

Panorama Semanal

Semana 6 de octubre de 2003

Escenario Macro

La estructura económica no ha variado. La economía en Estados Unidos crece en el tercer trimestre a un ritmo superior al 4% impulsada por los efectos que las medidas fiscales y monetarias están teniendo sobre el consumo y la inversión. A medio plazo se necesitan otros estímulos para que la marcha del PIB abandone la erraticidad. La evolución será de más a menos.

Europa sigue la estela de EEUU con cierto retraso en el ciclo aunque los indicadores de expectativas adelantan una recuperación el año próximo. Las políticas monetarias no sufrirán un giro violento (descuento de ligeras subidas): Las dudas sobre la consistencia de la recuperación no se aclararán hasta la segunda mitad del 2004. Ausencia de presiones inflacionistas.

El escenario sigue incierto ya que no se han ajustado los desequilibrios de la economía norteamericana y además se ha añadido un nuevo factor de incertidumbre (la volatilidad de las divisas tras la cumbre del G7) que puede precipitar la situación.

Renta Fija

El precio de la **renta fija soberana** ha repuntado en septiembre sin que se hayan producido cambios en el escenario de recuperación económica. Las valoraciones se han ajustado mientras que la volatilidad sigue siendo elevada. A medio plazo, la macro es desfavorable para la renta fija tradicional lo cual unido a la volatilidad de las divisas crea un contexto negativo (los tenedores extranjeros de bonos americanos exigirán un tipo más alto si observan riesgo de depreciación en el dólar) . Recomendamos los fondos de menor duración y eludir el riesgo de divisa.

Los diferenciales de crédito en la zona del **Investment Grade** continúan estancados en los niveles de junio (en torno a 60 puntos básicos) y no se

esperan movimientos en los mismos. La evolución del valor liquidativo de los fondos de renta fija privada vendrá más determinada por el riesgo de tipo de interés que por el de crédito. En conclusión, peores perspectivas absolutas que el resto de activos con diferencial aunque frente a la renta fija tradicional sigue siendo más atractiva.

El **High Yield** mantiene los mismos factores positivos de meses anteriores (flujos de dinero, fundamentales favorables, mejora de los *rating*) por lo que se recomienda continuar con nuestra apuesta estructural. A muy corto plazo pueden pesar los máximos anuales alcanzados aunque no conviene arriesgarse en el timing cuando la visión de fondo es positiva y el momentum tan favorable.

La **Renta Fija Emergente** continúan siendo una de las apuestas clave. La reunión de Dubai concluyó mostrando un panorama de mejoría para los principales emisores. Los diferenciales a pesar de haberse estrechado siguen siendo suficientes (475 pb) para compensar el riesgo, tal y como reflejan las entradas fuertes que siguen produciéndose en los fondos especializados.

Renta Variable

La **renta variable** ha sufrido una corrección en septiembre como consecuencia de un aumento en la prima de riesgo en un mercado sobrecomprado. No obstante, a medio plazo el entorno positivo se mantiene, las valoraciones atractivas, se ha producido un ajuste de los indicadores técnicos, la rentabilidad por dividendo es superior al precio del dinero.

El **mercado de renta variable favorito es el europeo**, con un comportamiento relativo en el año y mayor potencial de recuperación de beneficios empresariales.

La **bolsa española** comienza a ser igual de atractiva, ya que ha corregido la mitad del diferencial que tenía en junio y se ha producido un ajuste en la valoración relativa.

Respecto a **Estados Unidos**, el comportamiento frente a Europa es prácticamente idéntico si se incorpora el efecto del tipo de cambio y no se esperan diferencias muy amplias. Preferimos Europa a USA aunque por la composición sectorial del primero los movimientos serán más acusados (tanto en subidas como en bajadas).

El **dólar** continúa sometido a una volatilidad muy alta lo cual dificulta predecir una tendencia clara a corto plazo. Recomendamos fondos en euros en todas las categorías y utilizar fondos especializados en la gestión de divisas para hacer apuestas.