

**GO!** *Global Outlook* | 4T 2017

# Contingut

<b>VISIÓ GLOBAL</b>   Un final d'any amb esperança.....	04
<b>RENDA VARIABLE</b>   Oportunitats en temps d'incertesa .....	06
<b>RENDA FIXA</b>   Malgrat tot, les emergents mantenen l'atractiu.....	09
<b>VIEW ON ASSETS</b>   La visió en onze punts .....	11
<b>AVÍS LEGAL</b>   .....	12

## Un final d'any esperançador

**E**l segon semestre del 2017 es preveu que sigui millor que el primer. Les principals magnituds macro apunten a una acceleració del creixement econòmic. Així ho recull el Banc Central Europeu (BCE), que ha revisat a l'alça el creixement per a aquest 2017, de l'1,9% fins al 2,1%. Els Estats Units tampoc no es queden enrere: a l'espera de conèixer el PIB del tercer trimestre, tot indica que l'economia s'haurà expandit al voltant del 3% anual.

País	PIB		
	2016	2017	2018
		Previo	Consenso
Mundo	2,90%	3,40%	3,50%
EEUU	1,80%	2,20%	2,30%
Zona Euro	1,90%	2,30%	2,30%
Alemania	1,80%	2,10%	1,80%
Espanya	3,00%	3,10%	2,50%
China	6,80%	6,90%	6,40%
Brasil	-2,46%	0,26%	2,40%
México	2,34%	1,77%	2,20%
Rusia	0,30%	2,50%	1,70%

I ara sembla que efectivament el president nord-americà, Donald Trump, està en disposició de portar a terme la reforma fiscal que va prometre en campanya i que podria accelerar els nivells d'activitat. El principal escull al qual s'hauria d'enfrontar aquesta

reforma és la minsa majoria al Congrés amb què compta Trump i algunes desafeccions en el bàndol republicà a les seves polítiques. Les mesures estrella són la rebaixa de l'impost de societats del 35% al 15%, la simplificació de l'IRPF amb la reducció de 7 a 3 trams que beneficia de manera inequívoca les rendes més altes, l'eliminació de l'impost de successions i finalment l'aplicació d'una taxa impositiva, encara per determinar, per a aquelles corporacions que repatrien els seus beneficis als Estats Units.

Al Japó la recuperació es continua consolidant. En el segon trimestre l'activitat econòmica s'expandia a un ritme del 0,7% anual, lleugerament per sota dels nivells del primer trimestre, la qual cosa s'explicaria per una menor aportació de la inversió empresarial. En qualsevol cas, la millora del consum s'hauria de veure reflectida en el PIB del tercer trimestre. Val a dir també que el Banc del Japó manté el seu programa de flexibilitat monetària, i que si fos necessari es podrien adoptar noves mesures expansives amb l'objectiu de fer reviure la inflació. Durant el mes d'octubre estarem atents al resultat de les eleccions anticipades pel primer ministre Shinzo Abe, que vol capitalitzar la millora econòmica per consolidar la seva posició. Pel que fa als països emergents, la Xina continua amb la seva transició econòmica: per a aquest 2017 el creixement econòmic s'hauria de situar

en el 6,9%, mentre que per al 2018 se situaria en el 6,7%. L'índex PMI Caixin se situa per sobre del nivell 50, que marca la frontera entre l'expansió i la contracció de l'activitat. El principal problema per a l'economia xinesa continua sent l'elevat endeutament que s'acumula, i ara un nou factor desestabilitzador ha emergit en forma de sancions econòmiques que s'aplicaran contra Corea del Nord per part de les Nacions Unides a instàncies de la comunitat internacional. Tampoc no podem oblidar el proteccionisme dels Estats Units, que busca encarir les importacions provinents de la Xina amb aranzels de fins al 45%. Altres economies de països emergents com Indonèsia i l'Índia es continuen beneficiant de les reformes econòmiques realitzades i de l'estabilitat dels preus, que dona marge per continuar reduint els tipus d'interès. Similar escenari es viu al Brasil, on el president Temer, un cop driblats els escàndols lligats amb la corrupció, continua amb el seu programa de reformes. Tot i que en el darrer trimestre l'economia es va expandir a un ritme moderat (2T17 0,25% trimestral), les privatitzacions que es volen dur a terme, combinades amb les rebaixes de tipus d'interès, poden incrementar el creixement potencial de l'economia. A Veneçuela, en canvi, s'accentua la fractura social arran de l'elecció de l'assemblea constituent que busca curtcircuitar el Parlament, amb majoria

antichavista. Trump es mostra partidari d'imposar-hi sancions econòmiques tot limitant l'accés als mercats de deute internacional. Veneçuela ja ha mogut fitxa girant-se cap als seus "aliats" xinesos i russos. Tanquem el capítol dels països emergents amb Rússia. La recuperació econòmica global està beneficiant la demanda de matèries primeres, els preus de les quals han evolucionat de manera molt positiva. Les darreres xifres van situar el creixement del PIB en nivells del 2,5% anual gràcies al creixement de la inversió. L'estabilitat del ruble ha permès mantenir a ratlla la inflació, cosa que permetia al Banc Central rus rebaixar el preu del diner en 50 punts bàsics fins al 8,5%, deixant les portes obertes a noves rebaixes de tipus d'interès.

Pel que fa a la política monetària, el BCE no dona mostres de variar el seu discurs tot i les pressions d'Alemanya. Esperem que abans del final de l'any s'anuncii una pròrroga dels diferents programes de recompres d'actius, tot rebaixant l'import d'aquestes compres que actualment assoleixen els 60.000 milions d'euros mensuals. En canvi, als Estats Units, al setembre la FED va anunciar l'inici del programa de reducció del seu balanç. Si bé els nivells d'inflació es mantenen per sota de l'objectiu del 2%, hauriem de veure una acceleració de la inflació en els propers mesos, cosa que justificaria una nova alça del preu del diner al desembre

fins al rang 1,25/1,50% (+25 punts bàsics).

Actualment el mercat xifra la probabilitat d'alça de tipus d'interès en un 69% (primera d'octubre). Aquesta divergència de les polítiques monetàries a banda i banda de l'Atlàntic hauria de guiar a l'alça el dòlar des dels nivells d'1,18 actuals cap al rang 1,10/1,15. No només la divergència en matèria de política monetària afavoreix el dòlar, també la propera reforma fiscal als Estats Units i la incertesa política a Europa (Alemanya, Catalunya).

Pel que fa a les matèries primeres, hem assistit durant aquest tercer trimestre a una alça del preu del petroli que ha portat el barril de Brent a consolidar-se per sobre dels 55 dòlars, i esperem que aquests nivells es mantinguin en els propers mesos. D'una banda, durant el més d'agost el nivell de compliment de les retallades de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) es va situar en el 113%, és a dir, que encara es van extreure menys barrils dels compromesos. Tant l'OPEP com l'Agència Internacional de l'Energia (AIE) esperen un increment de la demanda per al 2018. Hi ha països de l'OPEP (Líbia, Iran, Iraq, Nigèria) que estan produint al màxim de la seva capacitat i la manca d'inversions els anys precedents impedirà que aquesta producció s'incrementi. S'està aconseguint doncs equilibrar oferta i

demanda. L'or, per la seva banda, acumula una revaloració superior al 10% aquest 2017 impulsat per les tensions geopolítiques de manera més recent. La normalització de la política monetària als Estats Units hauria de frenar les alces del metall preciós: aquest cedeix un 5% des dels màxims de l'any que va marcar en 1.349 dòlars l'unça.

A nivell macroeconòmic estem assistint a una expansió global sincronitzada. Així, una mica més del 75% dels països han experimentat creixements de l'activitat respecte als nivells d'un any enrere. Aquests nivells no es veien des del 2009, quan tots els països van veure repuntar els seus nivells d'activitat després del sotrac del 2008.

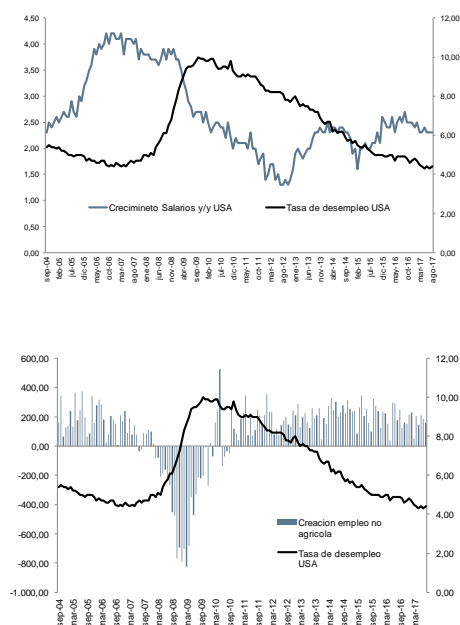
Enumerem tot seguit els principals riscos per a aquesta continuïtat de l'expansió:

- Formació d'un govern de coalició a Alemanya (coalició Jamaica)
- Crisi d'Estat a Espanya
- Reformes als Estats Units i negociació del sostre d'endeutament
- Tensions entre Corea del Nord i la comunitat internacional

# Oportunitats en temps d'incertesa

## Estats Units

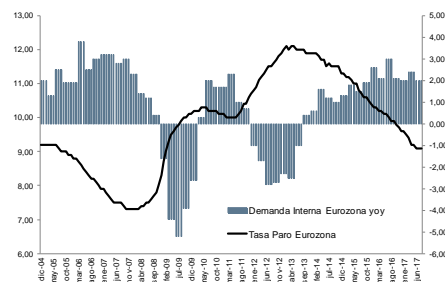
El creixement econòmic als Estats Units en el segon trimestre es va situar en el 3% anual, i tot indica que aquest dinamisme s'haurà estès també al tercer trimestre. La solidesa del mercat de treball, amb una taxa d'atur del 4,4%, ha de permetre que el consum privat sigui la locomotora del creixement.



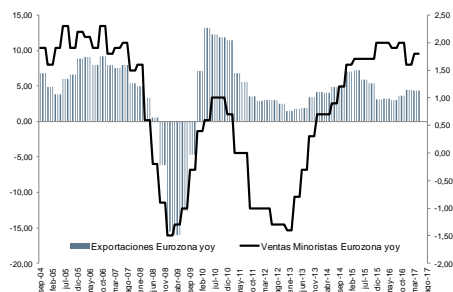
Malgrat que l'economia frega la plena ocupació i que hi ha més de 6 milions de llocs de treball vacants, no s'està produint un repunt dels salaris. Els parquets a Nova York han tingut un bon comportament durant el tercer trimestre. Les provocacions de Corea del Nord han estat seguides de repunts de les volatilitats, però aquests episodis han estat de curta durada. L'administració Trump ha fet prova de contenció i l'afer s'ha tractat per la via diplomàtica. Els inversors han aprofitat les correccions per agafar noves posicions, a l'espera que s'hagi de portar a terme la tan promesa reforma fiscal. Els múltiples als quals cotitzen els índexs són força exigents, amb un PER de l'S&P500 de 21,4x. Mantenim la prudència en la renda variable dels Estats Units. El tercer trimestre s'ha tancat en màxims històrics. Tanmateix, com ja vam veure en la darrera part del 2016, si Trump aconsegueix aprovar les seves reformes podríem assistir a una rotació cap a actius cíclics que beneficiaria el sector Banks, Energy, Basic Materials o Technology. Encara no hem arribat a cap acord quant a la reforma fiscal, i tampoc per alçar el sostre d'endeutament del Govern Federal.

## Europa

**A** Europa els parquets han tingut un comportament menys brillant que els seus homòlegs nord-americans, amb l'excepció d'Itàlia que ha acumulat una revaloració superior al 9% durant el trimestre un cop s'ha procedit a desmantellar les entitats financeres amb més problemes. El pitjor comportament ha estat per a l'IBEX35 i per l'FTSE100. Si bé l'EuroStoxx50 cotitza a un PER de 18x, la constant injecció de liquiditat per part del BCE donarà suport a les valoracions, com també ho fan els nivells d'activitat assolits. Si en els darrers mesos hem assistit a un repunt de l'euro, aquesta tendència es podria capgirar en el darrer quart de l'any si es confirma la divergència en matèria de política monetària entre Europa i els Estats Units, cosa que afavoriria totes aquelles companyies amb vocació internacional.



Les reformes introduïdes pel nou president Macron poden incrementar el creixement potencial de l'economia francesa. Si ens fixem en les estimacions de beneficis per a aquest 2017, veiem com a l'inici de l'any s'esperava un creixement de prop del 14% i, tot i les revisions que s'han produït, s'esperen increments de beneficis del 12%. Capítol apart mereixen les situacions al Regne Unit i Espanya: al primer les negociacions sobre el Brexit s'encallen, la debilitat de la lliura i la inflació importada han erosionat els avenços salarials que s'havien produït. El preu dels habitatges cau a la ciutat de Londres, i el Bank of England (BoE) es planteja incrementar els tipus davant d'una inflació que es troba a les portes del 3%.







## Renda variable

A Espanya la crisi política es pot agreujar encara més davant dels incidents que s'han desenvolupat durant la jornada del referèndum de l'1 d'octubre a Catalunya. S&P va anunciar divendres 29/09 que no incrementava el ràting d'Espanya, producte de la incertesa política que viu el país. Quant a sectors, ens decantem per Construcció i Infraestructures, Consum, Tecnologia i Energia.



# Malgrat tot, les emergents mantenen l'atractiu

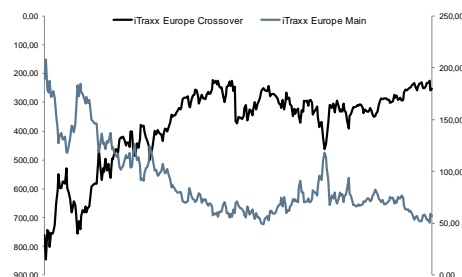
## | Europa

La nostra postura no ha canviat pel que fa al fet que no hi ha valor en els actuals nivells de rendibilitat que ofereix el deute de govern dels països *core* europeus, i cada cop es fa més difícil trobar oportunitats a la perifèria. Després que S&P incrementés el ràting de Portugal fins a (BBB-), el bo a 10 anys portuguès ha comprimit el seu *spread* per deixar la rendibilitat per sota del 2,4% (2,38%), a tocar del nivell en què se situa la rendibilitat del bo a 10 anys italià (2,16%).

Actualment Grècia ofereix una rendibilitat superior al 5%, nivell força baix si prenem en consideració que s'està negociant un nou tram del rescat. Per al deute espanyol s'obre un nou escenari després dels esdeveniments de l'1 d'octubre, que podrien provocar un eixamplament de la prima de risc davant de la inestable situació política.

El BCE mantindrà la seva política monetària invariada i els estímuls en

forma de programes de recompra d'actius es podrien allargar més enllà del 31 de desembre del 2017, la qual cosa hauria de mantenir les rendibilitats en nivells força similars als actuals. Tot i això, el repunt de les rendibilitats que pot produir-se als Estats Units podria arrossegar a l'alça les rendibilitats europees. Pel que fa al crèdit, la constant millora de la macro s'ha acabat traslladant a les empreses, que han vist com els seus *spreads* de crèdit s'estreien de manera considerable, i els índexs de crèdit europeus es mantenen en nivells similars als del segon trimestre. L'Itraxx Main (*Investment Grade*) se situa en 56 punts bàsics, mentre que l'Itraxx CrossOver (*High Yield*) es troba en nivells de 250 punts bàsics.



## | Estats Units

pel que fa als Estats Units, durant el tercer trimestre, coincidint amb l'agreujament de les tensions amb Corea del Nord, la rendibilitat del Treasury a 10 anys va marcar mínims de l'any situant-se

## Renda fixa

lleugerament per sobre del 2%. Aquest repunt dels preus va ser passatger i hem assistit a un progressiu increment de les rendibilitats, que han deixat la rendibilitat del bo a 10 anys en nivells del 2,30%, tot just a meitat de camí dels nivells assolits després de l'elecció de Trump. Tot i que els nivells d'inflació encara es mantenen per sota de l'objectiu del 2% que marca la Reserva Federal, l'escenari que predomina al si de la màxima autoritat monetària dels Estats Units és que en els propers mesos pot haver-hi un repunt de les rendibilitats.



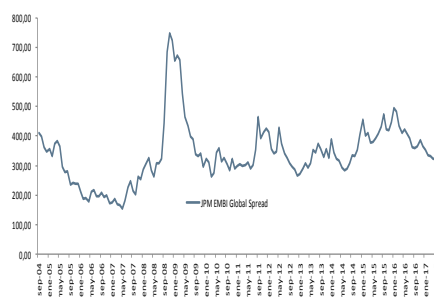
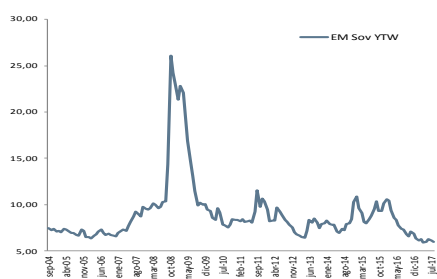
De fet, el repunt del preu de l'energia derivat de la tempesta tropical Harvey, però també per les expectatives d'una major demanda de cru, provocarà que per a aquest mes de setembre la inflació superi el nivell del 2%. Així, si es manté

aquesta tendència la FED continuarà amb el seu gradual procés de normalització de la política monetària ja el mes de desembre. Els tipus passarien a situar-se en el rang 1,25/1,50%. Durant els propers mesos la FED podrà estudiar l'impacte de la posada en marxa del programa de reducció del seu balanç, cosa que pot permetre modular la seva política monetària. Per al proper any, la FED pronostica fins a quatre noves alces dels tipus d'interès. En aquest escenari de recuperació de la inflació i de les rendibilitats no apostaríem pels *treasuries*, però sí que veuríem amb bons ulls la compra de bons lligats a la inflació ja que les actuals expectatives són força conservadores. Pel que fa al crèdit, ens posicionariem en bons Investment Grade de curta duració o flotants. El risc d'invertir en duracions llargues no es veu prou compensat per TIR més atractives que les de terminis curts.

## Emergents







La recent recuperació dels preus de les matèries primeres gràcies al creixement sincronitzat a què estem assistint a tot el món està permetent una acceleració del creixement a països com Rússia o el Brasil. La millora econòmica i la contenció de la inflació gràcies a la recuperació de

les divises estan permetent als bancs centrals reduir els tipus d'interès. A Rússia hem assistit a una nova rebaixa del preu del diner de 50 punts bàsics fins a nivells del 8,5%; al Brasil la rebaixa encara ha estat de més intensitat, fins a 100 punts bàsics per deixar el tipus SELIC en el 8,25%. El marge de rebaixa del preu del diner és significatiu, amb una taxa d'inflació anual que se situa a l'agost en nivells del 2,56%. La millora econòmica es va traslladar al ràting del Brasil, que va veure com S&P va situar l'*outlook* en estable des de negatiu tot i que encara es manté per sota del grau d'inversió (BB). En el segment dels emergents ens decantaríem per països productors de petroli, amb perspectives de baixades de tipus d'interès (el Brasil, Indonèsia, Rússia) o risc idiosincràtic (l'Argentina).



## Renda fixa

Com als seus homòlegs desenvolupats, els *spreads* dels països emergents han continuat amb la seva tendència a l'estretament. Així, l'índex JP Morgan EMBI Global Investment Grade se situa en el 3,93%, en comparació dels nivells del 4,04% del final del primer semestre.

Renda variable			 juliol	 set.	<a href="#">View on assets</a>
Estats Units	Lleu canvi de sentiment i millora del creixement. Tot i això, encara queden molts dubtes sobre les polítiques del president Trump. Un canvi podria portar a una rotació cap a cíclicues. Les valoracions continuen a màxims.		-	-	
Europa	Les dades europees mostren un creixement més sòlid. <i>Small Caps</i> enfront de <i>large caps</i> . Els fluxos d'entrada semblen continuar i donen suport a la borsa.		+	+	
Espanya	L'escenari micro és continuista (amb revisions a l'alça), per la qual cosa permet seguir amb el moment positiu. Risc polític amb Catalunya al capdavant.		=	=	
Emergents	Un dòlar perdent força permet als emergents fer-ho bé. Regions com el Brasil, Rússia o l'Índia estan mostrant símptomes de recuperació. La Xina es troba a l'ull d'huracà per les sancions contra Corea del Nord.		=	=	
Renda fixa			 juliol	 set.	
Govern EUA	El sostre del deute i el seu increment, els ajustos fiscals i la reducció del balanç de la FED haurien de portar a repunts a la corba.		-	-	
Corporate EUA	Afavorim IG enfront de deute governamental per millors rendibilitats i davant HY pels seus risc i volatilitat més elevats.		+	=	
Govern Europa	No assolir el <i>target</i> d'inflació porta a mantenir els tipus sense canvis. Perifèrics assumint riscos d'una retirada de QE. Bons lligats a la inflació perden internés.		-	-	
Corporate Europa	Investment Grade en durades intermèdies per evitar possibles xocs i en HY aniríem a durades més curtes.		+	+	
Deute emergent	Se segueix reduint el Yeald To Worst. Les tensions amb Corea del Nord comporten incerteses a tota la regió del sud-oest asiàtic. Afavoriríem EM amb capacitat de baixada de tipus d'interès.		=	=	
D'altres			 juliol	 set.	
Commodities	Una menor producció tant per l'OPEP com pels EUA per les inclemències meteorològiques podria portar l'or negre a assolir nivells vistos a mitjan 2015, per sobre dels 60 \$ bl per a aquest 4T. Actiu diversificador possible entrada.		=	=	
Currency	Estimació de l'EURUSD d'1,10 a 1,15. Esperem volatilitat.		=	-	

## Avís legal

Data de publicació: setembre 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 els reglaments locals.

Grup Vall Banc. Tots els drets reservats.