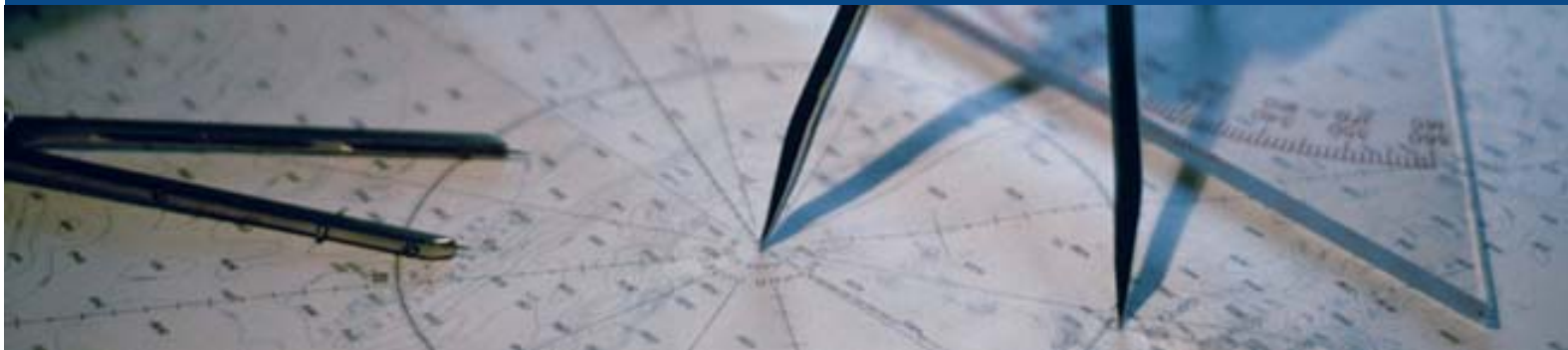


Economía y mercados

Marzo de 2005



Los mercados superan el temor a una subida de los tipos estadounidenses

Escenario macroeconómico

En un entorno de crecimiento económico satisfactorio y baja inflación, los principales mercados mundiales de renta variable han alcanzado el nivel más alto de los tres últimos años y automáticamente las empresas han obtenido beneficios estructuralmente más altos.

Cuando este escenario de “el mejor de todos los mundos posibles” ya no se aplique ni siquiera marginalmente, el promedio de las valoraciones de muchos mercados ya no parecerá tan atractivo y prevalecerán las recogidas de los beneficios.

No obstante, de momento las fases correctivas han sido de poca duración e incluso han ofrecido la oportunidad de comprar en momentos de debilidad, ante la sensación de que la inflación no supone ningún problema y los principales bancos centrales no modificarán significativamente el coste del dinero.

Visión global	PIB			Inflación		
	2003	2004	2005 (*)	2003	2004	2005 (*)
Mundial	4,9	4,5	4			
EE UU	4,4	3,9	3,5	1,9	3,3	2,4
Japón	1,7	0,6	1,6	-0,3	-0,4	0,3
UME	0,8	1,6	1,6	2,1	2,1	1,7
Alemania	0	1,5	1,3	1	1,1	1,3
Francia	0	1,9	1,9	2,2	2,4	1,6
Italia	0,1	1	1,4	2,8	0	2
Reino Unido	2,7	2,8	2,4	1,4	1,3	1,7
(*) estimación						

Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

Para superar esta fase crítica los inversores no sólo han tenido que enfrentarse a la inseguridad sobre los incrementos de los intereses de EE UU, sino también al posible peligro del encarecimiento del crudo.

La reacción internacional muestra que, lejos de ser inquietante, el aumento de los gastos del crudo y de muchas otras materias primas será una prueba para el estado de la economía mundial, encabezada por países como China que se están desarrollando rápidamente.

Para los mercados europeos en particular es importante superar otro factor de riesgo: la debilidad del dólar estadounidense y su efecto potencialmente negativo sobre la capacidad de los exportadores de seguir siendo competitivos.

Dado el convencimiento en el repunte, no es de sorprender que los inversores hayan vuelto a mostrar interés en los mercados de mayor riesgo como los de las economías emergentes, ya que ofrecen las mejores perspectivas de apreciación.

Por otra parte, el atractivo de los mercados de renta fija ha disminuido, ya que su rendimiento ha disminuido hasta niveles históricamente bajos. Tal vez esto no sea del todo compatible con una recuperación general de la economía.

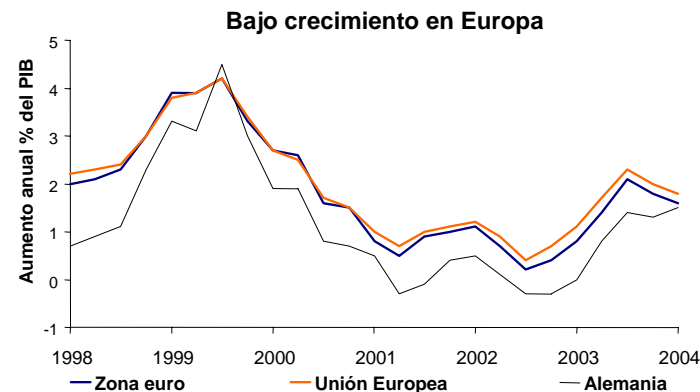
Datos decepcionantes sobre el crecimiento económico en varios de los países de la zona euro

Europa

El incremento del Producto Interior Bruto (PIB) de la zona euro disminuyó inesperadamente durante el cuarto trimestre, siendo Alemania e Italia los principales responsables (juntos estos países representan aproximadamente la mitad del PIB total de la zona).

De hecho, el PIB cayó en ambos países durante los tres últimos meses de 2004. Como consecuencia, la tendencia del crecimiento anual ha bajado una vez más: desde el 1,2% hasta el 0,6% en Alemania y desde el 1,4% hasta el 1,0% en Italia.

Los países como Francia y España lograron compensar sólo una parte de la caída. El incremento del PIB para los 12 países de la zona euro fue del 0,2%, comparado con el 0,3% en el tercer trimestre y el 0,4% que previeron los analistas.



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

La debilidad del consumo nacional sigue siendo el principal obstáculo para el crecimiento total, que a su vez tiene su origen en la inseguridad en el mercado laboral. Las tasas de desempleo son del 9% o más (Alemania).

Ciertamente, la interpretación de los datos más recientes sobre el desempleo alemán es particularmente complicada. El desempleo ha aumentado de manera importante comparado con el mes anterior, pero esto podría ser el resultado de las reformas que obligan a aquellas personas que reciben beneficios del estado a unirse a las filas de los parados.

Por otra parte, en los principales países de la zona euro, las exportaciones siguen siendo lo que más contribuye al PIB. No obstante, la fortaleza del euro no parece haber afectado a la confianza de los inversores.

Los países de la zona euro no sólo han experimentado una desaceleración del crecimiento comparado con EE UU sino también comparado con otros países de la Unión Europea como el Reino Unido. En este país el crecimiento anual del PIB se situó en el 2,8% en el cuarto trimestre comparado con la tasa moderada del 1,6% de la zona euro.

La inflación permanece bajo control a pesar de las señales de un nuevo incremento de los precios del crudo. Esto le ha permitido al Banco Central Europeo (BCE) mantener reducidos los costes del dinero.



Marzo de 2005

Economía y mercados

Estados Unidos

La Fed advierte de nuevas subidas de los tipos de interés

Aunque parece que la inflación está controlada durante un sólido repunte económico, el presidente de la Reserva Federal (la Fed) una vez más aprovechó la oportunidad para subir de nuevo el coste del dinero en incrementos sucesivos durante su discurso ante el congreso.

En esta ocasión el presidente no repitió la promesa de aumentos moderados de los tipos (como fue el caso en la última reunión oficial de la Fed) de modo que se pueden esperar ajustes monetarios más pronunciados en 2005.

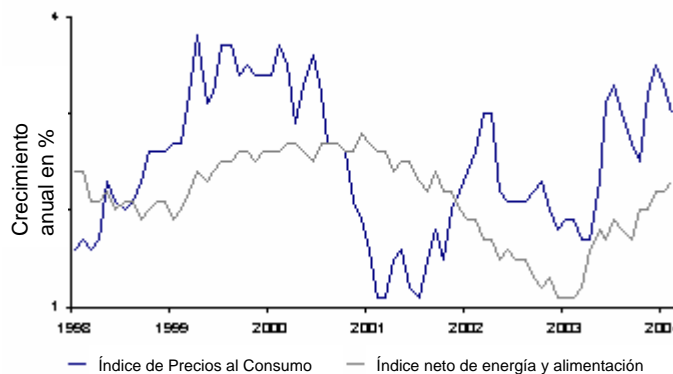
El tono de la reunión del 2 de febrero, en la que se decidió incrementar el tipo de interés desde el 2,25% hasta el 2,5%, disipó el temor del mercado, particularmente la afirmación de que la inflación sin la energía y la alimentación (la llamada inflación subyacente) probablemente permanecerá estable y baja.

No se produjeron impactos negativos en enero con respecto a los datos sobre los precios al consumo. Varios miembros de la dirección de la Fed indicaron que los intereses más altos son la consecuencia natural de la recuperación económica.

El crecimiento estimado del PIB en el cuarto trimestre confirmó las expectativas del mes anterior. El aumento del PIB se aceleró hasta el 3,8% (anual) en el tercer trimestre comparado con el 3,1% durante el periodo anterior.

El consumo nacional continúa contribuyendo significativamente y debería continuar durante la primera mitad de 2005. Aunque las ventas minoristas cayeron en enero, debido a la inestabilidad del sector automovilístico, la tendencia subyacente permanece sólida.

La inflación estadounidense crece moderadamente



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Marzo de 2005

Economía y mercados

Japón

El consumo nacional es mejor de lo previsto, pero continúa la deflación

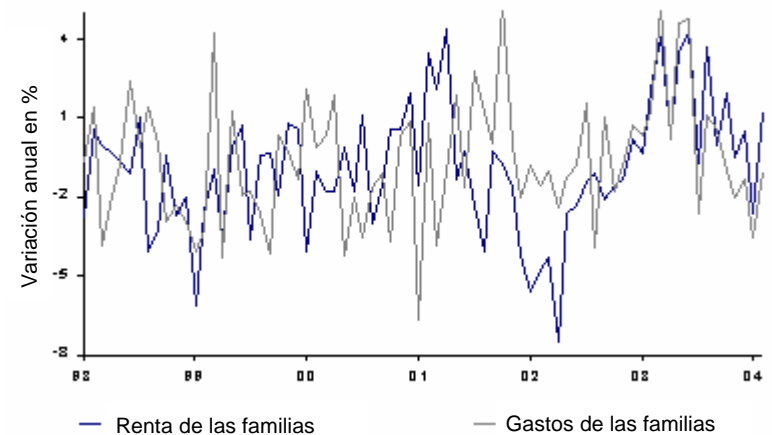
Tras una serie de resultados decepcionantes en la última parte de 2004, parece que el consumo de las unidades familiares ha vuelto a crecer satisfactoriamente. Es posible que la caída lenta pero segura de la tasa de desempleo haya contribuido a estos desarrollos positivos.

Los datos más actualizados sobre la producción industrial también son más positivos, subiendo el 2,1% en enero de 2005; por encima de las expectativas de los analistas y en línea con las previsiones de los empresarios industriales (generalmente optimistas).

La persistencia del escenario deflacionista sigue siendo uno de los principales obstáculos para un sólido repunte en esta tendencia económica. Como se podría esperar, el Índice de los Precios Minoristas para la zona de Tokio, que se adelanta en un mes a los datos nacionales, experimentó de nuevo una caída.

Parte de la acelerada bajada de los precios puede explicarse con factores temporales. De hecho, la desregulación del mercado de la electricidad ha contribuido a conseguir tarifas más bajas para muchos usuarios. Algo que podría continuar durante la mayor parte de este año.

Consumo familiar de los asalariados



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

Principales datos económicos

Principales datos económicos EURO

	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Jan-05	Feb-05
Confianza de los consumidores	101,5	100,9	100,2	100,8	98,8
IFO (Confianza del mercado)	95,3	94,1	96,2	96,4	95,5
IFO (Expectativas)	95,9	94,3	96,5	97,5	96,4
Producción industrial interanual	1,1	0,3	1		
Nuevas matriculaciones interanuales	-3,1	10,6	9,4	1,3	
Inflación interanual	2,4	2,2	2,4	1,9	
Inflación (subyacente) interanual	1,8	1,9	1,9	1,6	
Ventas minoristas intermensuales	0,3	-0,1	0,2		
Tasa de desempleo	8,9	8,9	8,8	8,8	
Indicador principal OCDE	105,90	106,10	106,09		

Principales datos económicos EE UU

	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Jan-05	Feb-05
Confianza de los consumidores (CB)	92,9	92,6	102,7	105,1	104
ISM (excl. NAPM Manuf.)	57,5	57,6	57,3	56,4	55,3
Confianza (Un. de Michigan)	71,9	69,9	71,6	73,2	71,1
Producción industrial interanual	3,5	2,8	3,1	3	
Nuevas matriculaciones interanuales	17	16,4	18,4	16,2	
Inflación interanual	3,2	3,5	3,3	3	
Inflación (subyacente) interanual	2	2,2	2,2	2,3	
Ventas minoristas intermensuales	0,8	0	0,8	-0,2	
Tasa de desempleo	5,5	5,4	5,4	5,2	
Indicador principal (CB) %	-0,3	0,3	0,3	-0,3	

Principales datos económicos JAPÓN

	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Jan-05	Feb-05
Confianza de los consumidores (CB)	48,5	48,4	43,5	47	
Tankan (Manuf.)			22		
Tankan (No Manuf.)			26		
Producción industrial interanual	-0,8	4,5	1,8	1,1	
Nuevas matriculaciones interanuales	-3,7	7,1	-3,3	3,5	
Inflación interanual	0,3	0,6	0	-0,3	-0,5
Inflación (subyacente) interanual	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Ventas minoristas intermensuales	-0,9	0,6	-1	2,2	
Tasa de desempleo	4,6	4,6	4,5	4,5	
Indicador principal	0,2	0,1	0,3	0,3	

La mayor vulnerabilidad del mercado de la zona euro se ve alimentada por las expectativas de nuevas subidas de los intereses de EE UU

Mercado de renta fija

Europa – Estados Unidos

Poco después de haber alcanzado el nivel más bajo desde 1999 (fecha en la que se introdujo el euro), los bonos del estado lograron subir 30 puntos básicos aproximadamente, es decir desde el 3,45% hasta el 3,75% en el caso de la renta fija alemana a 10 años, lo que representa una pérdida casi del 2% sobre los futuros contratos BUND.

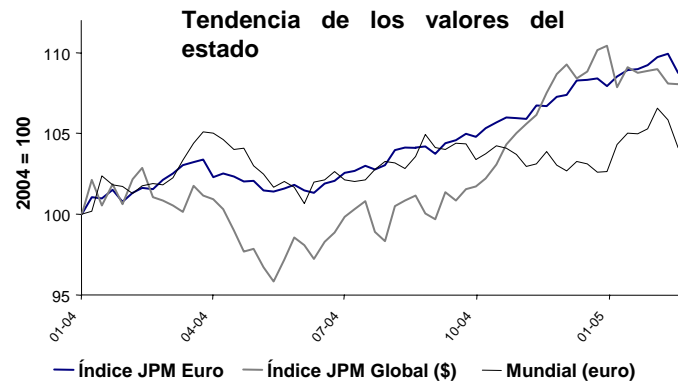
Para corregirlo, el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan comentó en su discurso ante el congreso sobre la política monetaria y económica que quiere volver a elevar los tipos de interés.

Tras haber superado el rendimiento del mercado estadounidense durante los últimos meses de 2004 (con un rendimiento de 60 céntimos aproximadamente por debajo del índice de referencia con vencimiento a 10 años), los bonos del estado de la zona euro se han visto afectados por los comentarios de Greenspan.

De modo parecido, la renta fija estadounidense ha experimentado la nueva debilidad del dólar. Sobre todo ha sido la causa de que el banco central coreano intentara diversificar significativamente sus reservas de divisas extranjeras.

Con el fin de respaldar al dólar estadounidense, las instituciones asiáticas vendieron gran parte de la demanda de participaciones en la deuda pública de EE UU en 2004. Esto ha originado la preocupación de que otros países seguirán el ejemplo del banco central coreano.

Para los inversores en la zona euro, la apreciación del dólar compensó el mal comportamiento de los bonos estadounidenses hasta mediados de febrero aproximadamente. No obstante, este apoyo disminuyó durante la segunda mitad de febrero.



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Marzo de 2005

Economía y mercados

Mercado de renta fija

Una nueva caída de las primas de riesgo:

Los inversores no cesan de buscar un mayor rendimiento

Deuda empresarial – Países emergentes

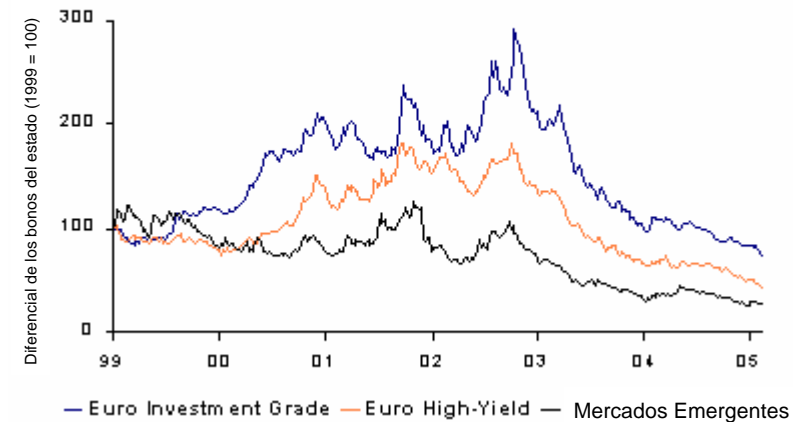
Las primas de riesgo sobre los créditos cayeron de nuevo en febrero, afectando tanto a los emisores más solventes como a las acciones de alto rendimiento (dejando huella tanto en la deuda empresarial como en los países emergentes).

Aunque se encuentran en su nivel más bajo desde 1997, aparentemente las primas no son lo suficientemente bajas como para disuadir a los inversores de la continua búsqueda de un mayor rendimiento.

Comparado con enero, no se ha producido ninguna fase crítica temporal causada por las nuevas expectativas de un aumento de los intereses estadounidenses.

Las importantes agencias de clasificación como Moody's, que evalúan la deuda empresarial, opinan que el nivel de primas (diferenciales) no compensa adecuadamente el mayor riesgo en este momento. De todas maneras, Moody's confirma un declive constante de la tasa de insolvencia.

Primas de riesgo mínimas (plurianual)



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Marzo de 2005

Economía y mercados

Divisas

Tras un breve repunte, el dólar estadounidense vuelve a caer cerca de su mínimo de finales de 2004

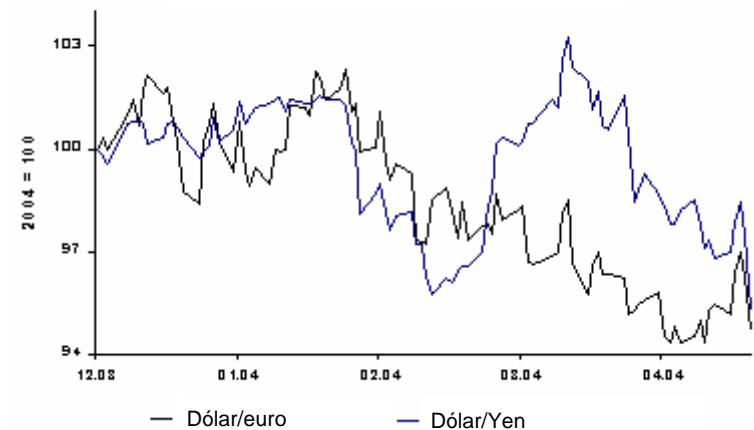
Los analistas se sorprendieron por la apreciación del dólar estadounidense durante las primeras semanas de 2005, ya que habían previsto la continuación del debilitamiento de esta divisa.

Realmente, los mercados parecían mostrar menos preocupaciones por los desequilibrios de la economía estadounidense y en cambio descontaron una tasa de crecimiento más elevada comparado con la zona euro.

No obstante, el repunte del dólar estadounidense fue una vez más temporal y a finales de febrero el tipo de cambio del dólar/euro había caído mucho más cerca de su mínimo histórico de finales de diciembre de 2004.

Asia ha contribuido de manera importante a la nueva bajada del dólar. El banco central coreano expresó su intención de diversificar sus reservas de divisas extranjeras, alimentando el temor de una falta de apoyo para el dólar estadounidense por parte de otras autoridades de esta zona.

Nueva caída del dólar estadounidense



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

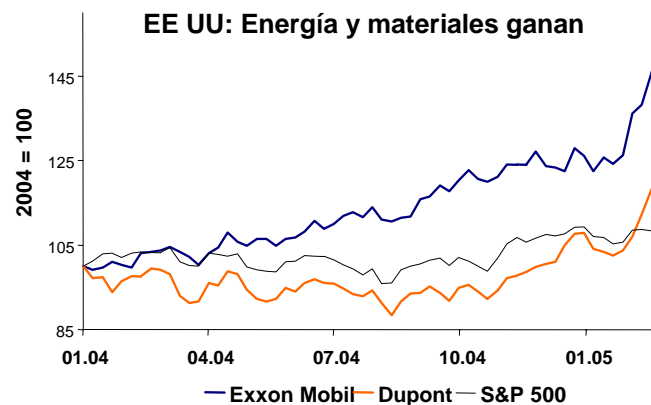
El repunte se origina en la inseguridad sobre los intereses y el petróleo, encabezado por el sector de la energía

Renta variable estadounidense

Las perspectivas de que la Fed subirá más pronunciadamente los intereses causaron cierta ansiedad en febrero, aunque dejó margen para el optimismo, haciendo que el índice S&P 500 se incrementara hasta el máximo que alcanzó a finales de 2004.

Sin embargo, si observamos más de cerca los factores que provocaron el nuevo aumento del S&P 500 debemos concluir que la situación no es muy tranquilizadora.

De hecho, el mejor sector fue el de la energía, que evidentemente se aprovechó de la reciente subida de los precios del crudo, que a su vez se vio determinada por el duro invierno así como por la demanda temporal continuamente sólida de calefacción en EE UU.



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

El sector de materiales industriales, aunque se quedó atrás con respecto a la energía comparado con el año pasado cuando se vieron afectados por los altos precios del crudo, mostró un buen comportamiento, dando a conocer sólidos beneficios las empresas químicas, de hierro y acero, debido a la demanda sostenida de China. Otros sectores que superaron el promedio del mercado, pero que normalmente se consideran defensivos, incluyeron servicios públicos y farmacéuticas. Este último mejoró porque las agencias de asistencia sanitaria decidieron introducir de nuevo en el mercado varios fármacos que se habían retirado algunos meses antes cuando se sospechó que eran dañinos para la salud.

Aunque el premio a la mejor acción de febrero (y principios del año) va a EXXON, el aumento contundente del líder del sector farmacéutico MERCK también es digno de mención. A pesar de obtener un rendimiento estable en términos de valor absoluto, los sectores que peor comportamiento mostraron fueron aquellos que son típicamente cíclicos, como bienes de consumo discrecional y tecnología de la información.

Las circunstancias que dificultan continuamente el desarrollo del sector financiero indican que aún no han desaparecido las preocupaciones del mercado por nuevas subidas de los intereses.



Marzo de 2005

Economía y mercados

Renta variable europea

Se han superado los riesgos del aumento de los intereses de EE UU, del petróleo más caro y de la debilidad del dólar estadounidense.

El deseo de la Reserva Federal de incrementar el coste del dinero fue un cómodo pretexto para recoger beneficios, alcanzando los principales índices europeos su nivel más alto de los tres últimos años.

Otros factores de riesgo parecen ser el encarecimiento del petróleo y un débil dólar estadounidense, que volvió a caer cerca de su mínimo de finales de 2004 con implicaciones negativas para los sectores de las exportaciones.

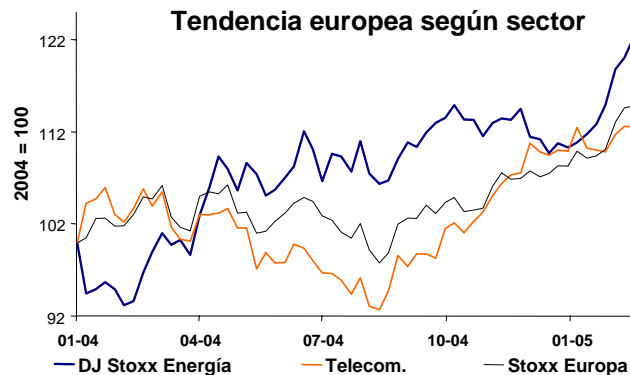
Esta vez la corrección ha sido corta y usada como oportunidad de compra. Los principales mercados han aumentado hasta cerca de sus máximos históricos.

No obstante, las tendencias en los sectores indican que no han desaparecido los temores anteriormente mencionados. Ciertamente, los ingresos más coherentes provienen de las acciones de minería y energía, que se han beneficiado del crecimiento persistente de los precios de las materias primas.

Los ingresos de otros sectores han estado sustancialmente en línea con el promedio paneuropeo. Las telecomunicaciones fueron las últimas de la fila en febrero.

Durante la mayor parte de 2004 los inversores prefirieron las empresas de telefonía, pero los beneficios no se han dirigido hacia los dividendos sino más bien a las adquisiciones financieras debido a la estrategia actual de consolidación en EE UU.

Las principales acciones del índice Stoxx 50 siguen las tendencias en los sectores. Las empresas petrolíferas fueron las primeras en registrar beneficios en febrero, mientras que servicios de las telecomunicaciones como Telecom Italia y Deutsche Telekom se situaron en las posiciones más bajas.



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Marzo de 2005

Economía y mercados

Renta variable: Resto del mundo

El repunte se ve guiado por la energía y materiales. La banca baja tras la fusión de TM-UJF.

Japón

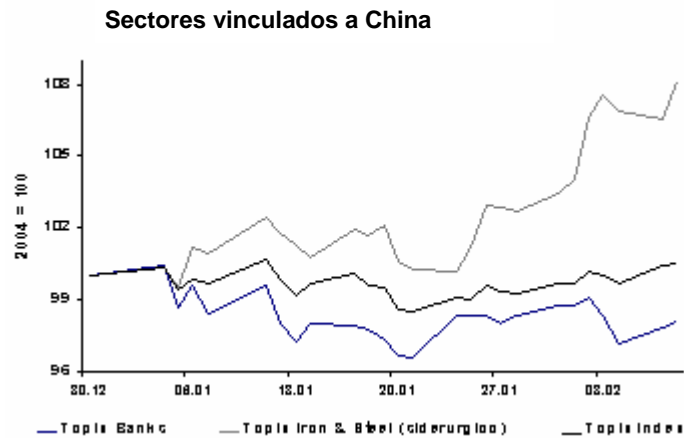
Tras el comienzo inseguro de 2005, el índice TOPIX logró recuperar terreno en el transcurso de febrero y repetir las ganancias que se registraron a principios de este año.

La tendencia sectorial ha seguido la de otros mercados primordiales como los de EE UU y Europa. Las primeras acciones de la lista son aquellas cuyos beneficios dependen en gran medida del precio de las materias primas y de productos semi-acabados para uso industrial (por ejemplo, el acero), que a su vez se ha visto respaldado por la sólida demanda china.

La recuperación de las acciones de capitalización bursátil más elevada ha sido menos convincente (el índice TOPIX 30) debido a la contribución negativa por parte de los principales bancos.

La oferta de compra formal de MITSUBISHI TOKYO por UFJ no ha mejorado el valor de los dos bancos involucrados. Es más, aparecen al final de la lista de las principales acciones en febrero.

Al principio las expectativas sobre la consolidación y la reorganización del sistema bancario japonés fueron positivas, pero los inversores se están centrando en las dificultades de la fusión propuesta por estas dos instituciones.



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Renta variable: Resto del mundo

Las acciones de la economía china vuelven a subir. El aumento se produce también en sectores diferentes.

Asia excluyendo a Japón

La tendencia positiva del índice de referencia para estos mercados (Morgan Stanley Pacific excl. a Japón) continuó en febrero. Los mercados asiáticos hicieron las contribuciones más relevantes y Australia consolidó las ganancias gracias a las acciones de la minería.

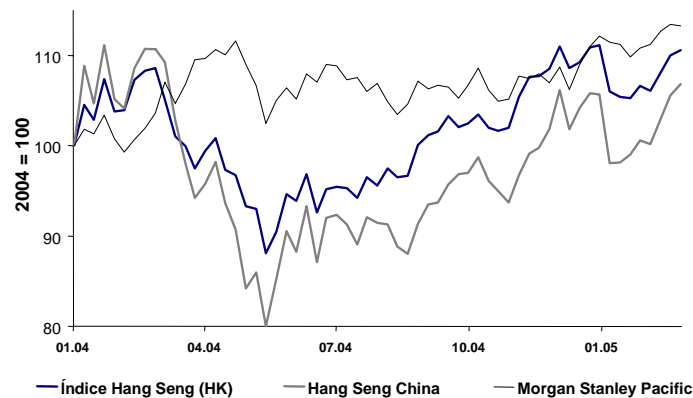
Las acciones chinas (las llamadas "red chips") empujaron hacia arriba el índice de Hong Kong. No sólo fueron empresas como CNOOC, internacionalmente conocida en sectores como el del petróleo, sino también compañías en los sectores más cíclicos.

De hecho, CHINA UNICOM (telefonía), LENOVO (electrónica) y DENWAY MOTORS se encuentran entre las primeras posiciones del índice Hang Seng.

En el mercado taiwanés, el sector tecnológico experimentó un repunte notable a pesar de la continua inseguridad mundial que está afectando a las inversiones en la nueva infraestructura.

No nos olvidemos de que el mercado taiwanés está muy representado en el segmento que se considera el más cíclico del conjunto del sector tecnológico: microprocesadores (semiconductores).

El repunte de las acciones vinculadas con China



Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005



Marzo de 2005

Economía y mercados

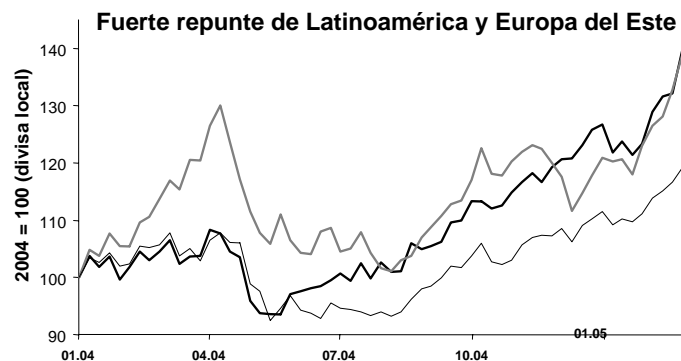
Muchos mercados alcanzan su máximo gracias a la solidez del sector de la minería

Renta variable: Resto del mundo

Países emergentes

La incertidumbre a principios de 2005 fue reemplazada rápidamente por nuevo optimismo y la mayoría de los mercados emergentes han sido capaces de regresar a los máximos de 1997. Los inversores continúan encontrando atractivas las valoraciones de las zonas emergentes.

Brasil también participó de este repunte después de haber mostrado señales de nerviosismo en enero por el temor a mayores intereses (que son necesarios en la lucha contra la inflación según el banco central).



— Morgan Stanley Latin — Europa del Este — Zonas emergentes en el mundo

Fuente: Bloomberg, 28 de febrero de 2005

Latinoamérica registró las ganancias más coherentes en febrero, aunque las zonas emergentes de Europa también fueron capaces de alcanzar cifras de doble dígito.

Dentro de las zonas emergentes de Europa, el papel de Turquía fue menos importante en febrero y se vio afectada por algunas recogidas de beneficios, mientras que la contribución de los países que han entrado recientemente en la Unión Europea aumentó significativamente.

Al margen de las consideraciones sobre las ventajas de entrar en la UE, las empresas de sectores que muestran un buen comportamiento internacional, por ejemplo la minería, han tenido un importante impacto sobre estos países. Incluso en Rusia, que anteriormente se vio castigada por el caso Yukos, la tendencia fue positiva, precisamente por este motivo.



Marzo de 2005

Economía y mercados

A no ser que se indique lo contrario, todas las opiniones expresadas pertenecen a Pioneer Investments. Estas opiniones son susceptibles de cambiar en cualquier momento según la situación del mercado y otros factores y no se garantiza que los países, mercados o sectores obtendrán el resultado que se prevé.

Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. Las inversiones en valores emitidos en países emergentes conllevan ciertos riesgos, incluyendo los políticos y de fluctuación de divisas. El valor principal y la rentabilidad de la inversión pueden fluctuar, pudiendo incluso producirse la pérdida total del capital invertido. Rogamos lea detenidamente el folleto informativo antes de invertir.

La distribución de este documento ha sido aprobada por Pioneer Global Funds Distributor, Ltd. En el Reino Unido se dirige a contrapartes del mercado y a clientes intermedios y no a clientes particulares y su distribución ha sido aprobada por Pioneer Alternative Investments UK Limited, 123 Buckingham Place Road, Londres SW1W 9SL, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA)

Pioneer Investments es una denominación comercial del grupo de sociedades de Pioneer Global Asset Management S.p.A.