los breakeven de inflación de EEUU a largo plazo se vuelven a situar en general en niveles medios de equilibrio a largo plazo (previsiones de inflación de la encuesta entre profesionales realizada por la Fed de Filadelfia, ver gráfico 2). Habiendo sorprendido de forma positiva los datos sobre crecimiento en el 3T, los breakeven invirtieron su tendencia bajista y recuperaron parte del terreno perdido. En la actualidad, los breakeven americanos se nego-

cion alrededor de 30 pb por encima de las previsiones de inflación a largo plazo (actualmente en torno al 2,4%) y por lo tanto, aconsejamos mantener la prudencia.

En Europa, la situación es diferente. Las anticipaciones de inflación fundamentadas en las encuestas del BCE siguen siendo muy estables en torno al 2%, mientras que los breakeven han seguido disminuyendo debido a la recesión en curso en la Zona Euro. Aunque **mantengamos una posición infraponderada a corto plazo**, reconocemos que **el tramo largo de la curva de breakevens ofrece valor**, sobre todo para los inversores a largo plazo que necesitan proteger su cartera frente a la inflación.

## Crédito: positivo para IG, neutro para HY

Los mercados de crédito registraron buenas rentabilidades en octubre, al igual que el resto de activos con riesgo. Los segmentos que se vieron más afectados durante el verano se apuntaron los mejores registros durante el mes pasado, los sectores con betas altos, como el *High Yield (HY)* y los soberanos EM, situados en cabeza. Desde un punto de vista regional, el Crédito europeo superó al Crédito americano, y por sectores, los financieros superaron a los no financieros.

No obstante, el optimismo se disipó posteriormente. Los decisores europeos respondieron más o menos a las expectativas, pero todavía faltan por precisar demasiados detalles para determinar una posición realmente más constructiva frente a la crisis de la deuda soberana, y por tanto para creer en la posibilidad de una menor volatilidad en los mercados financieros.

Debido a esta falta de visibilidad, creemos que tiene sentido exponerse solo de forma parcial a esta clase de activos. Seguimos **favoreciendo una posición larga en el segmento Investment Grade (IG)** debido a la valoración atractiva (con una hipótesis de tasa de recuperación del 40%, los *spreads* CDS a 07/11/2011 implican una tasa de impagos a 5 años IG del 14,6% en Europa y del 10,6% en Estados Unidos, es decir más del doble del máximo histórico) así como unos fundamentales sólidos de las empresas, sobre todo en Estados Unidos ya que tenemos más dudas sobre las perspectivas de beneficios en Europa para 2012. Por consiguiente, preferimos el Crédito americano al Crédito europeo, así como los sectores no financieros frente a los financieros.

Por lo que respecta al segmento HY, mantene- mos la posición neutra, a pesar de los factores técnicos y de una valoración y de unos funda- mentales favorables. En efecto, esta clase de activos sigue siendo una apuesta con una beta alta y es por tanto extremadamente sensible a las fluctuaciones del apetito por el riesgo.

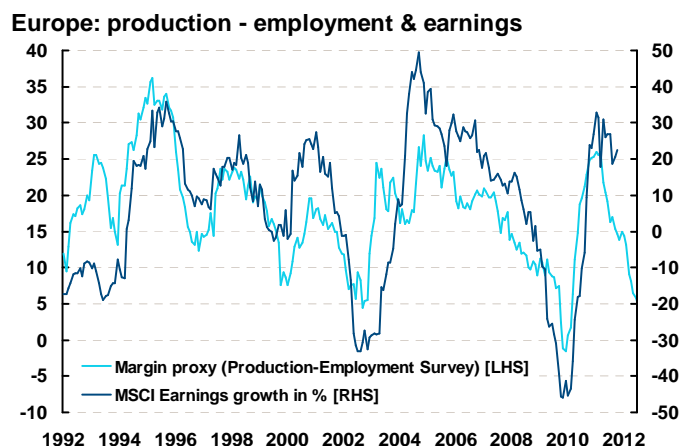
## Renta Variable: Estados Unidos sigue en cabeza

A pesar de unas noticias económicas espe- ranzadoras y de unas políticas monetarias más agresivas, varios factores nos obligan a guardar prudencia. En primer lugar, la desacele- ración coyuntural, sobre todo en la Zona Euro, podría acarrear unas repercusiones más gra- ves sobre el resto de la economía mundial. En efecto, la crisis soberana europea, acompaña- da de los nuevos planes de austeridad implan- tados por los Gobiernos de la Zona Euro inten- tando desesperadamente reajustar sus déficits presupuestarios, seguirá afectando al conjunto de las economías mundiales.

En segundo lugar, la reacción de las políticas monetarias, aunque netamente positiva, nos parece demasiado tímida, sobre todo por parte del BCE. Tenemos serias dudas de que la pers- pectiva de una nueva bajada de tipos sea suficien- te para servir de soporte suficiente para la eco- nomía y los mercados. Hasta el momento, el Presidente del BCE ha dado a entender clara- mente que no estaba previsto ningún nuevo pro- grama de medidas de flexibilización cuantitativa – circunstancia que sin embargo cambiaría tol- talmente la situación.

En tercer lugar, las previsiones de beneficios para 2012 son aparentemente todavía dema-

Gráfico 3: Europa: producción – empleo & beneficios



siado positivas. A nivel mundial, se prevé un ritmo de crecimiento de los beneficios de al menos un 10%. Más inquietantes resultan (una vez más) los datos procedentes de la Zona Euro que todavía prevén un crecimiento cercano al 10%, lo cual no nos parece en sintonía con la recesión anunciada. Incluso una ligera recesión se acompaña en general de una disminución de los beneficios de al menos un 10%. Un análisis más profundo de los márgenes (*gráfico 3*) sugiere un riesgo creciente sobre los beneficios.

Hay que reconocer que la renta variable está, en general, barata. Sin embargo, la combinación de un incremento de los precios de los valores bursátiles y de una evolución sombría de los beneficios indica unas valoraciones aparentemente entre « neutras » (PE respectivamente entre 9x los beneficios previsionales en Europa y 12x en Estados Unidos) y « baratas » (de acuerdo con el ratio a más largo plazo PEG).

**En resumen, aconsejamos mantener la prudencia y una posición infraponderada en renta variable global, y de la Zona Euro en particular, a favor de la renta variable americana.**

Desde una perspectiva regional, sugerimos un cambio: **Japón**, a pesar de las masivas intervenciones sobre la divisa, sigue débil y ha registrado en los últimos meses unos datos económicos como mínimo decepcionantes. Nuestra previsión de recuperación económica decente fue demasiado optimista. La tasa de crecimiento de los beneficios se ha ralentizado netamente y las valoraciones no son demasiado baratas desde una perspectiva comparativa. Aconsejamos por tanto recuperar una ponderación **neutra**.

## Dos riesgos para la estrategia de inversión

Sin lugar a dudas, una tasa de crecimiento superior a la prevista representaría el riesgo positivo de nuestro escenario, simplemente, ya que se traduciría en una mejora de las previsiones de beneficios que ayudaría a disipar las fuertes inquietudes que afectan actualmente a los activos con riesgo.

El mayor riesgo sería que los dirigentes europeos no lograran alcanzar un acuerdo sobre los elementos técnicos a establecer para instrumentar al FESF y al SPV que le acompaña, en particular después de que el *Bundesbank* haya rechazado manifiestamente la idea de utilizar los

DEG para financiar a este último. Un desacuerdo prolongado podría debilitar los avances logrados hasta ahora. Un escenario de esta naturaleza convertiría nuestra estrategia de inversión relativamente prudente en otra demasiado optimista.

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS RECOMENDADA

Global	Infraponderada -	Neutra =	Sobreponderada +	Ultimas modificaciones
Liquidez	●			Nov. 10 ▼
Renta Variable	●			Oct. 11 ▼
Bonos del Estado			●	Oct. 11 ▲
Crédito			●	Sept. 09 ▲

### Renta Variable

Distribución regional	-	=	+	Sectorial Europa	-	=	+
€ – Grandes cap.	●			Energía		●	
€ – Pequeñas cap.	●			Bienes de consumo básico		●	
▼ Japón		●		Sanidad		●	
Suiza		●		Servicios a colectividades	●		
R-U – Grandes cap.			●	Operadores de Telecom.		●	
R-U – Pequeñas cap.			●	Bienes de consumo cíclico	●		
Estados Unidos			●	« Industriales »	●		
GEMs	●			« Materiales »			●
– Europa emergente	●			Tecnología		●	
– América latina			●	Financieros		●	
– Asia excl. Japón		●					

▲/▼ Cambios producidos durante el mes

### Renta Fija

Bonos del Estado	-	=	+	Clases de activos RF	-	=	+
Zona € Núcleo			●	Bonos del Estado			●
Zona € Periferia	●			Swaps	●		
Japón		●		Deuda corporativa			●
Reino Unido			●	Bonos High yield		●	
Estados Unidos			●	Bonos emergentes		●	
				Bonos indexados	●		

▲/▼ Cambios producidos durante el mes

## RESUMEN DE PREVISIONES

### Crecimiento e inflación

9-nov.-11	PIB, en %(A)			Inflación, en %(A)		
	2010	2011*	2012*	2010	2011*	2012*
Estados Unidos	2,9	1,9	1,6	1,6	2,8	2,1
Zona Euro	1,6	1,3	0,0	1,6	2,4	1,6
Reino Unido	1,8	0,9	1,0	3,3	4,6	2,7
Japón	4,3	-0,3	2,1	-0,7	-0,4	-0,6
China	10,1	9,3	8,7	3,3	5,4	4,3
Resto de Asia	8,4	4,9	4,9	4,0	4,1	3,4

\*Fuentes: AXA IM

\*Previsiones AXA IM

### Tipos oficiales (final del período)

País		9-nov.-11	4T11*	1T12*	2T12*	3T12*	4T12*	Ultima decisión
EEUU	<i>Fed funds</i>	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>	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-25 (03/11/11)
Reino Unido	<i>BoE base</i>	0,5	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	-50 (05/03/09)
Japón	<i>diario</i>	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	-5 (05/10/10)

Fuentes: Bloomberg a 9 de noviembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

\*Previsiones AXA IM

### Bonos a 10 años

País	9-nov.-11	3 meses febrero-12*	12 meses noviembre-12*	Forward 12 meses noviembre-12
Estados Unidos	2,01	2,25	2,40	2,28
Zona Euro	1,76	2,00	2,10	1,97
Reino Unido	2,24	2,40	2,60	2,52
Japón	0,98	1,10	1,30	1,18

Fuentes: Bloomberg a 9 de noviembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

\*Previsiones AXA IM

### Tipos de cambio

País	9-nov.-11	12 meses noviembre-12*	Variación en %*	Forward 12 meses noviembre-12
1€ = ... USD	1,37	1,30	-5,1%	1,37
1€ = ... GBP	0,86	0,90	5,1%	0,86
1€ = ... YEN	106	104	-2,3%	106
1\$ = ... YEN	78	80	3,0%	77
1£ = ... USD	1,60	1,44	-9,7%	1,59

Fuentes: Bloomberg a 9 de noviembre de 2011 - Estimaciones AXA IM

\*Previsiones AXA IM

Estas previsiones no constituyen un indicador fiable en cuanto a resultados futuros.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

## RENTABILIDADES DE LOS MERCADOS

09/11/2011	Rent. (%)			
	-1M	-3M	-12M	YTD
<b>Universo de Renta Fija</b>				
<b>Bonos del Estado</b>				
Estados Unidos ( <i>Barclays US Treasury</i> )	0.3	2.4	6.0	9.0
Europa ( <i>Barclays Euro Agg Government</i> )	-3.3	-1.2	-1.7	4.3
Reino Unido ( <i>BofA ML UK Gilts All Mats</i> )	1.8	6.0	11.5	12.8
Japón ( <i>BofA ML JP All Mats</i> )	0.0	0.6	1.6	1.9
<b>Bonos indexados</b>				
Estados Unidos ( <i>Barclays Glb Infl US</i> )	2.3	2.6	10.5	14.4
Europa ( <i>Barclays Euro IL BD All Mats</i> )	2.4	3.0	6.9	7.5
Reino Unido ( <i>Barclays Glb Infl UK</i> )	1.0	6.3	17.3	14.8
<b>Crédito Investment Grade</b>				
Estados Unidos ( <i>BofA ML Corp Master</i> )	2.9	0.8	5.3	7.5
Europa ( <i>BofA ML EMU Corp</i> )	2.3	-0.3	0.6	2.5
<b>High Yield</b>				
Estados Unidos ( <i>BofA ML US HY Master II</i> )	6.5	1.3	3.6	3.9
Europa ( <i>BofA ML Euro High Yield</i> )	7.0	-1.9	-3.2	-1.2
<b>Bonos emergentes</b>				
En moneda local (rent. en \$) ( <i>JPM GBI-EM Global Composite</i> )	2.6	-3.8	1.6	2.8
En divisas fuertes ( <i>JPM EMBI Global Composite</i> )	5.1	2.5	4.4	8.9
<b>Renta Variable (Índices MSCI, retorno total)</b>				
<b>MSCI Mundo</b>				
Estados Unidos	7.2	9.4	-1.7	-3.9
Europa	10.7	14.7	6.6	3.2
Europa <i>Small caps</i>	3.7	7.2	-9.4	-9.5
Europa <i>Small caps</i>	4.7	6.2	-10.7	-15.8
Zona Euro	2.7	2.2	-14.6	-14.1
Francia	1.8	1.4	-15.3	-13.9
Alemania	5.5	1.4	-11.1	-13.6
Italia	2.0	2.2	-20.9	-17.6
España	-2.6	1.6	-13.8	-9.2
Reino Unido	5.3	10.8	-1.3	-2.3
Suiza	0.9	14.6	-11.6	-9.4
Japón	-0.1	-5.5	-12.0	-17.4
Mercados emergentes	10.5	5.8	-8.9	-8.5
Asia	9.6	0.3	-10.2	-9.6
Europa del Este	11.4	2.1	-7.7	-9.7
América Latina	13.2	20.1	-10.4	-8.3
<b>Materias primas (S&amp;P GSCI, retorno total)</b>				
Índice global Materias primas ( <i>light energy</i> )	7.0	1.8	1.7	-3.1
Energía últimos datos ( <i>Brent</i> )	114.41	12.3	13.2	12.5
Metales industriales últimos datos ( <i>Cobre</i> )	7800	1.6	-10.9	-14.6
Metales preciosos últimos datos ( <i>Oro</i> )	1795.05	10.5	2.5	27.5
Productos agrícolas	5.5	-4.1	-7.7	-11.8
<b>Divisas</b>				
€1 = ... USD últimos datos	1.381	-2.3	2.7	0.7
\$1 = ... YEN últimos datos	77.73	-1.3	-0.1	4.2
£1 = ... USD últimos datos	1.609	-3.0	1.4	0.3
\$1 = ... YUAN últimos datos	6.346	0.6	1.4	5.0

Fuente: Datastream, AXA IM, en divisa local

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

## VALORACION DE LOS MERCADOS BURSÁTILES

09/11/2011	Indice		PE		Crecimiento de		Ratio PEG = PE /	
			Cotiz./ Beneficios		beneficios (%)		crecimiento	
			2011	2012	2011	2012	2011	2012
Estados Unidos	<b>S&amp;P 500</b>	1275.9	12.8	11.6	15.6	10.3	0.8	1.1
Canadá	<b>TSE300</b>	12488.9	14.0	12.0	24.4	16.7	0.6	0.7
Japón	<b>Topix</b>	738.0	13.5	10.9	14.4	23.2	0.9	0.5
Zona Euro	<b>DJ EUROSTOXX 50</b>	2303.2	8.5	8.1	1.3	5.7	n.s.	1.4
Alemania	<b>DAX</b>	5961.4	9.4	8.7	-3.1	8.4	n.s.	1.0
Francia	<b>CAC40</b>	3143.3	8.7	8.2	2.9	6.3	3.0	1.3
Reino Unido	<b>FTSE 100</b>	5567.3	9.8	8.9	15.9	10.0	0.6	0.9
Italia	<b>FTSE MIB</b>	15664.1	8.8	7.8	9.3	12.8	0.9	0.6
España	<b>Madrid General</b>	853.5	9.4	8.7	-5.0	7.9	n.s.	1.1
Holanda	<b>AEX</b>	304.0	8.8	8.4	17.1	5.0	0.5	1.7
Bélgica	<b>Bel 20</b>	2102.4	17.8	9.8	-34.4	80.8	n.s.	0.1
Suiza	<b>SMI</b>	5682.7	12.3	10.8	-5.9	14.0	n.s.	0.8
Suecia	<b>OMX</b>	970.5	11.4	10.5	-2.4	8.3	n.s.	1.3

Fuentes: Datastream, IBES, Bloomberg

n.s. = no significativo / n.d. = no disponible

Estas previsiones no constituyen un indicador fiable en cuanto a resultados futuros.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

## GLOSARIO DE ABREVIATURAS

1T05	primer trimestre de 2005	KRW	won surcoreano
1S05	primer semestre de 2005	MES	Mecanismo Europeo de Estabilidad
(A)	variación interanual	ncvs	sin corrección de variaciones estacionales
(M)	variación mensual	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
(T)	variación trimestral	OPEP	Organización de países exportadores de petróleo
[D]	escala derecha (gráfico)	PIB	Producto interior bruto
BNS	Oficina Nacional de Estadística china	PMI	Indice de gestión de compras
BRL	real brasileño	pp	punto porcentual
C/B	cotización/ beneficios	QEII	Segundo programa de flexibilización cuantitativa
cvs	corrección de variaciones estacionales	QEIII	Tercer programa
DEG	Derechos especiales de giro	r.a.	en tasa anual
EUR	euro	RBA	Reserve Bank of Australia
EEUU	Estados Unidos	RMB	renminbi chino (yuan)
FMI	Fondo Monetario Internacional	RUB	rublo ruso
FESF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera	SPV	Special Purpose Vehicle
GBP	libra esterlina	USD	dólar americano
IDR	rupia indonesia	YTD	desde principio de año
INR	rupia india		
IPC	Indice de precios al consumo		
ISM	Institute of Supply Management		
HKD	dólar de Hong Kong		
JPY	yen		

## DISCLAIMER

*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.*

*Ni MSCI ni ninguna otra tercera parte implicada en o participante en la composición, el cálculo o la creación de los datos MSCI realizan ninguna declaración ni ofrecen ninguna garantía expresa o implícita respecto a estos datos (o a las consecuencias de su utilización), y todas estas terceras partes declinan expresamente mediante el presente aviso cualquier responsabilidad concerniente a la originalidad, la exactitud, la exhaustividad, la conformidad de todos o parte de estos datos. Sin limitación de lo anteriormente expuesto, MSCI, sus filiales o cualquier otra tercera parte implicada en o participante en la composición, el cálculo o la creación de los datos no podrán ser en ningún caso considerados responsables de ningún perjuicio directo, indirecto, especial, punitivo, consecutivo u otro (incluidas las pérdidas sufridas), aunque la eventualidad de estos perjuicios le hubiese sido indicada. Queda prohibida la reproducción o distribución de los datos MSCI, salvo consentimiento expreso y escrito de MSCI.*

*FTSE International Limited (« FTSE ») ©FTSE 2011. FTSE® es una marca del London Stock Exchange Plc y de The Financial Times Limited que han concedido una licencia a FTSE para su utilización. Todos los derechos relativos a los índices FTSE son propiedad de FTSE y/o de los otorgantes de su licencia. FTSE y los otorgantes de su licencia declinan toda responsabilidad en caso de error o de omisión relativa a los índices FTSE o los datos subyacentes correspondientes. Queda prohibida la reproducción o distribución de los datos FTSE, salvo consentimiento expreso y escrito de FTSE.*