

OUTLOOK | 1S 2017

Índex

SOBRE ELS AUTORS Benvingut, estem a la seva disposició.....	02
GLOBAL OUTLOOK La recuperació guanya tracció.....	03
ESTATS UNITS L'efecte Trump es fa esperar.....	04
EUROPA L'interrogant polític plana sobre el vell continent.....	05
MERCATS EMERGENTS Positius, tot i ser selectius.....	06
RENDA VARIABLE Oportunitats a la vista, però amb cautela.....	08
RENDA FIXA Les TIR no han acabat de repuntar.....	10
VIEW ON ASSETS La visió en 12 punts.....	12
AVÍS LEGAL 	13

Benvingut, estem a la seva disposició

Benvingut. Si està llegint aquestes pàgines és perquè li interessa el món de les inversions i les finances. Aquest document li permetrà trobar els indicis que ens porten a fomentar la nostra opinió corporativa en relació amb els mercats i les perspectives per al trimestre següent.

Des de Vall Banc estem convençuts que un bon servei es basa en coneixement i experiència. En el nostre equip trobarà la millor combinació d'aquesta fórmula, amb perfils heterogenis, visions transversals del mercat, experiència internacional i una perícia multidisciplinària.

Aprofitem per comentar-li que la nostra visió de mercat es nodreix de les informacions que ens arriben de diferents fonts, des de la més que coneguda Bloomberg, passant pels últims informes dels bancs centrals, afegint informacions diàries i controlant constantment el mercat.

Com bé sabrà, Vall Banc disposa, a més, d'un acord amb BlackRock que ens permet usar el seu model de gestió d'actius per crear quatre perfils de carteres innovadores. Tot aquest saber fer també està a la seva disposició.

A més, si en aquestes pàgines no troba resposta a les seves preguntes, no dubti a trucar-nos. L'atendrem amb molt de gust.



Av. Carlemany, 119
Escaldes-Engordany
Principat d'Andorra

Tel. +376 750 760
www.vallbanc.ad

La recuperació guanya tracció

A finals de 2016 l'economia global va experimentar una millora en el creixement i aquesta inèrcia positiva s'ha traslladat també als primers mesos de 2017. El PIB global s'ha situat en el 0,9% trimestral i, durant el primer trimestre de 2017, podria superar aquesta magnitud gràcies a la millora de les principals economies desenvolupades, amb els Estats Units al capdavant i amb Europa creixent per sobre de la seva taxa potencial (1,5% anual). A la Xina, els estímuls monetaris i fiscals adoptats l'any passat comencen a donar els seus fruits, fet que ha impactat de manera positiva en la resta d'economies de l'àrea. Malgrat això, les autoritats xineses esperen un creixement entorn del 6,5% per a aquest 2017. Per la seva banda, Amèrica Llatina dona senyals disperss amb països que es beneficien de la recuperació dels preus de les matèries primeres (Brasil), altres que treuen partit de les reformes econòmiques adoptades i de la inversió estrangera (Argentina), i altres, com Mèxic, que pateixen la incertesa de les polítiques de l'Administració Trump.

	PIB			2018
	2016	2017	2017	
		previ	consens	
Món	2,90%	3,20%		3,40%
EUA	1,90%	2,00%	2,20%	2,30%
Zona Euro	1,70%	1,70%	1,60%	2,30%
↳Alemanya	1,70%	1,70%	1,60%	1,60%
↳Espanya	3,00%	3,00%	2,50%	2,10%
Xina	6,80%	6,80%	6,50%	6,20%
Brasil	-2,46%	-2,46%	0,70%	2,20%
Mèxic	2,38%	2,38%	1,55%	2,10%
Rússia	-0,40%	0,30%	1,20%	1,55%

Tot i que el 2016 es tanca amb un creixement per sota del de 2015 (3% respecte al 3,3%), per al 2017 esperem una acceleració del creixement global, tot i que persisteixen els claroscurs en forma d'incertesa política. D'una banda, cal concretar les grans línies de la política de l'Administració Trump. D'una altra, a Europa són les diferents eleccions el principal focus d'instabilitat. Fins a dia d'avui hem superat els comicis neerlandesos amb bona nota, ja que s'ha frenat l'auge del partit euroescèptic.

Queden més exàmens: la invocació el 29 de març per part del Regne Unit de l'article 50 del Tractat de Lisboa, la primera volta de les eleccions presidencials el 23 d'abril a França i al juny se celebraran les eleccions legislatives. Sense oblidar la revàlida de setembre amb els comicis a la Cancelleria alemanya.


El repunt de la inflació obre un altre front d'instabilitat, els preus als Estats Units han passat de créixer la primera part de 2016 a taxes anuals de l'1% a accelerar-se a final d'any fins a nivells del 2,1%, i en aquest 2017 la xifra corresponent al mes de febrer ha arribat a nivells del 2,7%. A l'Eurozona hem assistit a un moviment similar: a principis de 2016 la taxa anual superava amb prou feines nivells del 0,2% anual, per accelerar-se fins a nivells de l'1,1% al desembre i arribar al 2% a la lectura corresponent a febrer. L'acord aconseguit per l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) amb altres països exportadors de petroli ha permès una recuperació del preu del cru, però també la millora de l'activitat ha repercutit en l'alça dels preus de les *commodities*. L'efecte dominó ha comportat que les taxes d'inflació anual s'hagin situat aquest primer quart d'any en els nivells objectiu dels bancs centrals, fet que podria portar a un enduriment gradual de les polítiques monetàries.

	IPC			2018
	2016	2017	2017	
		previ	consens	
Món	2,70%	3,00%		3,10%
EUA	2,10%	2,70%	2,50	2,40%
Zona Euro	1,10%	1,50%	1,70%	1,50%
↳Alemanya	1,70%	1,60%	1,80%	1,60%
↳Espanya	1,60%	2,30%	1,95%	1,50%
Xina	2,10%	0,80%	2,20%	2,30%
Brasil	6,29%	4,76%	4,30%	4,50%
Mèxic	5,40%	4,60%	5,20%	3,80%
Rússia	3,36%	4,86%	4,40%	--

L'efecte Trump es fa esperar

Els Estats Units van tancar el 2016 amb un creixement de l'1,6%, gràcies a una segona meitat de l'any molt més positiva que la primera. Els primers mesos del 2017 les magnituds macro han seguit mostrant fortalesa, amb un mercat laboral dinàmic, que afegeix de mitjana més de 200.000 nous llocs de treball mensuals.

La reforma fiscal promesa durant la campanya presidencial per Donald Trump està impulsant la confiança tant de llars com d'empresaris. La política fiscal expansiva pot contrarestar l'enduriment de la política monetària per part de la Reserva Federal.

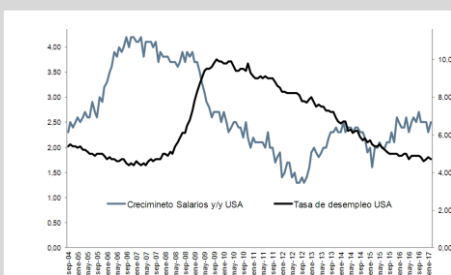
 El primer gran escull es presenta en forma d'*ObamaCare*: sense les retallades en sanitat es fa difícil poder concretar la retallada d'impostos i l'expansió fiscal

Després de l'increment de tipus dut a terme al desembre, la FED ha tornat a incrementar els tipus d'interès en 25 punts bàsics durant la reunió del 14 i 15 de març, deixant-los en el rang 0,75% / 1,00%.

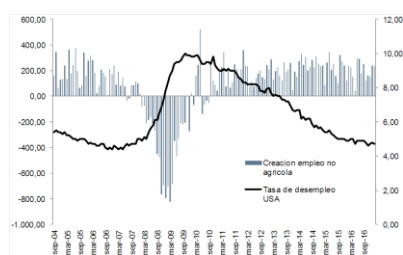
D'aquí en endavant es preveuen dues noves pujades de tipus d'interès, el que els situaria a final de 2017 en el rang 1,25% / 1,50%. La Reserva Federal constata

una lleu millora en les perspectives de creixement i inflació, que es basa sobretot en les expectatives d'expansió fiscal; el pressupost federal s'ha de tancar al maig, per tant, els estímuls només s'aplicarien al 2018. La millora de l'economia s'ha traslladat als resultats empresarials. El 4T16 ha significat clarament un punt d'inflexió per als beneficis empresarials. Així, el benefici mitjà de les empreses de l'índex S&P 500 ha crescut un 5,6% durant el període, després de molts trimestres d'estancament.

L'agenda política pot ser un focus d'inestabilitat. L'Administració Trump vol desmantellar el llegat dels vuit anys de l'Administració Obama. El primer gran escull es presenta en forma d'*ObamaCare*: sense les retallades en sanitat es fa difícil poder concretar la retallada d'impostos i l'expansió fiscal.



Taxa d'aturats i creixement salarial



Evolució del mercat laboral als Estats Units

L'interrogant polític plana sobre el vell continent

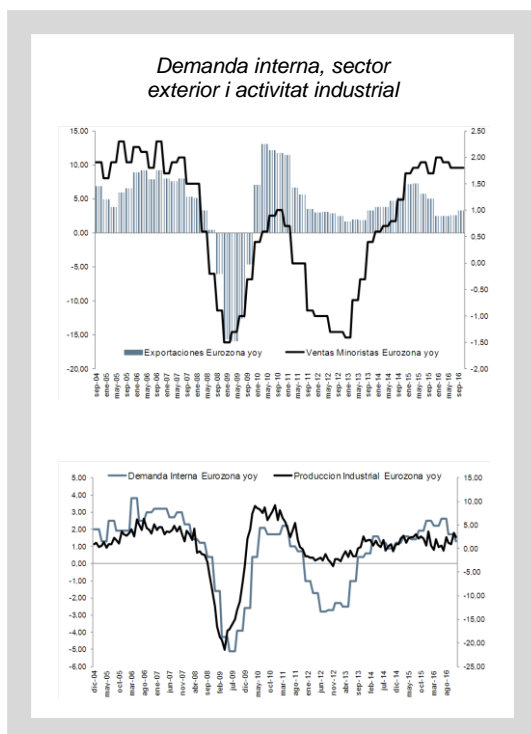
L'Eurozona segueix amb el seu gradual procés de recuperació.

El 2016 el PIB va augmentar a un ritme de l'1,7% gràcies en bona mesura a la millora experimentada durant el quart trimestre. L'impuls del creixement en aquest període va venir de la mà de la recuperació de l'activitat industrial, però també —i en menor mesura— de les exportacions.

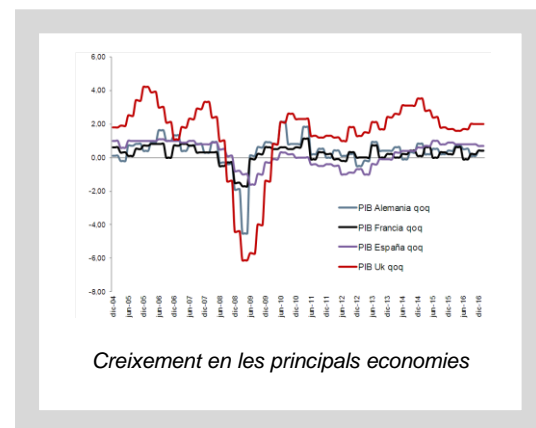
El creixement econòmic a l'Eurozona es podria veure perjudicat per la incertesa política, però també per la reducció del consum privat

Tots els països estan contribuint a aquest creixement, si bé Itàlia segueix sent el país que més inquietuds genera tant en el pla polític, com en l'econòmic. Com hem dit anteriorment, l'agenda política per a aquest 2017 a Europa és molt intensa, esquitxada d'eleccions en les dues principals economies de l'àrea.

La política monetària a la zona euro continuarà sent acomodaticia com en l'actualitat, tot i que podem assistir a una alça de les TIR. Si bé els riscos a la baixa s'han reduït, el president del Banc Central Europeu manté en el seu discurs un to caut per evitar haver d'iniciar el debat de l'inici del *tapering*, i havent de suportar una creixent pressió d'Alemanya.



En aquest primer trimestre la dinàmica econòmica segueix sent positiva, la taxa d'atur se situa en el 9,6%, en mínims des de maig de 2009, els índexs PMI tant de manufactures com de serveis s'han consolidat per sobre del nivell 50 que marca la frontera entre contracció i expansió de l'activitat. Aquestes últimes dades estarien apuntant a un creixement lleugerament superior a l'1,5%.

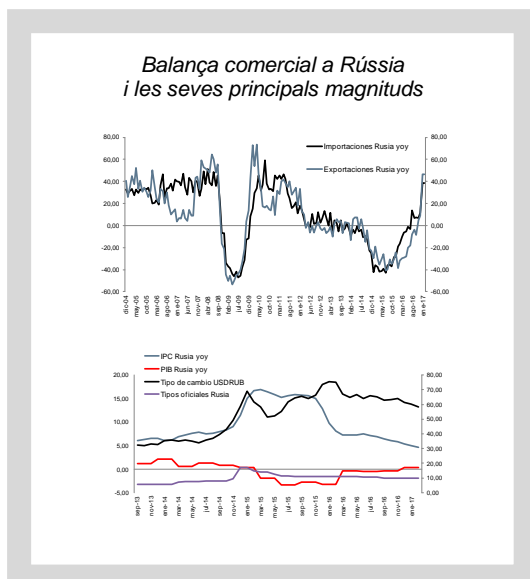


El creixement econòmic a l'Eurozona es podria veure perjudicat els propers mesos per la incertesa política, però també per la reducció en l'aportació a aquest del consum privat, explicat per l'alça dels preus de l'energia i per l'enduriment moderat de les condicions de finançament.

Positius, tot i ser selectius

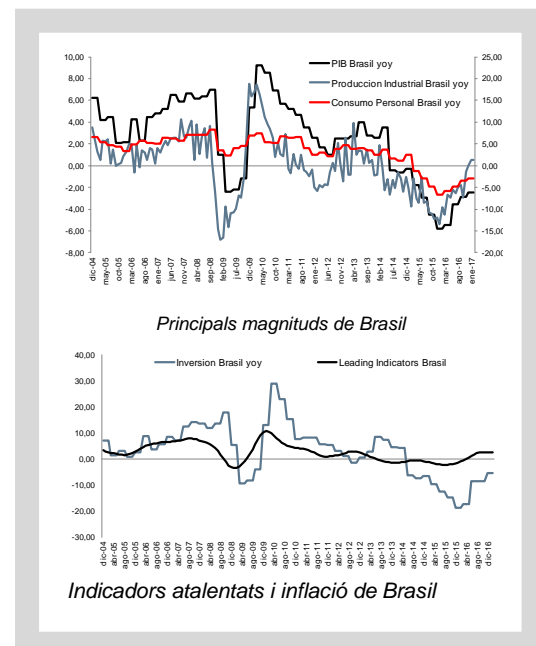
En les economies dels països emergents veiem certes disparitats. A la Xina, com en els principals països desenvolupats, assistim a una acceleració del creixement l'últim trimestre de 2016. Així, l'economia xinesa es va expandir un 6,7% anual, xifra lleugerament per sobre del consens. Les dinàmiques de l'últim trimestre de 2016 s'han traslladat a l'inici del 2017 amb indicadors, com la producció industrial i les vendes al detall, que gaudeixen de bona salut. El principal repte de la Xina és l'elevat volum de deute que tresoreja. Al tancament de 2016 el deute arribava a nivells del 247% sobre el PIB. Pel que fa a política, en el 19è Congrés del Partit Comunista xinès, que se celebrarà l'últim trimestre de 2017, es produirà una important remodelació del Comitè Central del Partit. Aquest últim òrgan va situar la previsió de creixement per al 2017 en el 6,5%.

Rússia, per la seva banda, es beneficia de l'estabilització del preu del cru a l'entorn dels 50 dòlars el barril. El 2016 va ser l'últim any de contracció econòmica amb una caiguda del PIB del 0,4%. Per al 2017, les previsions del Kremlin, tot i que modestes, apunten a un creixement de l'1%.



A mesura que avanci l'any l'efecte esglaió s'anirà diluint i les pressions inflacionistes aniran remetent, el que hauria de portar l'or a corregir bona part dels guanys obtinguts

Els països llatinoamericans són el màxim exponent de la disparitat entre economies: mentre Brasil sembla haver superat la crisi financera i política, és Mèxic qui pateix la incertesa de les polítiques de l'Administració Trump, sobretot pel que fa a política comercial. La depreciació del peso ha comportat un repunt de la inflació, la qual cosa comportarà un enduriment de la política monetària per ancorar les expectatives d'inflació.



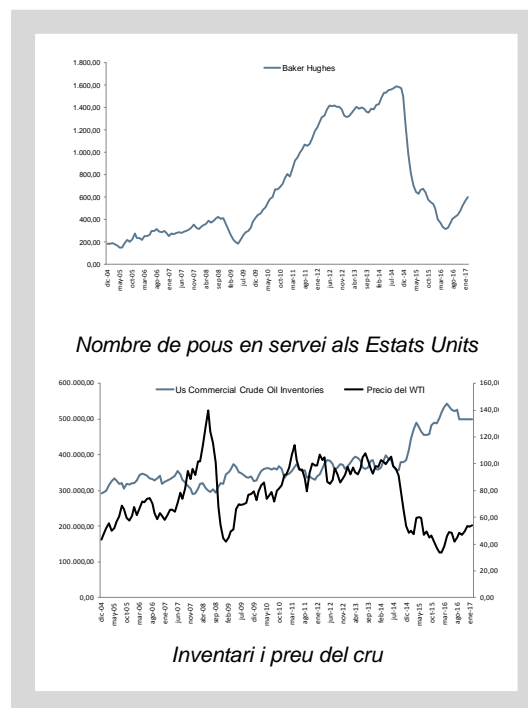
Turquia es troba en una deriva presidencialista i la situació política és convulsa, sense oblidar la guerra de Síria a la seva frontera sud. Salvant les distàncies, l'economia turca pateix els mateixos mals que l'economia mexicana. Aquí la depreciació de la lira pot provocar un repunt de tipus d'interès en un entorn de baix creixement. Aquest últim s'hauria de situar a l'entorn del 2,5% l'any en curs.

Més informació relativa a Rússia i Brasil a la pàgina següent.

Commodities

El petroli va viure un 2016 molt intens: a principis d'any assistim a caigudes pròximes al 30% que van deixar el barril de cru per sota dels 26 dòlars; posteriorment, i coincidint amb els acords de l'OPEP que es van estendre a altres països exportadors de petroli, va permetre una recuperació del barril més enllà dels 55 dòlars i va tancar l'any amb una revaloració del 55%. El 2017 esperem que la tendència alcista del petroli es mantingui. Aquests primers mesos hem assistit a un rang lateral molt definit pel suport a 50 dòlars i la resistència en els 60. L'OPEP de moment ha aconseguit establir el preu en aquest entorn de 50 dòlars, i cada vegada cobra més força l'extensió de les retallades més enllà del 30 de juny de 2017 amb l'objectiu de reduir els nivells d'inventaris. Si es produeix aquesta extensió, els propers mesos es podria consolidar el nivell del barril a 60 dòlars i fins i tot per sobre. Un informe recent de l'Agència Internacional de l'Energia (AIE) constata un dèficit entre oferta i demanda que se situarà en 2 milions de barrils diaris a l'horitzó 2022.

Aquest primer quart de l'any l'or s'ha revalorat una mica més d'un 8,5%, fins als 1.246 dòlars l'unça. Aquest alça s'explica pel repunt dels preus, que han portat la inflació per sobre dels nivells objectiu que manegen alguns bancs centrals.



Pensem que, a mesura que avanci l'any, l'efecte esglaó s'anirà diluint i les pressions inflacionistes tendiran a remetre, el que hauria de portar l'or a corregir bona part dels guanys obtinguts aquest primer trimestre.

Taula de magnituds macroeconòmiques de Rússia i Brasil

RUSIA								
		Último		Periodo	Anterior		Año Anterior	
PIB	PIB	4,70% t/t	0,30% a/a	31-dic-16	8,10% t/t	-0,40% a/a	4,00% t/t	-3,20% a/a
Consumo privado	Consumo Familias	4,35% t/t	-3,20% a/a	31-dic-16	6,78% t/t	-4,80% a/a	2,63% t/t	-11,30% a/a
	Crecimiento Salarios	1,30% m/m	1,30% a/a	28-feb-17	-26,00% m/m	3,10% a/a	30,90% m/m	2,80% a/a
	Tasa Desempleo	5,37% t/t		31-dic-16	5,23% t/t		5,70% t/t	
Sector público	Deuda sobre PIB	13,70%		31-dic-16	9,40% t/t		9,40%	
	Déficit sobre PIB	-3,93% t/t		31-dic-16	-3,80% t/t		-2,77% t/t	
Inversion	Inversion	54,89% t/t	-0,30% a/a	31-dic-16	8,99% t/t	-0,80% a/a	54,03% t/t	-10,50% a/a
	Producción industrial	-0,60% m/m	-2,70% a/a	28-feb-17	-23,80% m/m	2,30% a/a	5,80% m/m	0,20% a/a
Saldo neto exterior	Importaciones	-29,80% m/m	38,80% a/a	31-ene-17	10,60% m/m	11,70% a/a	10,60% m/m	11,70% a/a
	Exportaciones	-19,70% m/m	46,60% a/a	31-ene-17	17,80% m/m	8,90% a/a	17,80% m/m	8,90% a/a
Precios	Inflación	0,20% m/m	4,60% a/a	28-feb-17	0,60% m/m	5,00% a/a	0,40% m/m	5,40% a/a
	Precios de producción	0,80% m/m	15,10% a/a	28-feb-17	3,30% m/m	12,90% a/a	0,60% m/m	7,40% a/a
Variables financieras	TIR a 2 años	2,01%		3-abr-17	1,81%		2,69%	
	TIR a 10 años	4,17%		3-abr-17	4,12%		4,46%	
Expectativas	Confianza Consumidor	-18,00 t/t		31-dic-16	-19,00 t/t		-26,00 t/t	
BRASIL								
		Último		Periodo	Anterior		Año Anterior	
PIB	PIB	-0,90% t/t	-2,46% a/a	31-dic-16	-0,72% t/t	-2,87% a/a	-1,20% t/t	-5,76% a/a
Consumo privado	Consumo Privado	-2,55% t/t	-2,90% a/a	31-dic-16	-1,36% t/t	-3,44% a/a	-4,40% t/t	-6,72% a/a
	Tasa Desempleo	12,90% t/t		31-mar-17	11,90% t/t		11,90% t/t	
Sector público	Deuda sobre PIB	75,40%		31-dic-16	66,50% t/t		66,50%	
Inversion	Inversion	-1,56% t/t	-5,44% a/a	31-dic-16	-2,55% t/t	-8,43% a/a	-4,71% t/t	-18,69% a/a
	Producción industrial	-0,10% m/m	1,40% a/a	31-ene-17	2,40% m/m	-0,10% a/a	2,40% m/m	-0,10% a/a
Saldo neto exterior	Importaciones	3,24% t/t	-1,11% a/a	31-dic-16	-3,09% t/t	-6,83% a/a	-5,57% t/t	-19,58% a/a
	Exportaciones	-1,79% t/t	-7,62% a/a	31-dic-16	-3,15% t/t	0,17% a/a	3,42% t/t	12,27% a/a
Precios	Inflación	0,33% m/m	4,76% a/a	28-feb-17	0,38% m/m	5,35% a/a	0,30% m/m	6,29% a/a
	Precios de producción	-0,26% m/m	0,30% a/a	28-feb-17	0,28% m/m	-0,03% a/a	0,70% m/m	0,78% a/a
Variables financieras	TIR a 2 años	9,58%		3-abr-17	9,85%		11,03%	
	TIR a 10 años	10,06%		3-abr-17	10,24%		11,40%	
Expectativas	Confianza Consumidor	104,40 m/m		28-feb-17	103,80 m/m		100,30 m/m	
	Leading Indicators	2,54 m/m		30-sep-16	2,19 m/m		-1,64 m/m	

Oportunitats a la vista, però amb cautela

Renda variable als Estats Units

Les expectatives de polítiques procreixement, combinades amb la millora de les magnituds macro, han portat les valoracions de les borses americanes a nivells de vertigen. Els resultats empresarials del 4T16 han estat positius i aquesta tendència s'hauria de mantenir al llarg de l'any. S'espera un creixement dels beneficis per al conjunt de 2017 al voltant del 6%, sense comptar amb les retallades impositives que s'han de produir i que incrementarien l'última línia del compte de resultats.

Amb un posicionament neutral, encara veiem valor en sectors com *Technology*, *Aerospace & Defence*, *Banks*, *Oil & Gas*. El sector *Technology* ha tingut un pitjor comportament relatiu respecte a altres sectors, producte de la sobreacció provocada per la limitació dels visats a certs països i per l'impacte de la reforma fiscal. Aquestes companyies s'haurien de beneficiar d'una menor taxa impositiva per la repatriació de fons de l'exterior. És un sector que ens permet posicionar-nos en camps com la ciberseguretat, l'Internet de les coses, la migració al "núvol"... El sector *Aerospace & Defence* es beneficia de l'increment de la despesa pública: l'increment del pressupost en 54.000 milions de dòlars, s'afegeix una partida de 65.000 milions més per al que es coneix com *Overseas Contingency Operations* (OCO). Pel que fa als bancs, aquests veuen millorar els seus RoE de la mà d'uns tipus d'interès més elevats i del creixement dels préstecs, gens menyspreable pot ser l'impacte que puguin tenir unes menors regulacions. En el sector *Oil & Gas*, la consolidació del preu del petroli en els 50 dòlars i la possible extensió de les retallades de producció per part de l'OPEP i altres països exportadors més enllà del segon trimestre podria incrementar el preu del barril a l'entorn dels 60 dòlars i fins i tot per sobre.



Preferim empreses de l'Europa continental a les del Regne Unit. L'impacte del *Brexit* pot ser molt negatiu.

Renda variable a Europa

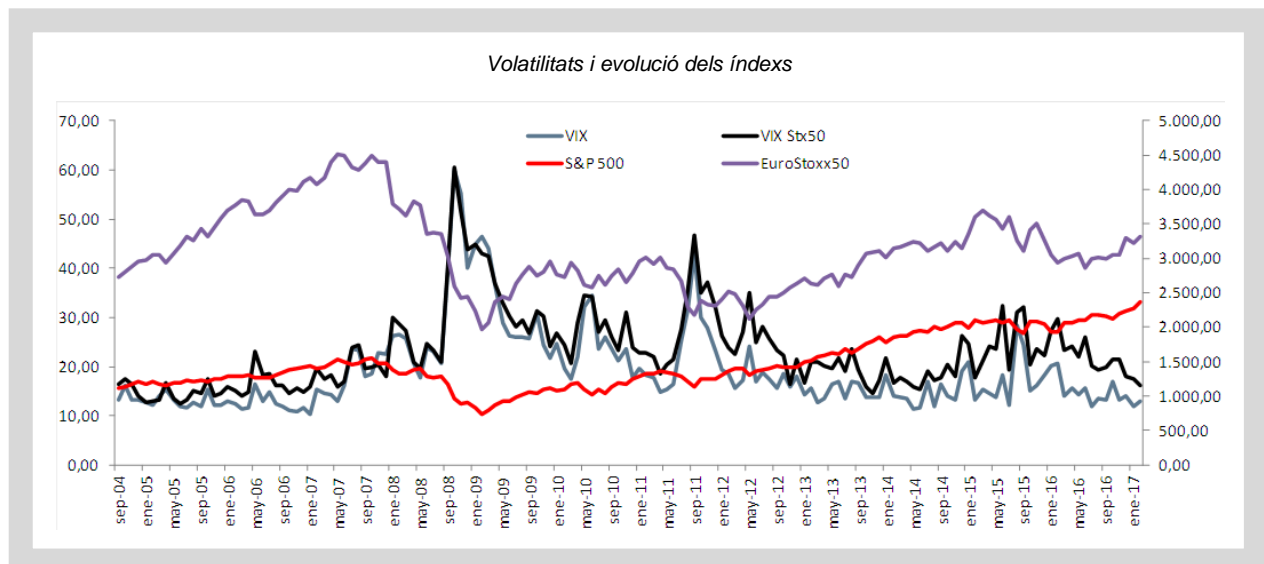
La recuperació econòmica està guanyant tracció al vell continent; a més, les companyies europees es beneficien del procés de reflació global. Els resultats empresarials corresponents a l'últim trimestre de 2016 han estat positius i podríem veure creixements de beneficis per al 2017 a l'entorn del 8% / 10%. Els inversors estan posant en preu el risc polític de les eleccions a França i Alemanya, per aquest motiu els índexs europeus cotitzen amb descompte respecte als seus homòlegs nord-americans; pensem que un cop superats aquests esculls en forma d'urnes podem veure un *catch-up* dels mercats europeus sobre els parquets nord-americans. Els nostres sectors de predilecció són aquells que es beneficien de la reflació; aquí trobem *Metals & Mining*, *Oil & Gas*, *Construction & Building Materials*, *Telecoms*, *Banks*.

Preferim empreses de l'Europa continental a les del Regne Unit. L'impacte del *Brexit* pot ser molt negatiu: a l'increment de la inflació explicat per la caiguda de la lliura s'afegeix la pèrdua d'accés al mercat únic europeu. Veiem, doncs, una reducció de marges i de beneficis futurs.

Per al sector *Metals & Mining*, encara veiem marge d'apreciació de les matèries primeres impulsades per la demanda, l'excés de flux de caixa pot ser distribuït entre els accionistes. Les empreses del sector *Oil & Gas* es troben en mode "disciplina fiscal" i reduint el CAPEX. Esperem que el preu del petroli segueixi amb la seva tendència alcista durant l'any en curs i el 2018. Un sector cíclic com *Construction & Building Materials* es beneficia de l'acceleració del creixement, però també de l'increment de la despesa pública. La recuperació de la inflació és un baló d'oxigen per al sector de les telecomunicacions, molt castigat per anys de baixa inflació. La política de retribució a l'accionista

es mantindrà estable o fins i tot s'incrementarà un cop s'han estabilitzat els fluxos de caixa en un entorn de menor CAPEX. El sector *Banks* a Europa és a prop de tocar fons, les sorpreses poden venir de la mà d'una menor regulació i de la concentració del sector que beneficia els grans grups financers.

Ens trobem en un punt en què la complaença dels mercats ha arribat a nivells extrems; així veiem com les volatilitats han arribat a la zona de mínims, mentre que els índexs es troben en màxims, l'S&P marca màxims històrics i l'Eurostoxx-50, a màxim de 15 mesos. Aquesta complaença ens fa ser cautelosos.

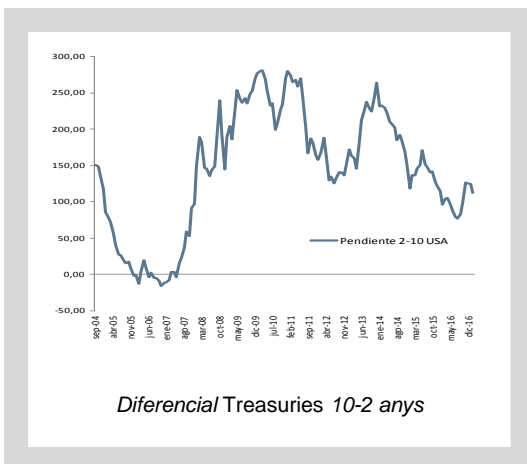


Les TIR no han acabat de repuntar

Renda fixa als Estats Units

La Reserva Federal continua amb la seva progressiva normalització de la política monetària. Tot i que la inflació es pot situar de manera conjuntural per sobre del nivell del 2% establert per la FED, no es preveu una acceleració en el ritme de pujades de tipus o més pujades de les indicades en la reunió del passat mes de desembre, missatge ratificat en la reunió de març.

Ens trobem, doncs, en ple cicle de pujades de tipus d'interès i per aquest motiu vam deixar aparcat els *Treasuries* i també la durada. El segment *High Yield* americà es troba dominat per companyies relacionades amb la indústria del petroli, ja s'ha produït un estrenyiment de diferencials motivat per l'estabilització del preu del petroli, però queda marge de millora si els preus reben un impuls a l'alça de la mà de la pròrroga dels acords de l'OPEP per mantenir la reducció de les quotes de producció.



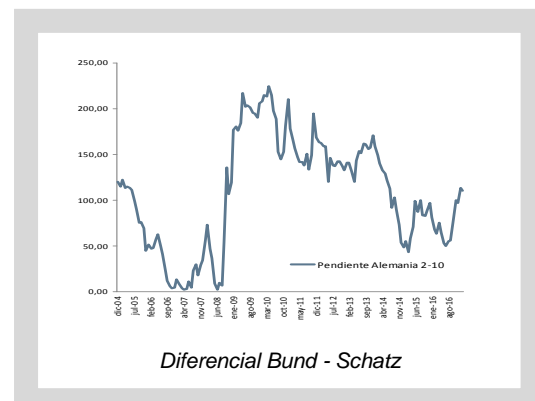
Renda fixa a Europa

Tot i que el Banc Central Europeu no té previst incrementar els tipus d'interès a curt termini, alguns factors poden pressionar a l'alça les rendibilitats; d'una banda, l'increment de TIR als Estats Units i, de l'altra, l'inici del debat sobre el *tapering*. Si la inflació es manté en nivells pròxims a l'objectiu manejat pel BCE, és molt probable que s'intensifiqui el debat sobre la necessitat de començar a retirar part dels estímuls. En aquest entorn privilegiem les durades curtes, ja que hauríem d'assistir a un *steepening* de la corba. Les primeres que ofereixen els venciments llargs són insuficients a la vista del risc en què s'ha incorregut.

	Ultimo	Ultimo trimestre	Fin año anterior
iTraxx Europe Senior. Fro.	82,86	93,69	93,69
iTraxx Europe Subor. Fro.	196,94	221,90	221,90
iTraxx Europe Crossover	267,11	287,83	287,83
Spread A-10yr USA	0,99	0,93	0,93
Spread BBB-10yr USA	1,57	1,50	1,50
Spread HY-10yr USA	3,45	3,68	3,68

Principals índexs de crèdit


Els diferents programes de compres d'actius implementats pel BCE han comprimit els *spreads* de manera dramàtica; així, el *Corporate Sector Purchase Program* (CSPP) ha reduït els *spreads* del segment *Investment Grade*, per aquest motiu veiem valor en el món *Corporate High Yield*. En canvi, per al deute de govern, veiem escàs valor en els nivells de rendibilitats assolits.



Renda fixa emergent

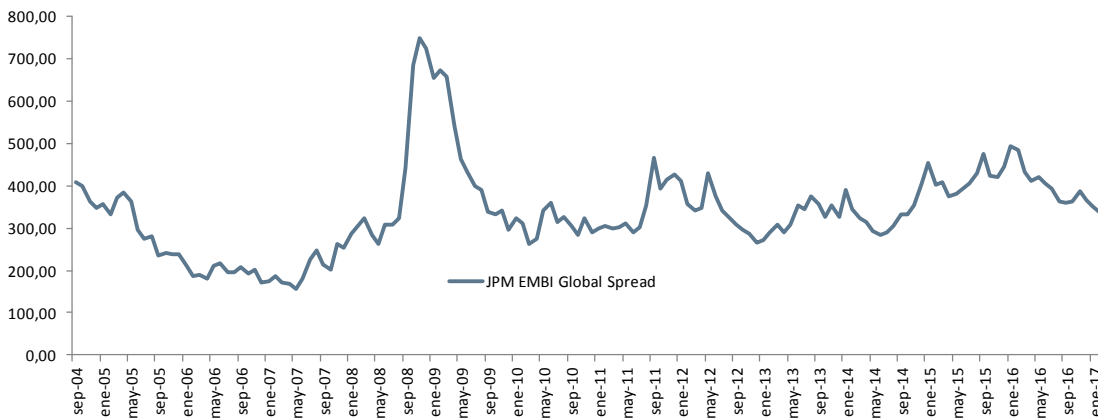
Per a aquells inversors que busquen més retorns, els països emergents ofereixen atractives rendibilitats en un entorn favorable. Brasil està duent a terme polítiques promercat, amb reformes estructurals que tenen per objectiu reduir el risc país. Estem assistint a una reducció de la inflació i dels tipus d'interès des de nivells del 14,25% al 12,25% actual del tipus SELIC.

A més, Brasil gaudeix d'una elevada exposició al sector *commodities*. Rússia es beneficia de l'alça del cru.

 Els emergents segueixen tenint una elevada dependència del comerç, una frenada d'aquest suposaria un risc per a l'economia d'aquests països

L'estabilització de l'economia i el desglaç de les relacions internacionals permeten al Banc Central de Rússia seguir amb la seva progressiva rebaixa de tipus que en l'actualitat se situen en nivells del 9,75%. La inflació es continua moderant a nivells per sota del 5% després d'haver arribat a nivells per sobre del 15% el 2015. Prendríem exposició en aquests països en *hard currency*, sabent que el principal risc pot venir de les polítiques proteccionistes que vol implementar l'Administració Trump. Els països emergents segueixen tenint una elevada dependència del comerç global, una frenada d'aquest suposaria un risc per a les finances d'aquestes economies.

Evolució dels spreads als països emergents



La visió en 12 punts

<p>1 Estats Units</p>	<p>La derrota de Trump desperta dubtes sobre la seva capacitat per dur a terme les polítiques promeses. Les valoracions romanen exigents i les expectatives han fet un pas enrere.</p>	
<p>2 Europa</p>	<p>Dades marc positives i, sempre que els dubtes comencin a aclarir-se, podríem veure una rotació cap a Europa. El repunt dels tipus de marge a financeres i energètiques. <i>Small caps</i> enfront de <i>large caps</i>.</p>	
<p>3 Espanya</p>	<p>Un dels millors mercats a Europa; això no obstant, la macro sembla haver perdut <i>momentum</i>. Dubtes polítics sobre la capacitat del govern de dur a terme reformes.</p>	
<p>4 Emergents</p>	<p>Un dòlar debilitat i un preu de les matèries primeres estable podria impulsar els emergents. Positius en economies com Rússia o Brasil per l'impacte d'un petroli més elevat. Brasil, per les reformes.</p>	
<p>5 Govern EUA</p>	<p>Bons lligats a inflació com a cobertura de les carteres de renda fixa.</p>	
<p>6 <i>Corporate</i> EUA</p>	<p>Curt termini i FRN. Més positius en sectors relacionats amb matèries primeres. Positius en HY i MBS Non Agency per la baixa durada.</p>	
<p>7 Govern Europa</p>	<p>Perifèrics que assumeixen riscos d'una retirada de QE. Positius en bons lligats a la informació (també al Regne Unit).</p>	
<p>8 <i>Corp.</i> Europa</p>	<p><i>Investment Grade</i> o <i>High Yield</i>. Durades intermèdies per evitar possibles xocs.</p>	
<p>9 Deute emergent</p>	<p>El potencial s'ha vist reduït; tot i així, el <i>carry</i> és més gran que en països desenvolupats. Optaríem per durades baixes.</p>	
<p>10 <i>Commodities</i></p>	<p>L'OPEC és incapaç d'estabilitzar els preus, a la qual cosa cal sumar l'increment de pous oberts als Estats Units.</p>	
<p>11 <i>Currencies</i></p>	<p>Tipus de canvi que es mouen en un rang segurament entre 1,05-1,10 durant els propers mesos. Esperem volatilitat.</p>	
<p>12 <i>Altres/Cash</i></p>	<p>Afavorim <i>cash</i> per reduir risc i volatilitat, i per aprofitar oportunitats tàctiques.</p>	

Avís legal

Data de publicació: 15 d'abril de 2017.

Aquest document ha estat elaborat únicament per a fins informatius i per a l'ús exclusiu del destinatari. No es garanteix la fiabilitat ni la integritat d'aquest document, ni s'assumeix cap responsabilitat per les pèrdues que puguin derivar-se del seu ús. Aquest document no s'ha de distribuir sense el consentiment de Vall Banc, SAU. En cap cas es pot considerar un assessorament financer, fiscal o comptable.

La seva distribució en altres països pot estar subjecta a les restriccions que estableixin les lleis o reglaments locals.

Grup Vall Banc. Tots els drets reservats.