

# MERCADOS Y ESTRATEGIAS

➤ DICIEMBRE 2017

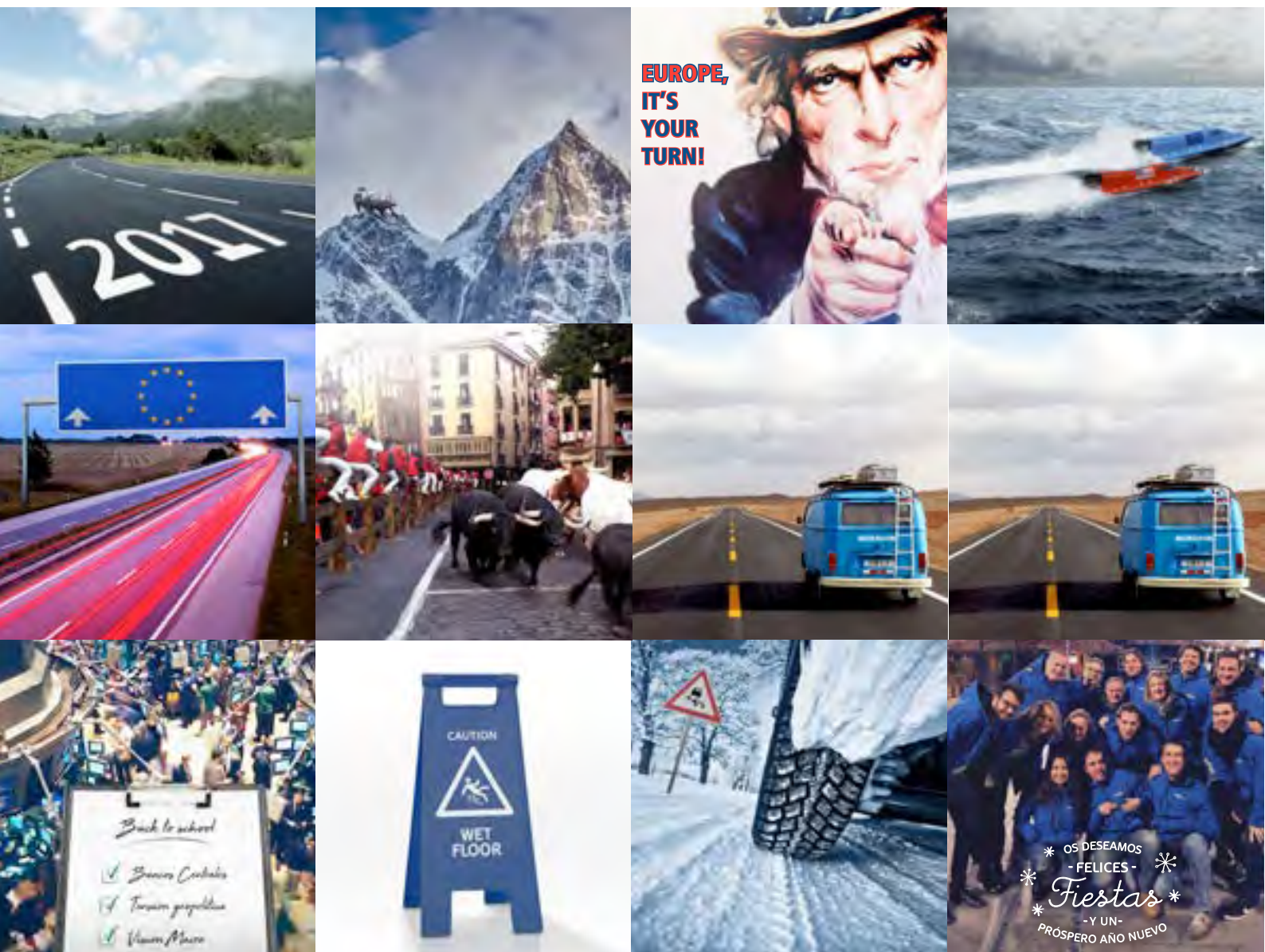


OS DESEAMOS  
- FELICES -  
*Fiestas*  
- Y UN -  
PRÓSPERO AÑO NUEVO



# ¡Felices Fiestas!

Gracias por seguirnos durante el 2017



## ¿Será el 2018 el nuevo 1998?

«La historia no se repite, pero rima». Esta frase de Mark Twain es un buen resumen de los ciclos de inversión que empiezan en la recesión (anticipando la recuperación) y terminan en el sobrecalentamiento (anticipando una ralentización). El año 2017 es el noveno del ciclo de inversión actual que empezó en 2009 con la salida de la crisis financiera. El S&P 500 ha registrado retornos positivos, en su mayoría de doble dígito, en siete de estos nueve años (en 2011 y en 2015 se quedó plano), y este año lleva un 20% al alza.

Con los datos macro excelentes y las valoraciones ya —hay que decirlo— caras, es más que nunca el momento de reflexionar sobre el posible fin de la época alcista. Yo, personalmente, creo que en 2018 todavía podremos disfrutar de retornos positivos en los activos de riesgo, a pesar de que este ciclo es largo en términos históricos.

Si se repite el patrón de 1998, habría que: 1) comprar renta variable; 2) protegerse contra la inflación; 3) estar largo del dólar, y 4) vender el crédito

Primero, porque la recuperación de la economía estadounidense ha sido esta vez excepcionalmente lenta: mientras en los ciclos anteriores el PIB crecía una media de un 3,5% anualmente, esta vez ha sido apenas un 2%. Como la economía ha tardado más en recuperar, se puede argumentar que el ciclo de inversión también debería ser más largo.

Segundo, porque el estímulo monetario en la última década no tiene precedentes; el conjunto de todos los QE de los bancos principales (Fed, BCE, BoE, BoJ, SNB) asciende a un 40% del PIB de estas economías, ¡cuando en 2008 estaba al 15%! La liquidez en el sistema financiero casi ha triplicado, y una parte importante de la misma se tiene que gastar en inversiones. Esto aboga tanto por más duración como magnitud del ciclo de inversión actual.

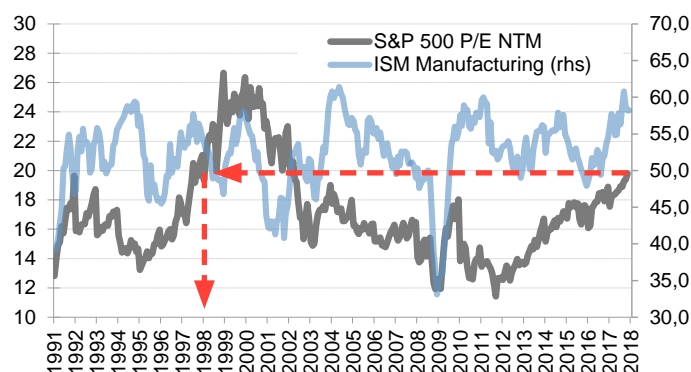
Y tercero, porque, si hay algo que funcione, es que las bolsas suben cuando crecen los beneficios de las compañías. En el caso del S&P 500, el crecimiento del BPA (beneficio por acción) para el año que viene lo tenemos prácticamente garantizado (crecimiento orgánico +2% de inflación + 2% de recompra de acciones + posiblemente la rebaja de la tasa corporativa).

Independientemente de la excepcionalidad del entorno actual, vamos a buscar una rima: un periodo similar en el pasado. Lo más intuitivo, la comparativa de valoraciones y entorno macro (gráfico 1) nos lleva directamente a 1998, cuando el PER del S&P estaba a 20 veces y el ISM manufacturero se situaba a 58-60s. Eran los inicios de la burbuja tecnológica y las bolsas siguieron subiendo hasta marzo de 2000. Si se repite el patrón, nos quedan hasta dos años y tres meses de subidas en renta variable — ¡y qué subidas!—: el EuroStoxx 50 duplicó, el S&P subió un 55%, el Topix, un 45% y el MSCI EM, un 20%.

En el mismo periodo, los precios del consumidor pasaron de un 2,0% a un 3,8%; el diferencial del *high yield* americano, de un 3,0% a un 5,8%, y el dólar subió un 17%. Con lo cual, asumiendo que volvemos a estar en la misma fase del ciclo, habría que: 1) comprar renta variable; 2) protegerse contra la inflación; 3) estar largo del dólar, y 4) vender el crédito. Curiosamente parecido a nuestra visión estratégica, quizás a excepción del crédito, donde todavía estamos positivos.

El único, pero es el mismo que actualmente: en verano de 1998 se produjo en las bolsas una severa corrección (el S&P: -19%), provocada por la quiebra de Rusia y del fondo LTCM. Sería otro argumento a favor de un *sell-off* a corto plazo, más aún si consideramos que el índice global MSCI World se interna en la racha más larga de la historia sin caídas de más de un 5% (380 días aprox.). ¿Necesitamos candidatos para ser detonantes? Aquí están los míos: el Vix, el bitcoin y China, si vuelve a enfriar su economía. Pero si el 2018 es el nuevo 1998, las bolsas cerrarán en positivo. De parte de todo el equipo, os deseamos felices fiestas y que la historia rime el año que viene.

Gráfico 1. La valoración del S&P y la coyuntura, según el ISM, coinciden con el año 1998



**Aleksandra Tomala, CFA**

Research & Estrategia

aleksandra.tomala@morabanc.ad

Aleksandra Tomala, CFA

Research & Estrategia · aleksandra.tomala@morabanc.ad

estrategia

## Análisis de riesgos

Tanto la Fed como el BCE señalaron en sus últimas reuniones que, a pesar de la aceleración de sus respectivas economías, no veían incremento de la presión inflacionista. Es un mensaje claramente *dovish* y reduce el riesgo de la política monetaria excesivamente restrictiva.

## Estrategia: Datos macro a máximos multianuales

**Entorno macro.** La economía americana está confirmando su buena forma; el ISM manufacturero se mantiene a niveles cercanos a 60 (58,2) y la tasa de paro, a 4,1%, lo que corresponde a mínimos de 17 años. El consenso no esperaba tan buenos datos: el índice de sorpresas macro está a máximos de siete años. En Europa, el PMI manufacturero está volando, con su última lectura a 60,6 (máximos en 20 años) y la tasa de paro se sitúa por debajo de un 9% por primera vez en este ciclo. Nos parece algo preocupante la restricción monetaria que se está produciendo en China, pero de momento no observamos impacto negativo sobre la economía del gigante asiático.

**Renta variable.** Creemos que los fundamentales sólidos, tanto en el ámbito micro como macro, y la liquidez inyectada en el sistema financiero (QE) abogan por la continuación del ciclo alcista. No obstante, a corto plazo preferimos mantener la prudencia, ya que vemos demasiada euforia acumulada en los mercados. Vemos valor en el Ibex, que se ha quedado atrás con respecto a las bolsas europeas.

**Renta fija.** Somos compradores de la deuda corporativa y emergente, aunque cada vez de manera más selectiva. Mantenemos las duraciones cortas y esperamos subidas de tipos. Por ese mismo motivo seguimos viendo mucho valor en los bonos ligados a la inflación. Nos sigue gustando la deuda periférica, sobre todo la española.

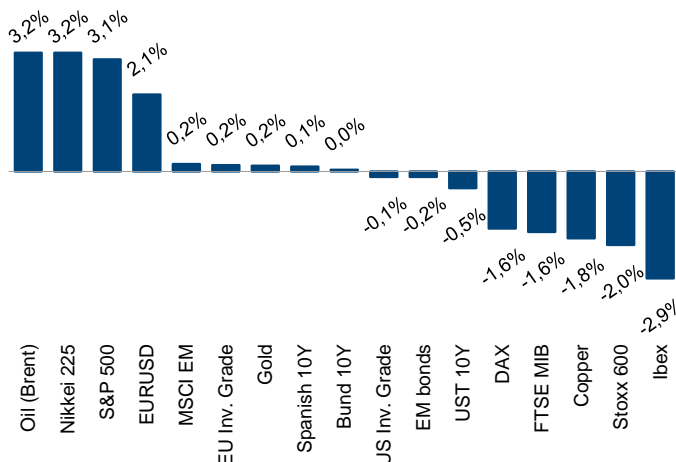
**EURUSD.** Compramos el dólar hasta el rango de 1,10 a 1,15; creemos que el riesgo en la política monetaria estadounidense es hacia más restricción. Vemos también el euro bastante sobrecomprado (según los datos sobre el posicionamiento especulador).

**Commodities.** Nos mantenemos neutrales tanto en el petróleo como en el oro; es cierto que el crudo está a máximos en dos años, pero también es verdad que el nivel del riesgo geopolítico se mantiene elevado (en particular, las tensiones entre USA y dos países: Corea del Norte e Irán).

Gráfico 2. Principales riesgos

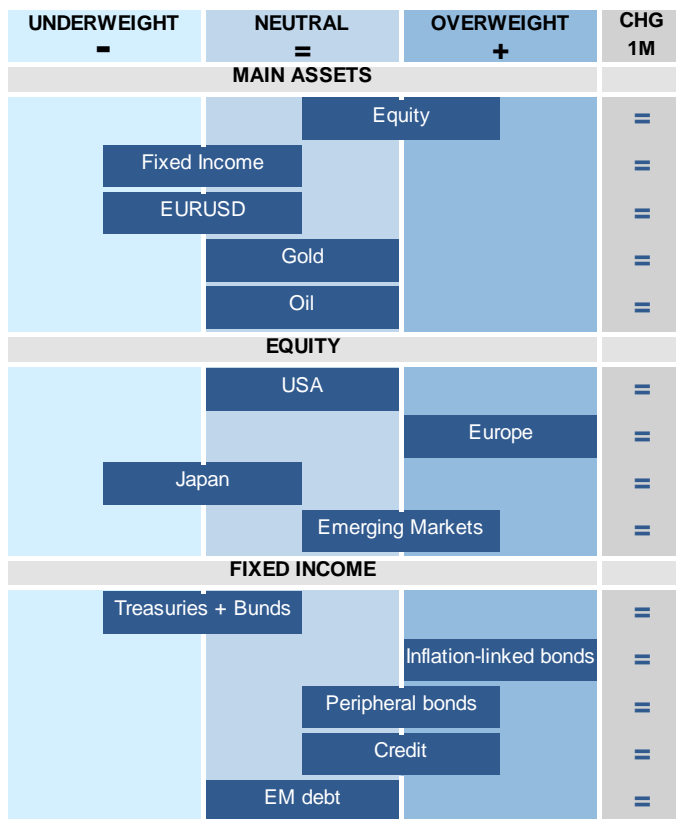


Gráfico 3. Retornos totales noviembre\*



\*Retornos del índice MSCI EM y bonos emergentes expresados en USD

Gráfico 4. Posicionamiento en las principales clases de activos





Rubén Giménez

Análisis Macroeconómico · ruben.gimenez@morabanc.ad

macroeconomía

## Entrando en el invierno con buen pie

Los principales indicadores de sorpresa económica mundiales están finalizando el año en territorio positivo, con Europa marcando máximos de hace seis años y Estados Unidos impulsado por los resultados empresariales y la posibilidad de ser aprobada la reforma fiscal en breve. Si bien el rebote de las *commodities* observado la segunda mitad del año está siendo más moderado y fragmentado recientemente, el precio del barril del crudo está logrando mantener unos niveles próximos a máximos de dos años. Los mercados de riesgo en general han seguido progresando favorablemente en uno de los periodos, hasta la fecha, más largos y estables en cuanto a ausencia de correcciones significativas se refiere.

Mientras tanto, la Fed está finalizando el 2017 con tres subidas de tipos hasta la horquilla del 1,25-1,50, y anticipando nuevas subidas el próximo año, mientras que el BCE se prepara para la reducción de compras en 2018. Pese a todo, al mercado le está costando descontar nuevas subidas de tipos ante la ausencia, previsiblemente, de cifras contundentes de inflación alcista hasta el momento.

Geopolíticamente, el panorama todavía se observa bullicioso e incierto. Desde las negociaciones alemanas para una gran coalición, la urgencia en negociar nuevos techos de la deuda en USA y/o en aprobar la reforma fiscal. En cualquier caso, algunos escollos se desatascan, como las negociaciones UE-UK por el Brexit, en que se acuerda una factura de divorcio de 40.000 millones de euros.

R. Giménez

Noticias	Eventos
Suben los tipos USA nuevamente en +25 pb hasta la horquilla 1,25-1,50 en la última reunión del FOMC/Fed	21/DICIEMBRE/17. Próxima reunión de tipos del Banco de Japón. Nuevas elecciones regionales en Catalunya
Brexit: primera fase completada satisfactoriamente con un preacuerdo de 40 mil millones de euros en el divorcio	03/ENERO/18. Actas de la reunión del FOMC/Fed (13 de diciembre)
Los legisladores europeos acuerdan reglas más estrictas en el mercado de divisas virtuales (identificar usuario final)	17/ENERO/18. Próxima reunión de tipos por parte del Banco de Canadá

Gráfico 5. El mercado espera <1,5 subidas de tipos en USA para el 2018

FUTURES FED FUNDS rates probabilities Calculated: 12/18/2017 based on rate (1,25-1,50)

Meeting	Cut Probability	Hike Probability	unchanged	1.5-1.75	1.75-2	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75
01/31/2018	0,00%	0,80%	99,20%	0,80%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
03/21/2018	0,00%	72,90%	27,10%	72,30%	0,60%	0,00%	0,00%	0,00%
05/02/2018	0,00%	74,80%	25,20%	69,10%	5,70%	0,00%	0,00%	0,00%
06/13/2018	0,00%	87,60%	12,40%	46,90%	37,80%	2,90%	0,00%	0,00%
08/01/2018	0,00%	88,40%	11,60%	44,50%	38,40%	5,30%	0,20%	0,00%
09/26/2018	0,00%	91,90%	8,10%	34,50%	40,20%	15,30%	1,80%	0,10%
11/08/2018	0,00%	92,50%	7,50%	32,70%	39,80%	17,10%	2,70%	0,20%
12/19/2018	0,00%	94,40%	5,60%	26,40%	38,10%	22,80%	6,30%	0,80%
01/30/2019	0,00%	94,50%	5,50%	26,00%	37,80%	23,10%	6,60%	0,90%

Miquel Soca, CEFA  
Estrategia RF · miquel.soca@morabanc.ad

renta fija

## Revisión positiva de las proyecciones de crecimiento por parte del BCE

Durante noviembre y parte de diciembre los mercados de deuda europeos han estado expectantes a la reunión del BCE del día 14 de diciembre. El tipo de interés a diez años alemán se ha situado justo antes del *meeting* en los mínimos de los últimos seis meses. Finalmente, Mario Draghi ha subido las estimaciones de crecimiento para los próximos tres años y ha dicho que la inflación está estabilizándose. Se mantiene el final del QE para septiembre de 2018, con posibilidades de alargarlo si fuera necesario. La deuda periférica mantiene su buen comportamiento, sobre todo la portuguesa y la griega.

Los mercados de deuda corporativa *investment grade* y *high yield* en Europa y Estados Unidos han sufrido ampliaciones de spreads durante la primera parte de noviembre que se han recuperado holgadamente durante la segunda quincena y parte de diciembre.

Por lo que a Estados Unidos se refiere, la Reserva Federal Norteamericana, en su reunión del pasado día 13 de diciembre, subió 25 puntos básicos el tipo de referencia, tal y como había descontado el mercado durante noviembre y la primera mitad de diciembre. Por otra parte, insinuó tres subidas de 25 pb durante el 2018.

La deuda emergente, tanto gubernamental como corporativa, ha sufrido una pequeña ampliación de *spread* durante la primera quincena de noviembre. Sin embargo, desde entonces, ha recuperado gran parte de la ampliación y mantiene el buen comportamiento de todo el año. El índice EMBI Global Spread se sitúa a mediados de diciembre en los 314 pb.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo

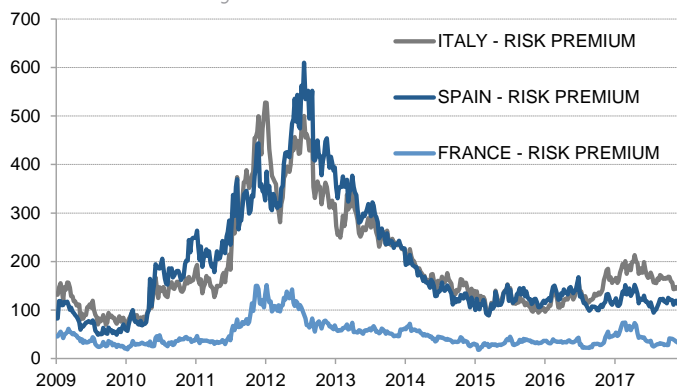
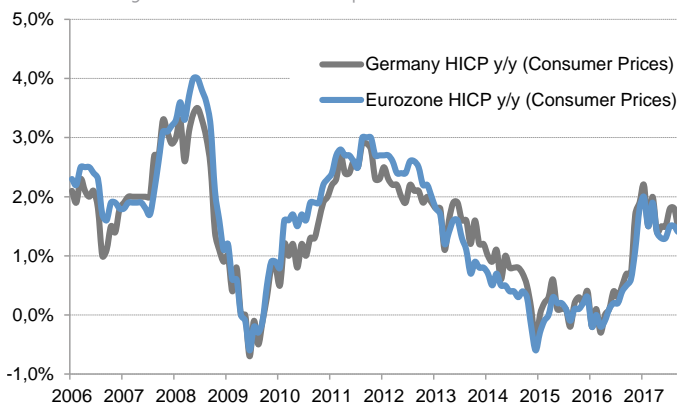


Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa





## And the winner is... ¡S&P 500!

Estamos a dos escasas semanas de acabar el año y, de momento, los mercados siguen muy fuertes. De hecho, este mes es como «el de la marmota»: podríamos repetir los mismos comentarios que el mes anterior. Otra gran subida del S&P 500 (+3%), ayudada por la reforma fiscal, que se quiere aplicar y que nos ha llevado a un rendimiento en lo que va de año del 19%. A lo largo del mes, globalmente, nos encontramos con un MSCI World que se ha revalorizado un +2%. Europa, en general, con retornos positivos, de los cuales destacaríamos España, con el IBEX 35 (+1,9%), o Portugal, con el PSI-20 (+1,5%). Sectorialmente, los mejores sectores han sido Telecomunicaciones (+5,8%) y Financieros (+3,8%). En cuanto a los negativos, por decir algo, están Energía (-0,6%) y Materiales (-0,2%).

Al final hemos tenido un año muy positivo de mercados, con subidas generalizadas del 10% de promedio. Cabe comentar que también, de media, los beneficios han crecido en un 10%-12%, con lo que están justificados dichos retornos. Pero esto no ha sucedido en la bolsa española, ya que los beneficios han subido un 35% y, de momento, el IBEX 35 solo lleva un 8,5%. Si bien es cierto que desde mayo ha caído un -8%, por el entorno político en Cataluña y sigue siendo el mercado que cotiza más barato, a 13x P/E 2018.

Las elecciones catalanas pueden ser el inicio de la recuperación del IBEX 35 respecto a los demás índices europeos. Pero quizás, con estas dos escasas semanas que quedan para finalizar el año, lo veamos más de cara al 2018.

X. Torres

Gráfico 8. Evolución del SP 500 Index frente a sus beneficios

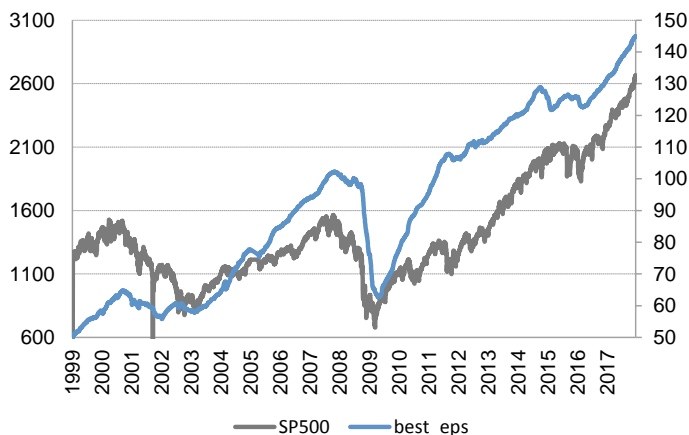
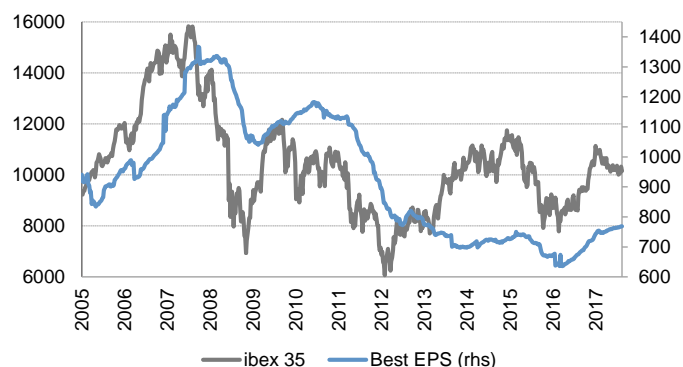


Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



## Fin de año

Ya nos encontramos en la recta final del 2017. Podemos considerar este año como un año marcado por la agenda política con la toma de posesión de Donald Trump, las elecciones en Francia y Alemania, y la reciente reforma fiscal llevada a cabo por USA. Para el 2018 todo parece apuntar a una sincronización de la economía con revisiones al alza del PIB mundial que deberían seguir empujando a los índices, un panorama bastante positivo para la economía mundial. Comentábamos en el pasado editorial que la abrupta caída vista en noviembre no debía hacernos entrar en pánico, ya que no se habían perforado los niveles que harían saltar las alarmas. Ahora mismo se está realizando un lateral en los índices europeos, mantenemos el *stop-loss* en los 3.460 puntos para el futuro del Eurostoxx 50 y seguimos viendo posibles repuntes de los índices para los primeros meses del próximo año. Aun así, seguimos viendo turbulencias a corto plazo con las futuras elecciones en Cataluña, que, sin duda, volverán a traer volatilidades elevadas en el IBEX. Los demás índices europeos siguen mostrando solidez, como se observa en el gráfico del Dax. En cuanto a los índices americanos, siguen sin darnos sorpresas, marcando nuevos máximos un mes sí y otro también, y no tienen visos de un cambio en su tendencia.

¡Os deseamos a todos felices fiestas y un 2018 cargado de rendimientos positivos!

G. Apodaca

Gráfico 10. Futuro Eurostoxx diario con la media de 200 sesiones

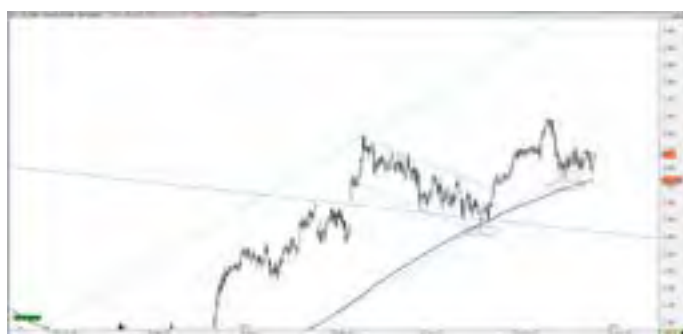


Gráfico 11. Futuro Dax diario con la media de 200 sesiones



## Poco volátil, pero no aburrido

No, el 2017 no ha sido un año aburrido para las divisas. Amenazas nucleares, tweets que mueven mercados, auge de populismos, tratados comerciales de décadas que se ponen en duda... No, nada aburrido.

Pero la volatilidad ha sido la menor desde 2014. Y la falta de movimientos de consideración ha pesado negativamente sobre las estrategias.

Si la predicción económica es un arte difícil, la predicción política es, sencillamente, imposible. Y este año ha estado cargado de incertidumbre política en los pares más negociados: USD, EUR y GBP. Lo anterior ha pesado notablemente sobre la asunción de riesgo divisa en 2017, dejando las tres *majors* normalmente más eficientes lejos de sus *fair values* fundamentales.

A lo anterior se suma la buena comunicación desde los bancos centrales de sus expectativas de cambio de política monetaria.

Es complicado que la situación actual se mantenga en el futuro. Sin meternos en política, lo cierto es que, salvo excepciones contadas, los bancos centrales a escala global están cambiando su visión lentamente, y empiezan a trasladar a los mercados la idea de una normalización monetaria.

Por mucho que pretendan suavizar este cambio necesario, la experiencia nos confirma que, cuando las autoridades monetarias mueven piezas, la volatilidad reacciona (por ejemplo, en 2010, en 2012, o finales de 2015 e inicios de 2016).

Hoy no es momento de hablar de 2018, pero lo más probable es que tampoco sea aburrido. Y si vuelve la volatilidad, menos.

T. García-Purriños

Gráfico 12. Evolución de la volatilidad (180d) del Índice del Dólar

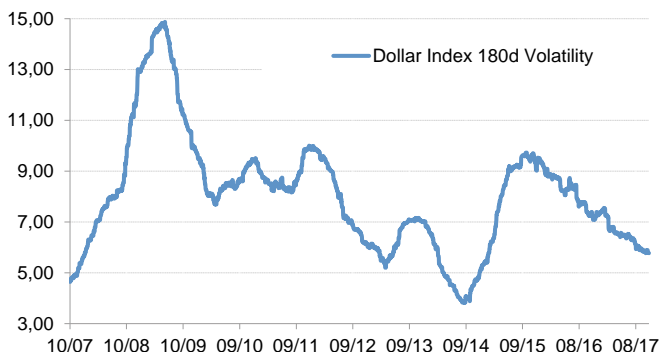
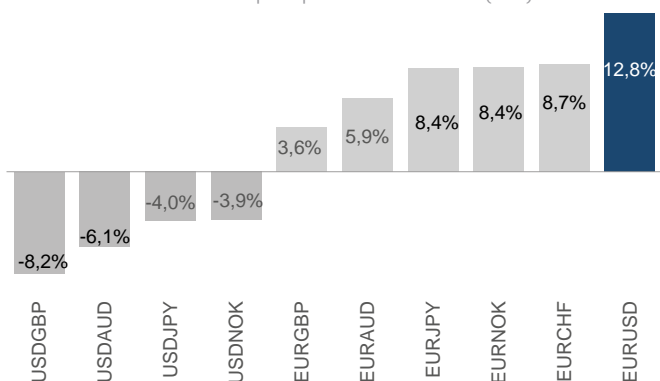


Gráfico 13. Evolución de las principales divisas en 2017 (YTD)



## Año de teoría en materias primas

En el mercado de materias primas, el 2017 ha sido un buen año para repasar la teoría básica de esta clase de activo.

En primer lugar, su comportamiento no es similar al de la renta variable o los bonos: responden a factores diferentes, dependiendo del momento del ciclo. Así, las materias primas cierran el año *flat* frente al repunte de bolsa.

En segundo lugar, las diferentes clases de materias primas tienen poca correlación entre ellas: mientras que los metales industriales o metales preciosos tuvieron un buen comportamiento, la agricultura o energía no lo hicieron tan bien. Sin contar los cambios durante el mismo 2017: energía fuerte al final de año, metales preciosos flojos.

Pero las lecciones más duras han llegado desde qué vehículo elegir para tomar exposición. Por ejemplo, comentábamos el mes pasado que, en el caso del petróleo, el contango de la curva de futuros impidió que los largos se aprovecharan de toda la subida, las divisas relacionadas con crudo reaccionaron a otros catalizadores y subsectores que deberían haberse comportado bien (como servicios) quedaron rezagados.

Pensando en una inversión más general, la elección del índice de referencia también hubiera marcado la diferencia. El GSCI, con mayor peso en energía (más del 78%), lo hizo mucho mejor, especialmente desde septiembre, que el BCI o el CRB, con pesos más reducidos (en torno a 30%).

Esperemos que el 2018 también cumpla con la teoría que hemos aprendido en 2017.

T. García-Purriños

Gráfico 14. Índices de materias primas en 2017

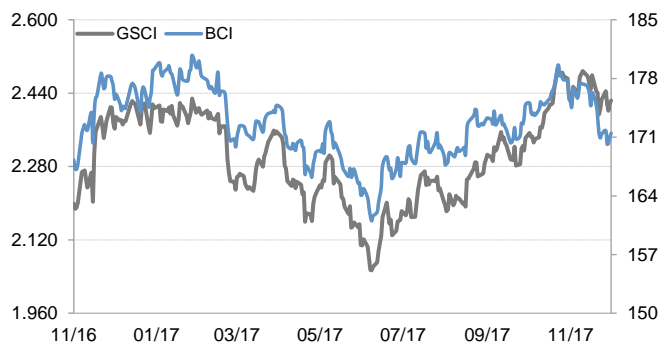
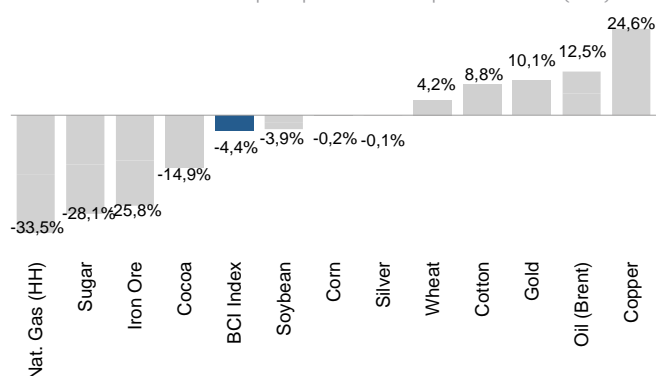


Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2017 (YTD)



## Inversión en negocios familiares

La alineación de intereses es un factor que se suele buscar en el mundo de las inversiones. Los selectores de fondos prefieren gestores que inviertan una parte importante de su patrimonio en los fondos que gestionan o que vinculen su retribución al comportamiento a largo plazo de los mismos.

Llevado a la selección de compañías, una forma de hacerlo es invertir en compañías familiares. Los criterios que se suelen utilizar son que un grupo familiar tenga un peso relevante en el accionariado y algún miembro participe en la alta dirección de la compañía.

Credit Suisse publicó un estudio (*The CS Family 1000*) en 2015 en el que se ponía de manifiesto que las compañías familiares logran de media un 4,5% mejor comportamiento que las no familiares desde 2006.

El universo de inversión es más amplio de lo que puede parecer a priori. Incluso a nivel de tamaño no queda restringido a compañías de pequeña o media capitalización. Empresas como BMW, Oracle, Samsung o Inditex son un buen ejemplo. Donde más limitaciones se encuentran es a la hora de buscar bancos, posiblemente el sector donde menos opciones encuentran.

El gestor de Cobas, Francisco García Paramés, se ha declarado partidario de invertir en este tipo de compañías. En su libro *Invirtiendo a largo plazo* menciona que el 70% de las inversiones están en empresas familiares, y el motivo es que «delegamos en las familias el control de la gestión y de los gestores. Quién mejor que la familia propietaria para vigilar que los gestores están velando por el interés del accionista a largo plazo».

El argumento más usado en cuanto a valoración es que son compañías con un perfil más conservador, con bajos niveles de deuda, mucha tesorería, con pocos incentivos y una contabilidad agresiva y visión a más largo plazo. Por supuesto, hay casos como Pescanova o Abengoa que contradicen esta teoría, pero se pueden considerar excepciones.

**J. Hernando**

Gráfico 16. Rentabilidad anual

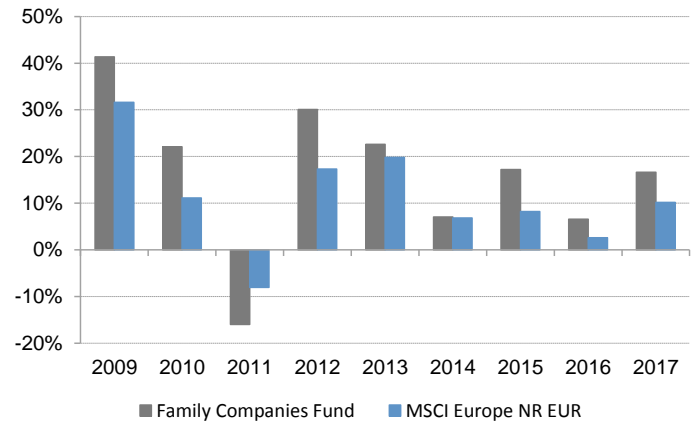
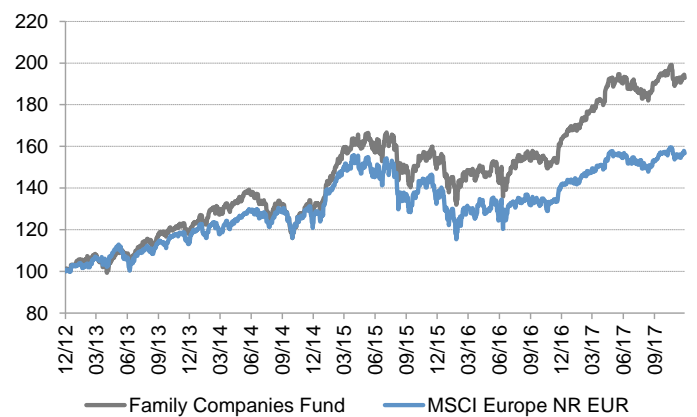


Gráfico 17. Rentabilidad a 5 años





## Felices compras y endeudado año nuevo

Los críticos del capitalismo no andan escasos de culpables a quien achacar todos males que éste provoca; sin embargo, mientras otros concentran toda la ira, los especialistas en mercadotecnia, actores indispensables en todo el entramado, están consiguiendo quedar impunes.

Por ejemplo, mientras que los banqueros puede siempre poner en valor el papel social que las instituciones financieras desempeñan en el fomento de una asignación óptima del capital – dado que al canalizar el ahorro hacia proyectos solventes, la banca eleva el crecimiento del la economía tanto por el lado de la oferta como el de la demanda – los expertos en marketing de consumo, por el contrario, trabajan solo en beneficio del lado de la oferta; estimulando la compra de sus productos con todo tipo de artimañas, independientemente del impacto que el consumo excesivo pueda tener sobre el medio ambiente o las finanzas de los consumidores – convenientemente estiradas por cómodos pagos a plazos.

Pero los mercadólogos no se ven privados de su propia línea de defensa en nuestra economía de consumo. Si hace un siglo la frugalidad se consideraba virtud, mientras que la prodigalidad era una debilidad del carácter, hoy en día, la percepción ha cambiado, y un cierto grado de autocomplacencia se considera un comportamiento socialmente responsable. Esta línea de pensamiento está respaldada por el pensamiento económico dominante. Los modelos de crecimiento desde Solow nos muestran que, dado que el capital exhibe rendimientos marginales decrecientes, su acumulación no puede sostener el crecimiento económico por sí mismo. Por lo tanto, existiría una llamada “Regla de Oro” que vendría a dictar el equilibrio entre tasas de ahorro y consumo, y que optimizaría el crecimiento económico como resultado.



No importa cuán poderosa sea la lógica económica, ésta todavía crea una fuerte disonancia cognitiva en muchos de nosotros que hemos sido educados en relativa austeridad. Esto sucede porque, contrariamente a los modelos económicos, en el mundo real no existe una clara línea divisoria entre inversión y consumo. Uno puede tratar ropa, muebles, dispositivos electrónicos, automóviles y demás, como artículos desechables a ser reemplazados constantemente, o como bienes duraderos que deben conservarse mientras desempeñen su función.

El marketing desempeña un papel crucial aquí, actuando como la “mano invisible” de nuestra economía moderna que empuja a los consumidores a aumentar el gasto. Los vendedores manipulan nuestra psique con una serie de subterfugios que incluyen, entre otros, hacernos anhelar productos “aspiracionales” en la pirámide de Maslow, apresurarnos a comprar por temor a perder una ganga, recompensarnos por nuestra fidelidad, o – de manera más preocupante – forzándonos a cumplir normas sociales convenientemente ideadas; como por ejemplo comprar anillos de diamantes o chocolates para el Día de San Valentín, cortesía de De Beers y Cadbury, respectivamente.

La globalización e Internet están agravando el ataque a nuestro libre albedrío. Ahora somos blanco individualizado de vendedores que infieren nuestras preferencias por nuestros patrones de navegación en la web y, desafortunadamente, las diferencias culturales ya no hacen de escudo. El año ha dejado de estar dividido en estaciones astronómicas, y ahora viene dictado por una serie de eventos de compras que incluyen Halloween, Black Friday, Cybermonday, Navidad, ventas de temporada, días de madre y padre y, si cree que tiene suerte por no estar sujeto al impuesto de San Valentín, me temo que pronto estará celebrando el “Día de los Solteros” en China.

Nunca sabremos si la sociedad consumista actual sigue la trayectoria óptima dictada por la “Regla de Oro”. Uno puede fácilmente imaginar escenarios contrafactuales en los que un consumo responsable y mayores inversiones en educación y tecnologías sostenibles generaran mayores ganancias económicas a largo plazo. Sin embargo, la URSS nos recuerda los riesgos de tratar de domesticar nuestras pulsiones animales. Pues al fin y al cabo, la tiranía cortoplacista de nuestra sociedad puede que no sea más que un reflejo de nuestro instinto de supervivencia.



**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

fernando.defrutos@morawealth.com

## Equity

18/12/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>INDEXES</b>				
MSCI World		2.104	3,5%	20,1%
MSCI Emerging Markets		1.130	-0,5%	31,1%
S&P 500		2.690	4,1%	19,9%
Nikkei 225		19.910	2,1%	19,6%
EuroStoxx 50		3.609	1,0%	8,9%
FTSE 100		7.537	2,2%	5,6%
DAX		13.312	1,7%	15,1%
Ibex 35		10.244	2,2%	9,4%
CAC 40		5.421	1,2%	10,7%
FTSE MIB		22.391	0,8%	15,8%
PSI 20		5.429	3,3%	16,1%
Athex		784	10,0%	21,8%
Hang Seng		29.050	0,2%	33,0%
Bovespa		73.115	-1,2%	20,4%
Micex		2.135	-0,6%	-5,1%
<b>SECTORS</b>				
Consumer Discretionary		239,3	4,7%	21,8%
Consumer Staples		237,4	3,7%	14,4%
Energy		215,6	3,2%	-1,5%
Financials		127,0	4,9%	19,6%
Industry		260,0	4,5%	22,4%
Materials		274,8	2,8%	23,8%
Health Care		229,4	3,0%	18,9%
Technology		224,8	1,9%	39,4%
Telecommunication		71,2	5,7%	2,4%
Utilities		130,0	-1,0%	13,0%

18/12/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5</b>				
BBVA		7,3	1,3%	13,5%
Inditex		30,0	1,8%	-7,6%
Repsol		15,0	0,9%	12,1%
Santander		5,7	3,5%	16,3%
Telefónica		8,4	-1,7%	-4,9%
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>				
Siemens		119,2	3,3%	1,6%
Total		47,4	-0,3%	-5,3%
Sanofi		74,2	-3,0%	-4,8%
SAP		98,5	0,5%	17,2%
Anheuser-Busch InBev		95,0	-2,8%	-5,9%
Daimler		71,5	3,2%	0,6%
BNP Paribas		63,4	-0,1%	4,1%
LVMH		254,1	2,4%	39,3%
Deutsche Telekom		15,2	1,0%	-7,6%
<b>BLUE CHIPS US</b>				
Apple		176,4	2,6%	50,7%
Microsoft		86,4	3,5%	37,3%
Johnson & Johnson		141,8	2,5%	22,8%
Amazon		1.190,6	4,7%	57,8%
JPMorgan Chase		107,0	8,8%	23,7%
General Electric		17,8	-3,5%	-44,4%
AT&T		38,5	11,4%	-9,6%
Pfizer		37,1	4,4%	13,7%

## FX

18/12/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
EURUSD		1,1790	0,6%	12,4%
EURCHF		1,1618	0,0%	8,7%
USDJPY		112,47	0,4%	-3,4%
GBPEUR		1,1360	0,3%	-3,7%
AUDJPY		86,32	-1,7%	2,7%

## Fixed Income

18/12/2017	LAST	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>GOVERNMENT BONDS</b>			
	YTM	bp	bp
Treasury 2y USD	1,83%	13,1	66,4
Treasury 5y USD	2,17%	16,0	28,9
Treasury 10y USD	2,39%	10,7	0,6
Bund 2y EUR	-0,71%	2,5	7,8
Bund 5y EUR	-0,33%	7,3	25,4
Bund 10y EUR	0,31%	1,7	17,3
<b>CDS</b>			
	Spread	bp	bp
ITRAX EUROPE 5Y	47,3	-3,9	-24,8
ITRAX EUROPE 10Y	86,6	-2,6	-25,4
ITRAX EUROPE SR FIN 5Y	46,1	-4,7	-47,7
ITRAX EUROPE SUB FIN €	109,5	-7,7	-112,6
CDX USA 5Y	49,8	-5,2	-17,9
<b>SOVEREIGN SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
Spain / Germany 10y	112,2	-8,7	-7,4
France / Germany 10y	32,0	-1,9	-15,2
Italy / Germany 10y	149,0	5,8	-7,9
Ireland / Germany 10y	-2,4	-3,1	-37,5
Portugal / Germany 10y	147,2	-17,1	-210,8
<b>BREAKEYENS</b>			
	Rate	bp	bp
Germany Breakeven 10Y	1,31%	7,0	4,0
US Breakeven 10Y	1,91%	4,1	-4,4
UK Breakeven 10Y	3,02%	-6,8	1,7
<b>HY &amp; EM SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
BarCap US Corp HY	350,0	-12,0	-59,0
JPM EM Sovereign spread	310,8	-10,0	-54,6
CS EM Corp Spread vs. BN	218,8	-4,1	-61,9

18/12/2017	LAST	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5 CDS 5Y</b>			
		bp	bp
BBVA	42,5	-7,2	-80,5
Iberdrola	42,4	-5,8	-31,2
Repsol	46,6	-9,5	-78,8
Santander	33,0	-5,4	-88,1
Telefónica	73,0	-1,9	-46,0
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>			
		bp	bp
Siemens	21,5	-2,9	-17,5
Total	27,1	-1,9	-22,5
Sanofi	26,2	-3,6	-16,0
SAP	20,3	n.a.	n.a.
Anheuser-Busch InBev	n.a.	-2,3	-31,3
Daimler	39,7	-5,2	-16,3
BNP Paribas	22,8	-1,5	-61,4
LVMH	26,1	-3,1	-12,9
Deutsche Telekom	33,4	-5,1	-13,5
<b>BLUE CHIPS US</b>			
		bp	bp
Apple	n.a.	n.a.	n.a.
Microsoft	n.a.	n.a.	n.a.
Johnson & Johnson	12,3	-2,5	-10,8
Chevron	99,2	0,0	n.a.
JPMorgan Chase	38,7	-9,0	-25,6
General Electric	100,0	n.a.	-0,1
AT&T	64,3	-1,8	-28,8
Pfizer	19,6	-4,8	-24,1

## Commodities

18/12/2017	LAST	CHANGE 1M	CHANGE YTD
Gold (USD/oz)	1.263,2	-1,2%	9,9%
Copper (USD/t)	6.905,0	1,9%	24,7%
Crude Brent (USD/bbl)	63,4	1,7%	8,5%
Corn (USD/bushel)	347,0	1,2%	-1,4%
GSCI Commodity Index	421,1	-1,0%	5,8%



Carrer de l'Aigüeta, 3  
AD500, Andorra la Vella  
Principat d'Andorra  
T (376) 88 43 40  
[www.morabanc.ad](http://www.morabanc.ad)

**David Azcona, CFA**

CEO y Director de inversiones  
[david.azcona@morabanc.ad](mailto:david.azcona@morabanc.ad)  
T (376) 88 41 66

**Aleksandra Tomala, CFA**

Research & Estrategia  
[aleksandra.tomala@morabanc.ad](mailto:aleksandra.tomala@morabanc.ad)  
T (376) 88 43 49

**Rubén Giménez**

Análisis Macroeconómico  
[ruben.gimenez@morabanc.ad](mailto:ruben.gimenez@morabanc.ad)  
T (376) 88 49 01

**Miquel Soca, CEFA**

Estrategia RF  
[miquel.soca@morabanc.ad](mailto:miquel.soca@morabanc.ad)  
T (376) 88 48 65

**Xavier Torres, CEFA**

Estrategia RV  
[xavier.torres@morabanc.ad](mailto:xavier.torres@morabanc.ad)  
T (376) 88 43 46

**Gorka Apodaca, CEFA**

Análisis Técnico  
[gorka.apodaca@morabanc.ad](mailto:gorka.apodaca@morabanc.ad)  
T (376) 88 48 95

**Tomás García-Purriños, CFA, CAIA**

FX y Commodities  
[tomas.garcia@morabanc.ad](mailto:tomas.garcia@morabanc.ad)  
T (376) 88 49 34

**Juan Hernando García-Cervigón, CAIA**

Selección de Fondos  
[juan.hernando@morabanc.ad](mailto:juan.hernando@morabanc.ad)  
T (376) 88 49 04

**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

Chief Investment Officer  
Mora Wealth Management  
[fernando.defrutos@morawealth.com](mailto:fernando.defrutos@morawealth.com)  
T +41 44 256 8135

**Josep Lluís Trabal de Yzaguirre**

Contacto de prensa  
[josep.lluis.trabal@morabanc.ad](mailto:josep.lluis.trabal@morabanc.ad)  
T (376) 88 41 46