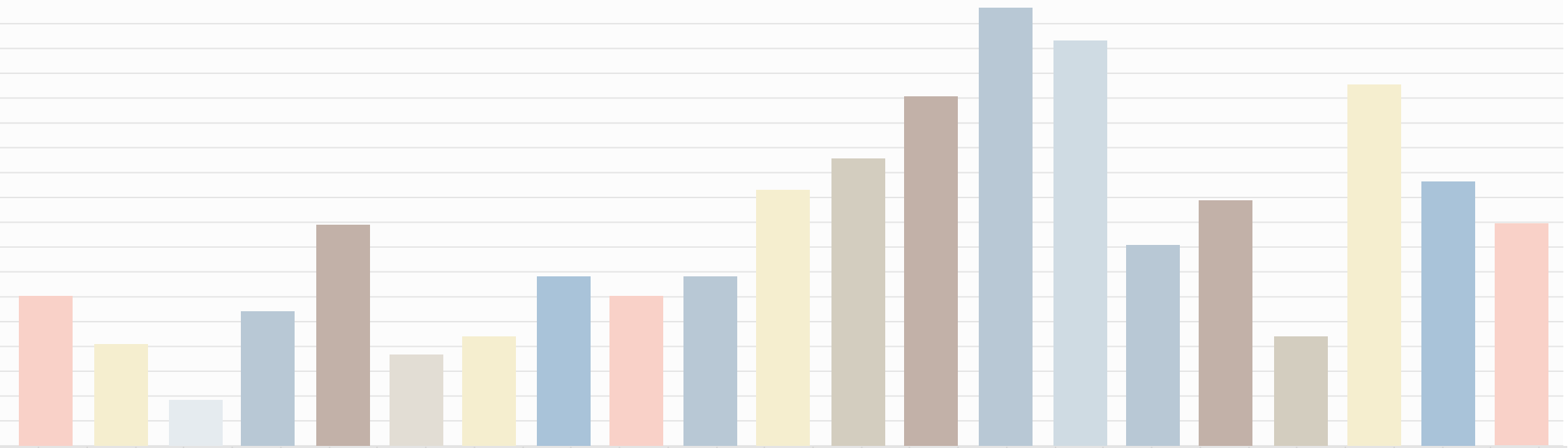


Next Coming 2018



Benvingut, estem a la seva disposició

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 relativa als mercats i les perspectives per al següent trimestre.

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

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-hi informacions diàries i monitoritzant constantment el mercat.

A més, si en aquestes pàgines no troba resposta a les seves preguntes, no dubti a trucar-nos. Estarem encantats d'atendre'l.

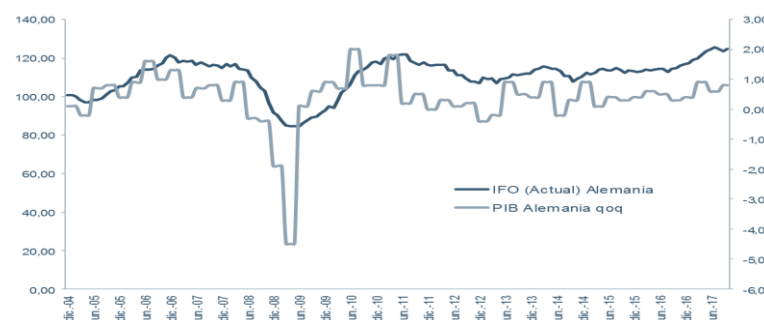
Contingut

VISIÓ GLOBAL	03
RENDA VARIABLE	07
RENDA FIXA	10
VIEW ON ASSETS.....	12
AVÍS LEGAL	13

Un 2018 a velocitat de creuer

El 2017 ha estat una bona anyada per a la consolidació de la recuperació econòmica a tot el món malgrat els diferents obstacles als quals s'ha hagut de fer front, sobretot en l'àmbit polític. Per a l'any 2018 esperem assistir a ritmes de creixement força similars als vistos el 2017. Per a l'eurozona el PIB s'hauria de situar en nivells del 2,2%, impulsat per la demanda interna i les exportacions, sense oblidar que la inversió empresarial podria contribuir també a accelerar aquest creixement.

Si observem l'evolució de l'índex IFO alemany, que avalua el clima econòmic a 7.000 empreses, aquest indicador es troba en nivells màxims històrics i té una elevada correlació amb la utilització de la capacitat industrial, que al seu torn es troba propera a la zona de màxims. Aquests factors ens fan pensar que la inversió empresarial pot donar un nou impuls al creixement econòmic alemany i per extensió al de l'eurozona. Les reformes estructurals fetes en els anys posteriors a la crisi econòmica del 2008 han permès incrementar el creixement potencial però també

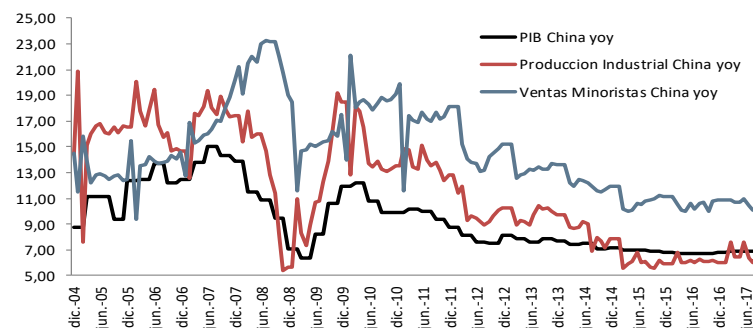


han fet les economies més resistents als xocs externs. L'impacte més significatiu d'aquestes reformes l'hem vist en el mercat de treball.

La reforma laboral a Espanya ha permès reduir els costos laborals i tornar a fer competitiva aquesta economia. A Portugal, l'atur s'ha reduït a la meitat fins a nivells del 8,5%. Totes les economies de l'àrea estan creant llocs de treball, cosa que ha guiat la taxa d'atur fins a nivells inferiors al 9% (8,9% segons la lectura del setembre del 2017), mínims des del febrer del 2009, després d'haver assolit l'abril del 2013 nivells del 12,1%.

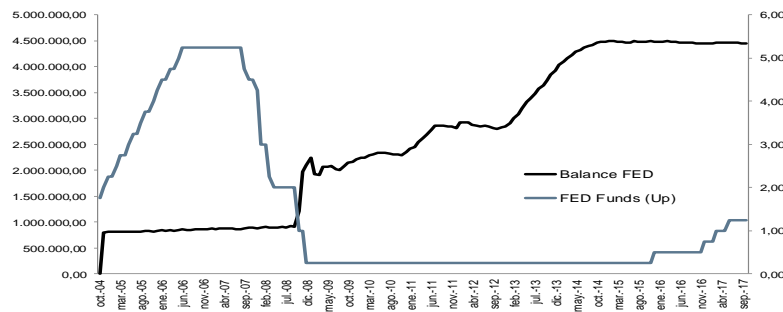
Als Estats Units, per al 2018 esperem que el creixement econòmic s'acceleri respecte als nivells del 2017. Tot i això, sobre aquesta economia pesa una gran incògnita: la reforma fiscal. Fins avui, la presidència de Donald Trump no ha aconseguit el consens suficient per portar a bon port les promeses efectuades en campanya, ni tampoc les reformes plantejades. El màxim exponent d'aquest fracàs polític és la impossibilitat de reformar l'ObamaCare, que és la pedra angular per poder efectuar la tan esperada reforma fiscal. A l'inici del mes de novembre la proposta de reforma fiscal es va enviar al Congrés, on els Republicans gaudeixen de majoria, però caldrà veure el sentit del vot al Senat. La reforma fiscal preveu una rebaixa de l'impost de societats del 35% al 20%. Per a les persones físiques, es busca simplificar l'impost sobre la renda reduint el nombre de trams de 7 a 4 i amb una pressió fiscal que va del 12% al 39,5%. Aquest darrer tram no experimenta cap modificació per no donar ales a aquells que acusen Trump d'afavorir les rendes més altes. Una altra de les mesures estrella és l'impost del 10% per a les empreses americanes amb filials a l'estranger que vulguin repatriar els beneficis obtinguts fora de la jurisdicció estatunidenca. Actualment les valoracions dels índex americans són força exigents, amb l'S&P500 cotitzant a un PER estimat de 19,45x. Si finalment es produeix aquesta reforma fiscal, els múltiples experimentarien una caiguda significativa ja que les darreres línies del compte de resultats rebrien un

fort impuls. Es calcula que l'impacte d'aquesta reforma fiscal podria fer progressar l'índex S&P500 al voltant del 8%, i part d'aquest increment ja pot estar recollit en la cotització.



Als països emergents, la Xina continua amb la seva transició econòmica que implica un ritme de creixement més moderat però que encara per a aquest 2018 estarà per sobre del 6%. A la darrera del 2017 el pes del sector serveis en el conjunt del PIB xinès s'hauria de situar al voltant del 51%, mentre que el sector manufacturer continua perdent pes i es troba lleugerament per sobre del 40% del total de l'economia. El problema de l'economia xinesa continua essent l'elevat endeutament i la sobrecapacitat en la indústria pesada.

Rússia i el Brasil es beneficien de l'alça dels preus de les matèries primeres. La recuperació de les respectives divises des dels mínims de gener/febrer del 2016 ha permès mantenir a ratlla la inflació, per això els bancs centrals han pogut continuar amb la seva política de rebaixa dels tipus d'interès. Les reformes estructurals donen els seus fruits, incrementen el creixement potencial tot fent les economies més resistents als xocs.



Pel que fa als bancs centrals, el Banc Central Europeu (BCE) continuarà incrementant el seu balanç ja que el programa de compres d'actius s'allargarà fins a la darrera del setembre del 2018. L'import, però, es redueix a la meitat, fins als 30.000 milions d'euros mensuals. Aquesta reducció és un enduriment implícit de les condicions financeres. Als Estats Units l'economia es troba unes quantes passes per davant en el

cicle respecte a l'economia europea. La FED, doncs, continuarà amb la seva gradual alça dels tipus d'interès. Per al 2018 es descompten tres noves alces de tipus d'interès, de 25 punts bàsics cadascuna, la qual cosa deixaria el preu del diner als Estats Units en el rang 2%/2,25% si s'acaba confirmant l'alça de tipus del proper 13 de desembre.

El Bank of England (BoE) va incrementar el preu del diner a la reunió del novembre en 25 punts bàsics, fins al 0,50%. En aquest nivell s'haurien de mantenir els tipus d'interès tot al llarg del 2018. Tot i això, les pressions inflacionistes i les pobres perspectives econòmiques per al Regne Unit posen el BoE en una situació delicada. Per la seva banda, al Japó el BoJ continuarà amb la seva política acomodaticia amb l'objectiu d'aconseguir situar la inflació en el 2%.

Pel que fa a les matèries primeres, els preus continuaran suportats pel creixement en l'àmbit global. Igual que el petroli: a l'increment de la demanda s'afegeix l'allargament de les rebaixes de la producció per part de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) i Rússia. A la reunió ordinària de Viena del dia 30 de novembre, l'OPEP ha decidit allargar fins a la darrera del 2018 les retallades en el subministrament de petroli. S'allarguen, doncs, aquestes retallades durant nou mesos més. A aquests acords s'incorporen Líbia i Nigèria, que, com a conseqüència de la convulsa situació interna, havien quedat exempts de retallar la seva producció a l'acord tancat el 2016. El Brent pot continuar

la seva escalada, però ho farà de manera moderada i difícilment veurem nivells de 70 dòlars per barril de Brent. El que sí que referma aquest acord és un terra per a la cotització del Brent. El suport passaria per la zona dels 57,5 dòlars.

En el mercat de divises esperem una cotització per a l'EUR/USD en un rang d'entre 1,15/1,20 per als propers mesos. La Reserva Federal, amb el seu *forward guidance*, pretén que el mercat no s'emporti cap sorpresa per les decisions que s'adopten. Les pujades de tipus d'interès que es descompten per als propers anys són tres el 2018 i tres més el 2019. Només un fort repunt de la inflació podria capgirar aquest escenari accelerant el ritme de les pujades de tipus d'interès. El nivell terminal dels *FED funds* en aquest cicle s'hauria de situar en el 2,75%, molt per sota de la mitjana dels darrers 50 anys (5,31%). La debilitat del dòlar davant de l'euro s'explicaria per la fortalesa de l'economia europea, però també hem vist com ha minvat el risc polític al vell continent (eleccions a Itàlia el 2018). Tampoc no podem oblidar el relleu en la presidència de la FED, on el nou president, Jerome Powell, se situaria a l'ala *dovish*. Tot i aquesta moderada debilitat del dòlar enfront de la moneda única, sí que podem veure una apreciació del dòlar enfront del ien, ja que el BoJ continuarà amb la seva política monetària ultra acomodativa fins a assolir l'objectiu d'inflació. Davant del dòlar canadenc, el bitllet verd hauria de recuperar part del terreny perdut després que el BoC incrementés el preu

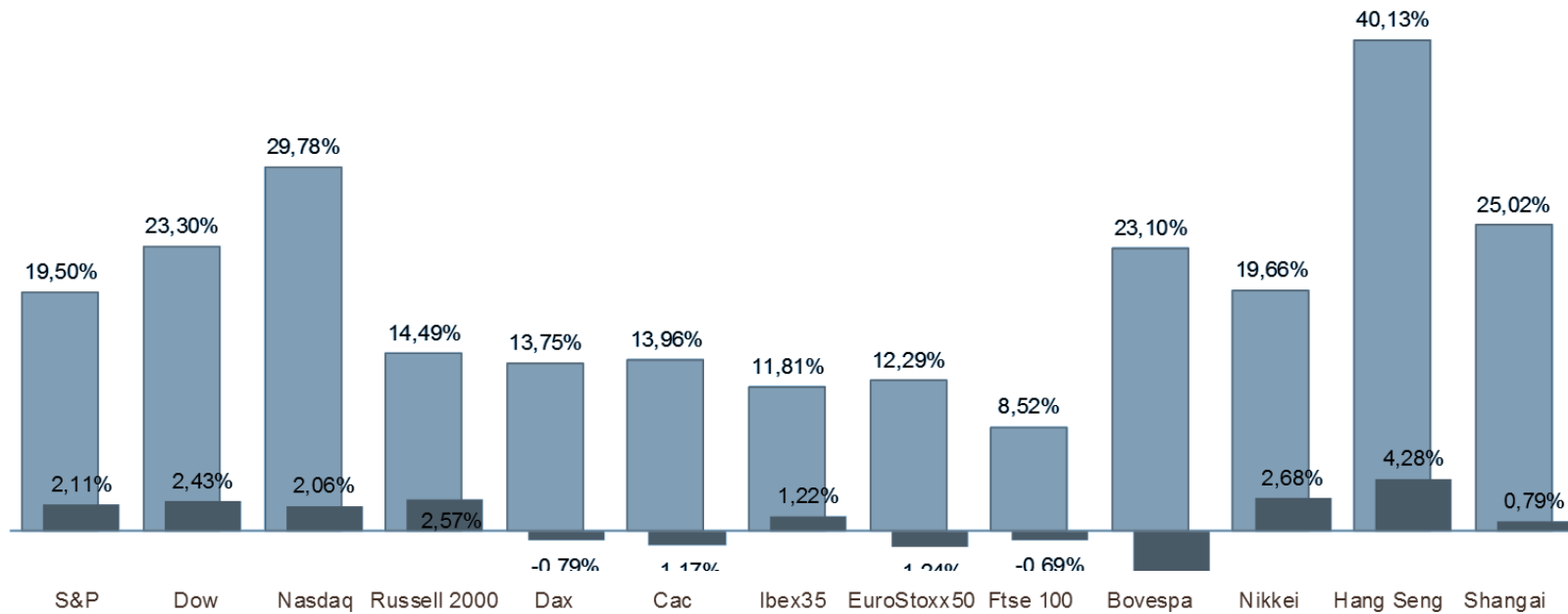
del diner. Aquesta alça del dòlar canadenc restarà competitivitat a l'economia del Canadà i de retruc obligarà a fer una pausa en aquest cicle d'alça de tipus recentment iniciat.

Creixement sincronitzat, clau per mantenir el ritme

Una de les preguntes més freqüents que hem escoltat en els darrers temps és si els nivells assolits per les borses són sostenibles. Els nivells seran sostenibles si es manté aquesta dinàmica de creixement sincronitzat a nivell global, però també si els nivells de tipus d'interès no es disparen com a conseqüència d'un repunt de la inflació. A Europa, el PER es troba en 15x, està en la seva mitjana històrica i per sota de les valoracions d'altres mercats d'àmbit global. La consolidació de la recuperació econòmica al llarg del 2017 ha permès a les empreses europees millorar les seves xifres de vendes, la qual cosa ha tingut un impacte positiu en el creixement dels guanys després d'anys d'obtenir beneficis gràcies a una agressiva política de control dels costos. Com hem indicat anteriorment, l'economia europea es continuarà expandint a un ritme superior al 2%, cosa que hauria de beneficiar els sectors més cíclics. A més, la manca d'inversions en els darrers anys provoca que algunes empreses no puguin respondre a la demanda i hagin d'incrementar la inversió per fer front a aquesta demanda creixent. Apostem per sectors relacionats amb les matèries primeres, l'energia, el

gas i el petroli, ja que el creixement continuarà impulsant-ne la demanda. El sector financer s'hauria de beneficiar d'un repunt de les rendibilitats, però també de les menors dotacions i provisions. El previsible increment de la inversió empresarial hauria de beneficiar el sector industrial, però també les infraestructures. Les empreses del sector tecnològic també haurien de tenir un comportament positiu, com al llarg del 2017.

Als Estats Units, el comportament dels parquets fins ara està essent molt positiu amb alces superiors al 15% per al Dow Jones i l'S&P500 i de prop del 28% per al tecnològic Nasdaq. Repetir aquest comportament serà difícil per al 2018, però en qualsevol cas les bases del creixement són sòlides i, si finalment l'administració Trump aconsegueix tancar la reforma fiscal, els parquets poden rebre un nou impuls. Les alces de tipus d'interès per part de la FED seran graduals, i els tipus d'interès se situaran per sota dels nivells mitjans històrics, la qual cosa hauria de tenir un impacte marginal en les cotitzacions. Tot i que estem assistint a un aplanament de la corba del dòlar, els bancs podran compensar aquesta situació a través d'un increment de la inversió creditícia a particulars i



empreses. Si les promeses electorals de Trump s'implementen, infraestructures i materials de construcció haurien de tenir un bon comportament. Com hem esmentat anteriorment, no preveiem un fort repunt dels tipus d'interès, que provocaria un important enduriment de les condicions de finançament i que de retruc penalitzaria el sector de la construcció. En un cicle d'expansió econòmica com l'actual les empreses

del sector automòbils, *media* i transport haurien de tenir un bon comportament. Pel que fa al sector tecnològic, tot i els nivells assolits aquest 2017, encara hi ha marge perquè els guanys continuïn creixent.

Al Japó l'índex Nikkei acumula una revaloració de més del 17% des de l'inici del 2017. L'índex cotitza a 19x beneficis i per a l'any 2018 el consens del mercat espera un creixement dels beneficis de prop del 8%. El BoJ

continuarà amb la seva política monetària ultra acomodativa, la qual cosa mantindrà les rendibilitats en nivells baixos i hauria de pesar sobre la cotització del ien, afavorint les companyies amb vocació exportadora. Un altre factor a considerar és la millora del govern corporatiu dels conglomerats nipons. Per als mercats emergents el 2018 serà un any positiu, ja que l'economia a tot el món es continuarà expandint a un bon ritme. El comerç internacional i la demanda de matèries primeres beneficiarà aquestes economies. Apostem per sectors com energia, financers, industrial i consum discrecional. Sectors eminentment cíclics.

Els emergents, l'últim reducte amb opcions

L'economia en l'àmbit global s'està expandint de manera sincronitzada i a bon ritme, i això porta les autoritats monetàries a normalitzar la política monetària. Els Estats Units es troben més avançats en el cicle econòmic i la FED continuarà normalitzant la seva política monetària amb tres noves alces de tipus durant el 2018 que haurien de contribuir a aplanar encara més la corba de *Treasuries*. El tram llarg de la corba del dòlar podria repuntar de manera més pronunciada en cas que la reforma fiscal que vol portar a terme l'administració Trump s'acabi aprovant. La forta caiguda de la recaptació d'impostos pot comportar un increment de la prima de risc. Un altre factor a prendre en consideració és la reducció del balanç de la FED. La reducció de les reinversions eliminarà una part de la demanda de *Treasuries*, cosa que podria provocar més pressió en les rendibilitats. Pel que fa a la inflació, continua sota control, tot i l'increment que ha experimentat el preu del petroli. El *forward* a 5 anys de la inflació es troba en nivells del 2,25%. Per la seva banda, la *personal consumer expenditure* se situa en nivells de l'1,4% (lectura de l'octubre). Si observem les xifres d'inflació d'aquest

2017 els preus s'han anat moderant a mesura que avançava l'any, i en qualsevol cas hauríem de veure un lleu repunt de la inflació, sobretot a partir de la segona meitat del 2018. Esperem un repunt de les rendibilitats, amb el *Treasury* a 10 anys assolint nivells de prop del 2,80%, gairebé 50 punts bàsics més que els nivells actuals del 2,32%. No estariem còmodes en duracions llargues. Els *Treasuries* tampoc no serien un actiu pel qual apostaríem; els TIPS podrien ser una alternativa si la inflació s'incrementa per sobre del que el mercat descompta actualment. Un dels factors que podria accelerar la inflació seria un increment dels salaris. Actualment la taxa d'atur als Estats Units es troba en nivells del 4,1% (lectura de l'octubre): podem dir que l'economia es troba en plena ocupació i el salari horari està creixent a un ritme del 2,4%, moderant-se respecte als nivells del 2,8% vistos al setembre. Si tenim en compte que hi ha més de 6 milions de llocs de treball a cobrir, aquesta carestia de mà d'obra hauria d'accelerar el ritme de creixement dels salaris i, de retruc, la inflació. Tot i l'estretament experimentat pel crèdit encara es poden trobar oportunitats; companyies del sector exploració i producció es

beneficien dels preus als quals es negocia el petroli; en el sector financer, privilegiaríem entitats més enfocades al *retail*.

A Europa, el BCE farà les primeres passes cap a la normalització de la política monetària amb la reducció del seu Asset Purchase Program (APP), passant de 60.000 milions d'euros mensuals a 30.000 milions. La recuperació econòmica està prou consolidada per suportar una retirada progressiva dels estímuls, i aquesta mateixa recuperació ens indica que els nivells actuals de tipus d'interès no són coherents. Hem d'assistir doncs a un repunt de les rendibilitats al llarg del 2018; estem clarament davant d'un escenari asimètric. El risc de deflació s'ha esvaït, mentre que les pressions inflacionistes haurien d'aparèixer un cop el mercat de treball es tensi, provocant increments salarials. En aquest escenari de creixement no veiem valor en el deute de govern, fins i tot a la perifèria l'estretament al qual hem assistit tampoc no seria una alternativa.

Si observem el deute de govern de Portugal, la rendibilitat a 10 anys es troba per sota del 2% (1,91%). Pel que fa al crèdit, l'acceleració del creixement ha permès que els resultats corporatius hagin sigut molt positius, tal com s'ha recollit en les cotitzacions borsàries, però també en l'evolució dels *spreads*. A més, preveient un futur repunt de les rendibilitats, moltes companyies han aprofitat per emetre nou deute que cobreix amb escreix els venciments del 2017 i tenir així una confortable posició de liquiditat. En aquest escenari de baixes rendibilitats podríem

apostar per títols del sector financer, que es beneficia del repunt de les rendibilitats, sense oblidar que el sector s'ha despallanquejat des de l'inici de la crisi del 2008. En el sector telecomunicacions seríem selectius: preveiem un increment del CAPEX en noves infraestructures de fibra, la qual cosa desviarà recursos a la inversió en lloc del sanejament del balanç. A Espanya s'ha realitzat una forta inversió en xarxes, cosa que redueix el volum d'inversió futur, igual que a Portugal i en menor manera a França. Evitaríem sectors que, tot i la millora econòmica, poden patir davant del canvi tecnològic al qual s'enfronten, com els automòbils i el comerç al detall. Pel que fa al deute de països emergents, aquelles economies exportadores de matèries primeres poden sofrir com a conseqüència de l'alentiment en el creixement econòmic de la Xina. Tot i això, aquest impacte hauria de ser limitat ja que el PIB xinès s'hauria de situar per sobre del 6% per al 2018, com hem esmentat abans. Un altre factor de risc a considerar seria una alça més ràpida dels tipus d'interès als Estats Units, possibilitat que no estaria a l'ordre del dia. Països com Rússia o el Brasil haurien de tenir un bon comportament, ja que els preus del petroli es mantenen estables per sobre dels 60 dòlars el barril de Brent. Amb una inflació sota control, els respectius bancs centrals continuen amb la reducció progressiva del preu del diner. En aquests països apostaríem per empreses relacionades amb el sector de l'energia i el petroli.

			set.	2018
Renda variable	Estats Units	Canvi de sentiment i millora del creixement. Tot i això, encara queden molts dubtes sobre les polítiques del president Donald Trump. Les valoracions segueixen a màxims.	-	-
	Europa	Millores en els marges de benefici i en la inversió en capital. Tipus d'interès baixos i facilitats en els crèdits, apostaríem pels sectors cíclics. Els fluxos d'entrada semblen continuar i donar suport a la borsa.	+	+
	Espanya	El creixement s'alça per sobre de la mitjana. El creixement és continuista. No obstant això, el risc polític fa que el moment sigui negatiu. Vist el mal comportament dels bons, podríem aprofitar per entrar-hi de forma molt selectiva.	=	=
	Emergents	La pujada dels tipus i l'apreciació del dòlar no afavoreix els emergents. Una millora del consum global i de les <i>commodities</i> podria pal·liar-ne els efectes. Afavoriríem el Brasil, Rússia i l'Índia.	=	+
Renda fixa	Govern EUA	El topall de deute i el seu creixement, els ajustos fiscals i la reducció del balanç de la FED comporten un <i>flattening</i> de la corba.	-	-
	Corporate EUA	Energia, indústria i mineria seran els sectors amb majors oportunitats. En l'IG també optaríem pels sectors financer i energètic.	=	=
	Govern Europa	Podríem continuar veient un ajustament dels diferencials dels perifèrics, però els efectes es veurien neutralitzats pel repunt del <i>benchmark</i> . A mesura que es retirin els estímuls, veurem un <i>steepening</i> . Igual que als EUA, els bons lligats a la inflació perden interès. Possible entrada per a mitjà-llarg termini.	-	-
	Corporate Europa	Els iTraxx financers continuen estant a mínims sense donar possibilitats d'entrada (esperaríem als repunts). Amb una inflació controlada i el Banc Central Europeu donant suport als sectors HY a curt termini, encara hi ha opcions de rendiment tot i que hauríem de ser molt selectius.	+	=
	Deute emergent	Segueix reduint-se el YTW, podríem veure punts d'entrada amb la pujada dels tipus als Estats Units. Afavoriríem mercats emergents amb capacitat de baixada de tipus d'interès (Índia, el Brasil, Argentina i Rússia).	=	+
D'altres	Commodities	Una menor producció per part de l'OPEP i els seus col·laboradors i una millora del consum en l'àmbit global podria portar l'or negre a assolir nivells vistos a mitjan 2015, per sobre dels 60 USD/bl. Actiu diversificador, possible entrada. Una estabilització del dòlar seria beneficiosa per a les <i>commodities</i> .	=	+
	Curencies	Modifiquem l'estimació de l'EUR/USD d'1,15 a 1,20. Esperem volatilitat.	-	+

VIEW ON ASSETS

Avís legal

Data de publicació: 14 de desembre del 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.