

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005

## ■ Escenario

Aunque siguen existiendo motivos de preocupación, en general el entorno para las inversiones mundiales permanece favorable. El crecimiento de Europa y Japón va lento, a pesar de varias mejoras. Los tipos de interés, particularmente en EE UU, y el precio del crudo son una preocupación crítica. EE UU aún es el principal impulsor del crecimiento de las inversiones y de la economía mundial.

## ■ Economía

En general las perspectivas para la economía de EE UU son moderadamente positivas, ya que parece que el crecimiento continuará en línea con los promedios a largo plazo. Mientras tanto, Europa continúa creciendo lentamente, aunque con el tiempo las reformas que se centran en el fomento del crecimiento probablemente surtirán un efecto positivo. La economía japonesa envía señales desiguales sobre su estado subyacente.







## ■ Mercados

Tras un primer trimestre bastante sólido, los mercados mundiales se debilitaron durante las primeras semanas de abril. En términos de divisas locales, la mayoría de los principales mercados mundiales o bien no sufrieron cambios o bien obtuvieron ingresos absolutos ligeramente negativos. No obstante, de modo alentador, las valoraciones siguen siendo relativamente atractivas. Nos seguimos centrando en la solidez de los flujos de efectivos y en los dividendos. En el universo de la renta fija, seguimos creyendo que el nivel actual de las valoraciones de los bonos del estado es comprometido.

## ■ Perspectivas

A medio plazo los mercados y las economías mundiales se enfrentarán a varios desafíos. No obstante, la gestión cautelosa de los intereses, la solidez del sector de las empresas y las continuas reestructuraciones económicas y de las empresas nos hacen sentir esperanzados de que el entorno general para los inversores permanecerá positivo.

### **Importantes cambios en la asignación de los activos mundiales en marzo de 2005**

<b>Clase de activos</b>	<b>Cambio de asignación de los activos</b>
<b>Liquidez</b>	<b>+</b>  hasta muy sobreponderada 
<b>Renta fija</b>	<b>-</b>  hasta muy infraponderada 
<b>Renta fija europea</b>	<b>-</b>  hasta muy infraponderada 

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005

**Este mes: Redujimos los bonos europeos hasta muy infraponderados, recortando de nuevo la exposición general a la renta fija. Impulsamos la liquidez.**

En nuestra asignación de los activos mundiales, este mes estamos reduciendo significativamente nuestra exposición a los bonos con vencimiento a largo plazo, recortando pronunciadamente nuestra exposición a los bonos del estado europeos, e incrementando nuestra exposición a la liquidez por el mismo importe. Nos preocupa que los rendimientos sean insosteniblemente bajos, lo que en nuestra opinión representa un importante riesgo en caso de presión ascendente sobre la inflación. No obstante, incluso si la inflación no cambia, es muy probable que suban los rendimientos nominales. No parece muy probable que la inflación caiga desde el nivel actual a medio plazo. Dada nuestra importante infraponderación de la renta fija estadounidense, mantenemos una posición infraponderada general en los instrumentos de renta fija así como una sobreponderación en la liquidez. Permanecemos moderadamente sobreponderados en la renta variable, con un enfoque en las acciones europeas, por considerarlas las más defensivas en términos de valoración.

A continuación resumimos nuestras posiciones en las principales clases de activos.

## Renta variable

**Sobreponderación**



En general seguimos mostrando optimismo sobre las perspectivas para los mercados de renta variable. No obstante, nuestro principal enfoque sigue siendo los mercados que consideramos defensivos en términos de valoración y riesgo. Asimismo, nos centramos en la exposición a las divisas, y en concreto en el riesgo a corto plazo relacionado con la exposición infraponderada al dólar estadounidense. No obstante, aún opinamos que el dólar estadounidense se depreciará a largo plazo.

### Renta variable estadounidense

Neutral



La economía estadounidense ha continuado creciendo solidamente pero no es probable que se produzca una nueva aceleración. Esperamos que el crecimiento siga en línea con los promedios a largo plazo. Parece que las acciones estadounidenses tendrán una valoración razonable y ya han descontado un entorno económico positivo. Es probable que el ritmo de aumento de los beneficios se modere en 2005, ya que va desapareciendo el efecto de los estímulos. Permanecemos neutrales en este mercado.

### Renta variable europea

**Sobreponderación**



Aún mantenemos una posición sobreponderada en la renta variable europea. El crecimiento macroeconómico está sufriendo como consecuencia del débil consumo, la menor demanda de las exportaciones y la consolidación del euro. No obstante, las continuas reducciones de gastos están ayudando a mantener la competitividad. La política monetaria de la zona euro debería mantenerse relajada, con pocas probabilidades de cambios a corto plazo. Las valoraciones de la renta variable son bastante bajas a pesar del entorno de lento crecimiento macroeconómico, y el alto rendimiento sobre los dividendos es positivo.

### Renta variable japonesa

**Sobreponderación**



Mantenemos una posición ligeramente sobreponderada en la renta variable japonesa. El entorno macroeconómico no muestra ninguna señal de mejora a corto plazo, ya que no acaba de acelerarse la demanda nacional. Sin embargo, las valoraciones de la renta variable son

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005

razonables y tienen potencial al alza por las reestructuraciones así como por la posibilidad de pagos mayores de dividendos gracias a la solidez de los flujos de efectivos de las empresas. Aparentemente, la apreciación del yen es favorable para los exportadores.

Renta variable de la zona del Pacífico asiático excluyendo a Japón Neutral 

Las valoraciones son bastante atractivas, aunque los incrementos de los precios de las acciones han eliminado parte de la diferencia entre las valoraciones. Tanto las perspectivas macroeconómicas como las de las empresas son positivas. Aún así mantenemos nuestro posicionamiento neutral, debido a nuestra exposición sobreponderada en otra parte de la zona asiática.

Renta variable de los mercados emergentes Infraponderación moderada 

El potencial para cierto repunte a corto plazo del valor del dólar estadounidense aumenta el perfil de riesgo de los mercados emergentes, lo que nos lleva a mantener una posición ligeramente infraponderada en la renta variable de estos mercados. Nuestra visión a largo plazo sigue siendo optimista, gracias a las pruebas de cambios estructurales, el sólido crecimiento continuo y valoraciones favorables.

Renta fija y liquidez Infraponderación 



El entorno macroeconómico mundial generalmente sólido, junto a la subida de los intereses estadounidenses así como las valoraciones comprometidas de la renta fija, nos han conducido a una posición infraponderada en la renta fija. Nos centramos en reducir la duración a través de una posición sustancialmente sobreponderada en la liquidez.

Renta fija estadounidense Infraponderación 


Seguimos manteniendo una posición infraponderada en la renta fija estadounidense, con una posición de duración corta. La subida de los intereses y la continua fortaleza de la economía estadounidense nos han llevado a mostrar pesimismo sobre esta clase de activos.


Renta fija europea  hasta muy infraponderada  



Creemos que las valoraciones relativas de los bonos del estado europeos son insostenibles, lo que nos lleva a reducir fuertemente nuestra exposición a la clase de activos desde una posición neutral a una importante infraponderación. Actualmente, creemos que los rendimientos reales son demasiado bajos y representan un alto riesgo en el caso de presión ascendente sobre la inflación.

Liquidez+  hasta muy sobreponderada  


Ampliamos nuestra posición en liquidez hasta muy sobreponderada. Nuestro principal enfoque está en la reducción de la posición de duración general del componente de liquidez y de la renta fija de nuestra cartera.

Negativo = 

Positivo = 

Neutral = 

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005

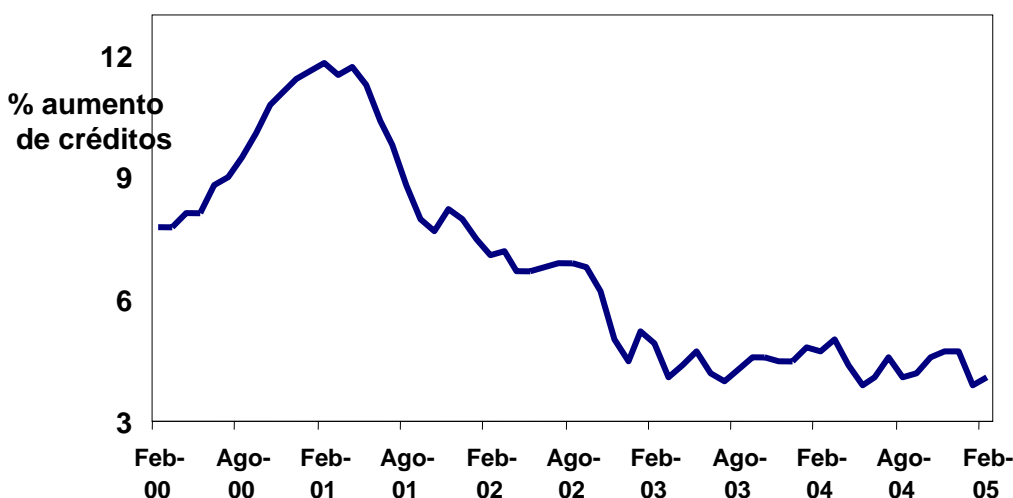
## ***Economía mundial: La fortaleza general continúa***

La economía mundial se enfrenta a una serie de desafíos y el crecimiento se está desacelerando en algunas zonas. No obstante, creemos que las perspectivas generales son positivas a medio plazo. Aunque las economías europeas aún están sufriendo, en general se están moviendo en la dirección correcta y el crecimiento seguirá siendo positivo. Japón continúa mostrando debilidad y es evidente que la economía está sufriendo, pero las reestructuraciones subyacentes son un buen presagio para la consolidación a medio plazo. Mientras tanto, nos sigue animando la fortaleza de la economía estadounidense, donde los consumidores siguen siendo importantes impulsores.

## ***EE UU: El impulsor del crecimiento mundial***

**Los consumidores siguen apoyando la economía:** En general, los consumidores estadounidenses continúan siendo el núcleo de la expansión de la economía estadounidense. Los créditos personales han aumentado sustancialmente durante los últimos meses y los gastos de consumo particular se han mantenido en un alto nivel de modo parecido. El reflejo exacto de ello es el bajo nivel de la tasa de ahorros. Aún se deben cumplir las expectativas generales de que los intereses más altos resultarán en el incremento de la tasa de ahorros.

### **Aumento continuo de los créditos personales**



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal, Abril de 2005. El gráfico muestra el cambio interanual del total de los créditos personales pendientes en EE UU.

**El mercado de las viviendas es sólido:** Mientras tanto, el sector inmobiliario continúa siendo un impulsor que anima especialmente a la economía estadounidense. En febrero las ventas de las viviendas de segunda mano bajaron ligeramente con respecto al mes anterior, a una tasa anualizada de 6,79 millones, pero estuvieron por encima de las expectativas. Las ventas de las viviendas nuevas subieron el 9,4% en febrero comparado con el mes anterior, registrando el mayor aumento mensual de los cuatro últimos años.

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

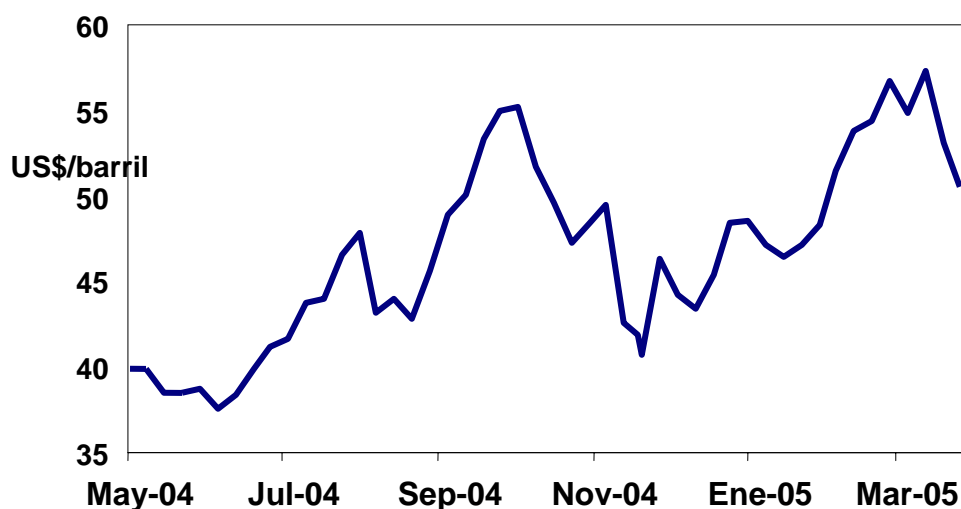
Abril de 2005

**Algunos indicios de presiones inflacionarias:** En febrero el Índice de Precios de Producción (IPP) subió el 0,4% comparado con el mes anterior, subiendo el 4,7% (tasa interanual), situándose ambos datos ligeramente por encima de los pronósticos. De modo parecido el Índice sobre los Precios al Consumo (IPC) subió el 0,4% durante este mes y el 3,0% comparado con el año anterior, mientras que la tasa subyacente subió el 0,3% y el 2,4%, respectivamente. Estos datos estuvieron también por encima de las expectativas. El incremento interanual de la tasa subyacente se encuentra ligeramente por debajo del 2,5% que parece ser un umbral cómodo para la Reserva Federal (la Fed).

**La Fed eleva los intereses:** Como era de esperar, el 22 de marzo la Fed subió los tipos de interés 25 puntos básicos hasta el 2,75%. De modo importante, la declaración que el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC en sus siglas inglesas) publicó después de su reunión, indicaba que las presiones sobre la inflación “se habían intensificado,” y comentó que está dispuesto a acelerar el ritmo de ajustes si los datos lo justifican. Los mercados prevén otro incremento de 25 puntos básicos durante la próxima reunión del FOMC el 3 de mayo. Nos reconforta que la Fed haya vuelto a subrayar su disposición a abordar cualquier señal de inflación, aferrándose al mismo tiempo a su compromiso de subir los intereses solamente a “un ritmo moderado.”

**El crecimiento permanece sólido:** El Producto Interior Bruto (PIB) final del cuarto trimestre se confirmó en el 3,8%. Este dato se había revisado con respecto a estimaciones anteriores del 3,1%. Los datos que se han publicado en lo que va de año sobre el primer trimestre han sido sólidos, lo que indica que podrían existir riesgos al alza para la visión del mercado de un crecimiento del 4,0% aproximadamente para el primer trimestre. Sin embargo, de modo importante, una disminución del informe sobre la fabricación a finales de este trimestre indica que los precios más altos del crudo pueden empezar a surtir un efecto sobre el crecimiento y que, por lo tanto, para el crecimiento durante el segundo trimestre podrían existir riesgos a la baja. En general, nos sigue animando la fortaleza general de la economía estadounidense.

## El precio del crudo sigue siendo alto



Fuente: Bloomberg, abril de 2005. El gráfico muestra los futuros contratos de crudo genérico.

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

**Abril de 2005**

**El precio del crudo baja, tras haber alcanzado nuevos máximos:** Tras alcanzar nuevos máximos, el precio del petróleo ha caído pronunciadamente. En marzo la OPEP subió las cuotas oficiales de producción. No obstante, el impacto directo sobre el mercado fue mínimo, ya que esta decisión no hizo mucho más que legitimar una producción que ya estaba muy por encima de los niveles anteriores de las cuotas formales. Posteriormente la OPEP indicó que posiblemente volverá a elevar las cuotas a principios de mayo. El fuerte incremento del precio del crudo a finales de marzo y a principios de abril se vio impulsado por el temor a la escasez de oferta así como al posicionamiento especulativo. La caída subsiguiente fue el resultado del incremento de los inventarios en EE UU y de la noticia de que Arabia Saudí está dispuesta a incrementar la producción.

**Es fácil exagerar el impacto general:** A pesar de la reciente caída del precio del crudo, el nivel general permanece en el rango de 50 dólares estadounidenses, lo que aún representa un aumento sustancial desde los niveles de hace algunos años. A pesar de la continua solidez del precio del petróleo, creemos que la economía mundial está correctamente posicionada para protegerse de lo que realmente es un impuesto sobre la producción así como las actividades económicas. La dependencia del petróleo por las economías desarrolladas es bastante más baja que durante los periodos anteriores de altos precios del crudo.

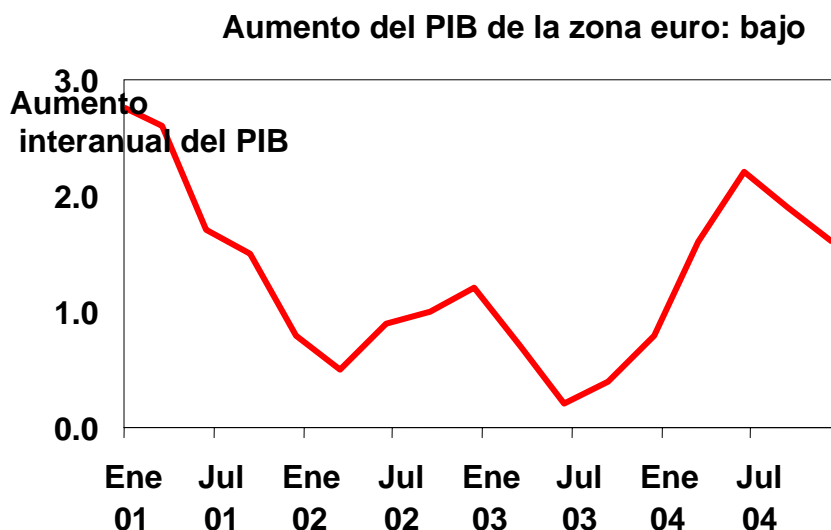
**Existen varias preocupaciones, pero el entorno general es positivo:** El crecimiento de EE UU va rápido y en general la confianza es alta. Evidentemente la Fed se centra en asegurar que la inflación no causará el descarrilamiento de la economía estadounidense. Asimismo, el banco central mantiene su compromiso de subir los intereses con cautela. De manera crucial, EE UU sigue siendo uno de los principales pilares del crecimiento de la economía mundial.

## ***Europa: Más señales desiguales***

**Bajo crecimiento económico:** Prevemos que el crecimiento de la zona euro permanezca bajo, siendo el crecimiento estimado del Banco Central Europeo (BCE) del 1,6% para 2005. Esto está en línea con el crecimiento en el cuarto trimestre del 1,6%, lo que representó una ligera caída desde la tasa del 1,8% en el tercer trimestre. Las señales para el primer trimestre de 2005 no son precisamente alentadoras y la disminución de la confianza en toda la zona, aparentemente una reacción a los altos costes de la energía, la elevada tasa de desempleo y la fortaleza del euro no son un buen presagio para un cambio a corto plazo.

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005



Fuente: Bloomberg, abril de 2005. El gráfico muestra el aumento del PIB de la zona euro.

**Existen algunas señales positivas:** Como nota optimista, han existido algunos desarrollos alentadores, incluyendo la continuada y moderada consolidación de la producción industrial, así como el primer incremento intermensual de las ventas minoristas de los tres últimos meses.

**La inflación aún es favorable:** La inflación permanece muy controlada, situándose la inflación subyacente en marzo en el 1,6% y la tasa principal en el 2,1%. El encarecimiento de la energía y de las materias primas sólo tiene un impacto limitado, ya que el elevado nivel de desempleo así como la baja confianza de los consumidores ejercen presión descendente.

**El BCE no cambia los tipos de interés:** El BCE mantuvo inalterados los intereses en el 2,0% en su reunión del 7 de abril. Prevedemos que los intereses europeos permanezcan en el mismo nivel como mínimo durante los próximos meses. El BCE ha dejado claro que opina que el nivel actual de los intereses es "apropiado," y prevé que el próximo cambio sea una subida más bien que un recorte.

**Seguimos optimistas:** La zona euro continúa enfrentándose a un complicado entorno macroeconómico. No obstante, pensamos que los continuos procesos de reestructuraciones corporativas serán un importante impulsor del valor a largo plazo. En general, no nos preocupa particularmente la desaceleración de las economías europeas, ya que existen señales prometedoras en distintos ámbitos.

## ***Japón: Perdura la inseguridad***

**Más datos negativos:** Tras un crecimiento del PIB sin cambios durante el último trimestre de 2004, comparado con el trimestre anterior, los datos sobre los gastos personales, que deberían mejorar significativamente para que se recupere la economía de Japón, permanecen débiles. En febrero los gastos de las unidades familiares cayeron el 1,8% comparado con el mes anterior y el 3,5% comparado con el año anterior. Ambos datos

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

Abril de 2005

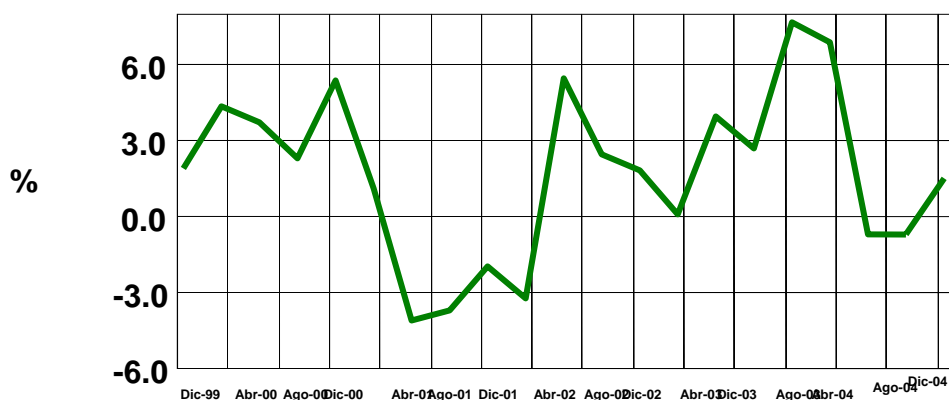
estaban previstos, pero bajaron fuertemente comparado con los datos anteriores. En otro ámbito, el índice económico de datos preliminares bajó hasta el 20,0%, su nivel más bajo desde finales de 2001 y una bajada desde el 54,4%. El último dato está muy por debajo del umbral de expansión del 50% y recalca la alta medida en la que la baja confianza de los consumidores y la percepción negativa del mercado laboral han frustrado la confianza general.

**La situación del desempleo también es negativa:** Hasta hace poco las mejoras del desempleo habían sido un punto bastante positivo de la economía japonesa. No obstante, en febrero la tasa de desempleo subió el 0,2% hasta el 4,7%, en contra de las expectativas de que se mantendría igual el desempleo. La tasa de oferta de empleo/demandantes permaneció estable, contradiciendo las previsiones de una mejora.

**El rebote de los pedidos es positivo:** Como nota más positiva, los datos preliminares sobre los pedidos de herramientas para maquinaria subieron en marzo hasta el 16,7% (interanual) y el 11,0% comparado con el mes anterior. La mejora tanto de los pedidos nacionales como internacionales impulsó el incremento. Realmente el aumento de las inversiones mundiales permanece en una tendencia subyacente positiva, aunque sólo ha sido un elemento positivo para Japón, que se encuentra en un entorno macroeconómico desafiante.

**Las dudas sobre la calidad de los datos persisten:** Aunque es evidente que la economía japonesa está sufriendo, seguimos creyendo que la situación de la economía japonesa no es tan mala como indican los datos finales. Muchas estadísticas que pretenden reflejar el estado subyacente de la economía se caracterizan por una volatilidad notoria, y muchos participantes del mercado quitan importancia a los cambios mensuales de estos datos.

## Aumento del PIB japonés: Débil



Fuente: Bloomberg, abril de 2005. El gráfico muestra el aumento real del PIB en precios de 1995, sobre una base anual.

**Prevedemos que el crecimiento y los intereses no se modifiquen:** Pese a los desafíos para Japón, prevemos que la economía de este país crezca en 2005, aunque es probable

# Informe sobre la estrategia de los mercados mundiales

**Abril de 2005**

que la debilidad de la demanda nacional signifique que el nivel de crecimiento será bajo. En otro ámbito, creemos que el Banco de Japón continuará con su política monetaria de interés cero durante un futuro próximo, ya que aún no existen señales de inflación en la economía japonesa.

A no ser que se indique lo contrario, todas las opiniones expresadas pertenecen a Pioneer Investments.

Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. A no ser que se indique lo contrario, la información ofrecida en el mismo es de Pioneer Investments y todas las opiniones expresadas pertenecen a Pioneer Investments. Estas opiniones susceptibles de cambiar en cualquier momento según la situación del mercado y otros factores. No se garantiza que los países, mercados o sectores obtendrán el resultado que se prevé. Las inversiones 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. Le rogamos lea detenidamente el folleto informativo antes de invertir.

En Hong Kong, para uso exclusivo de brokers y distribuidores. La distribución de este documento al público no está autorizada.

La distribución de este documento ha sido aprobada por Pioneer Global Funds Distributor, Ltd. En el Reino Unido, 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) para la provisión de servicios de inversión. El fondo es un plan de inversión colectiva no regulado según la Ley de Mercados y Servicios Financieros del Reino Unido de 2000, y por tanto no gozan de la protección ofrecida por el sistema normativo del Reino Unido.

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