

MERCADOS Y ESTRATEGIAS

> **NOVIEMBRE 2017**



IMAGEN DE PORTADA: RDC

Fecha de publicación: 20 de noviembre de 2017. Todos los gráficos son de Mora Gestió D'Actius, SAU; los datos provienen de Bloomberg y Factset, excepto cuando se indique lo contrario. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ni se podrá interpretar, en ningún caso, como una recomendación, oferta o solicitud de compra o de venta de los valores y/o activos en éste mencionados. La información aquí contenida no podrá tampoco considerarse como definitiva, dado que se encuentra sujeta a cambios y modificaciones no previsible. Los rendimientos pasados no aseguran rendimientos futuros, y ninguna información lleva a creer que cualquiera de los resultados indicados será conseguido. El hecho de que se pueda facilitar información respecto

a la situación, evolución, valoración y otros sobre los mercados o los activos en concreto, no se puede interpretar en ningún momento como compromiso ni garantía de realización, al igual que tampoco asume responsabilidad sobre la evolución de estos activos o mercados. Los datos sobre los valores de las inversiones, sus rendimientos y otras características, están basados o derivan de información fidedigna, generalmente disponible para el público, y no representan ningún compromiso, garantía o responsabilidad por parte de Mora Banc Grup, SA y sus filiales. Mora Gestió D'Actius, SAU y Mora Wealth Management, AG son filiales de Mora Banc Grup, SA. Morabanc Asset Management es una marca registrada de Mora Gestió D'Actius, SAU.

Pirañas en el Valira

Seguramente si alguno de los periódicos del país abriera su portada con un titular semejante, acabaría siendo uno de los más leídos del año. Y es que, en muchas ocasiones, uno se deja llevar por la superficie del mensaje llevándolo al extremo, sin abrir el interrogante de cuántas, en dónde o si han sido encontradas muertas. En un mundo lleno de sensacionalismos, nos hemos acostumbrado a leer solamente el encabezamiento de cualquier medio digital y escrito. Y los hábitos a veces pueden volverse en nuestra contra.

Recuerdo a Pedro Mari Zabalza, antiguo entrenador de Osasuna, que nos legó una enseñanza a toda la hinchada navarra: no hay

Un consejo: si teme que aparezca una piraña llamada volatilidad que lleva años dormida y duda de si su cartera está preparada, llame a un experto.

que dar por supuestos los triunfos hasta que no termine el partido («Si nos confiamos, somos muy malos», decía). Y aquí se encuentra la economía mundial, en un momento decisivo, puesto que, después de haber superado una crisis histórica, las herramientas que nos permitieron salir de ella deben ir eliminándose poco a poco. Por ello debemos «volver al Valira y a Pedro Mari». Hasta ahora los mercados financieros han vivido un gran momento. Salvo en contadas ideas de inversión, daba igual tu expectativa de revalorización. En los últimos cinco años uno se ha acostumbrado a llegar a buen puerto sin necesidad de ser muy selectivo.

Ahora debemos dejar de leer la primera línea e ir más que nunca «a las tripas del editorial». El mayor reto de todos los economistas para el presente es gestionar las expectativas de todos nuestros clientes/amigos/vecinos y obligarnos a tomar nuestro tiempo.

No quiero que se malinterprete mi mensaje, buenas inversiones van a existir. El ritmo de sincronización mundial en el crecimiento que estamos viviendo es el mejor en mucho tiempo. De hecho, el índice de PMI global está en máximos de los últimos seis años. El crédito empresarial está fluyendo y, aunque en ocasiones inducidos por los bajos tipos de interés, los inversores hemos invertido porque las compañías han continuado saneando sus balances. Los ingresos y los beneficios publicados en el último trimestre son los mejores en años, y por lo visto no será flor de un día. Recordando que todavía pueden ser mejores si, como se

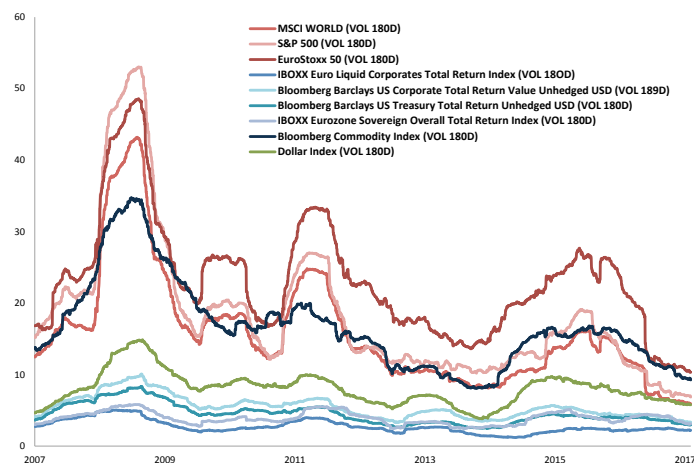
espera en USA., se aprueba finalmente la rebaja fiscal. Es más, si fijamos la vista en Europa, el precio al que cualquier gestor puede comprar acciones es más que correcto comparado con otras áreas geográficas.

No obstante, uno debe ser realista, y es que las valoraciones actuales de USA. de manera histórica implican ganancias para los próximos años que están por debajo del doble dígito. Aunque el retrovisor, salvo en 2015, nos diga lo contrario. Independientemente de que la situación sea bastante mejor que en el segundo trimestre de este año, las probabilidades de recesión global, aunque bajas, han pasado del 15% al 30%. Aparentemente raro, pero el hacerse mayor es lo que tiene, estás más cerca de tu fecha de caducidad. Y esto mejor que nadie lo saben los grandes líderes chinos, que han mantenido estable su economía hasta la 19.ª edición del máximo órgano del Partido Comunista de China, y ahora seguramente abrirán la volatilidad para afrontar los cambios estructurales que deben implantar.

¿Y cómo aguarda esto el mundo financiero? Les pondré un ejemplo: las familias estadounidenses, vía directa, fondos de inversión y planes de pensiones, poseen la mayor carga de renta variable desde 2000 (lo que representa alrededor de un 37% de sus inversiones).

Un consejo: si teme que aparezca una piraña llamada volatilidad que lleva tiempo dormida y duda de si su cartera está preparada, llame a un experto.

Gráfico 1. Volatilidad histórica (180 días)



David Azcona, CFA

CEO & CIO MoraBanc Asset Management
david.azcona@morabanc.ad

T (376) 88 41 66



Análisis de riesgos

Tanto la subida del petróleo como los últimos datos desde Europa y China nos hacen pensar que la presión inflacionista está creciendo. Subimos el riesgo de un aumento de precios. Al mismo tiempo, los datos estadounidenses indican una aceleración del crecimiento, conforme con la fase de expansión del ciclo macroeconómico. Reducimos el riesgo de una debilidad macro en USA.

Aunque todavía queda mucha incertidumbre, la tensión en Cataluña parece estar disminuyendo después de la convocatoria de elecciones para el 21 de diciembre. Esperamos al resultado antes de modificar el riesgo de la crisis europea.

Estrategia: Datos macro al alza

Entorno macro. Se está confirmando la mejora macro globalmente; la economía estadounidense creció un impresionante 3% y las estimaciones del crecimiento europeo se ven revisadas al alza después de las últimas lecturas de los PMI (el manufacturero, 58,5, máximos en 7 años) y la producción industrial, que son muy fuertes. Han rebotado también los índices de sorpresas macro, y en los mercados emergentes no observamos ninguna debilidad. Creemos que la presión inflacionista se intensificará en consecuencia, lo que podría provocar sorpresas no deseadas desde los bancos centrales (una aceleración del ciclo de subidas de tipos).

Renta variable. Nuestra visión estratégica sigue constructiva, dado el *momentum* macro, las buenas publicaciones de compañías y las valoraciones todavía aceptables. Tácticamente, vemos los mercados bastante eufóricos, con algunas ratios del sentimiento del inversor a niveles extremos (la *bull/bear* ratio, a máximos de 30 años). Preferimos recoger beneficios en los mercados y sectores que mejor se han comportado, y vemos la posibilidad de volver a entrar más abajo.

Destacamos la oportunidad que se ha abierto en el IBEX, que desde mayo lo ha hecho un 9% peor que el EuroStoxx 50, frente a fundamentales sólidos tanto en el ámbito macro como micro.

Renta fija. Seguimos viendo mucho valor en los bonos ligados a la inflación, dada la fortaleza de los datos macro, el *rally* del petróleo y algunos indicadores adelantados de precios (PMI de la presión inflacionista en la Eurozona, el PPI en China). Somos compradores de la deuda corporativa y emergente, aunque cada vez de manera más selectiva. Mantenemos unas duraciones cortas esperando subidas de tipos.

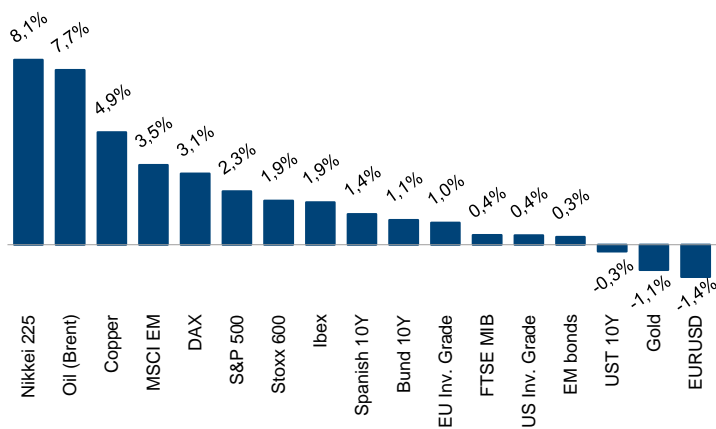
EURUSD. Mantenemos el rango a 1,10-1,15, compramos el USD. El posicionamiento especulador en el euro sigue significativamente por encima de la media histórica y los fundamentales americanos indican la necesidad de una política monetaria más *hawkish*.

Commodities. Creemos que el petróleo ha alcanzado su precio justo; nos mantenemos neutrales ante la próxima reunión de la OPEC, que puede ser decisiva para la próxima evolución del crudo. En el oro seguimos neutrales, viéndolo bien valorado frente a los tipos reales.

Gráfico 2. Principales riesgos

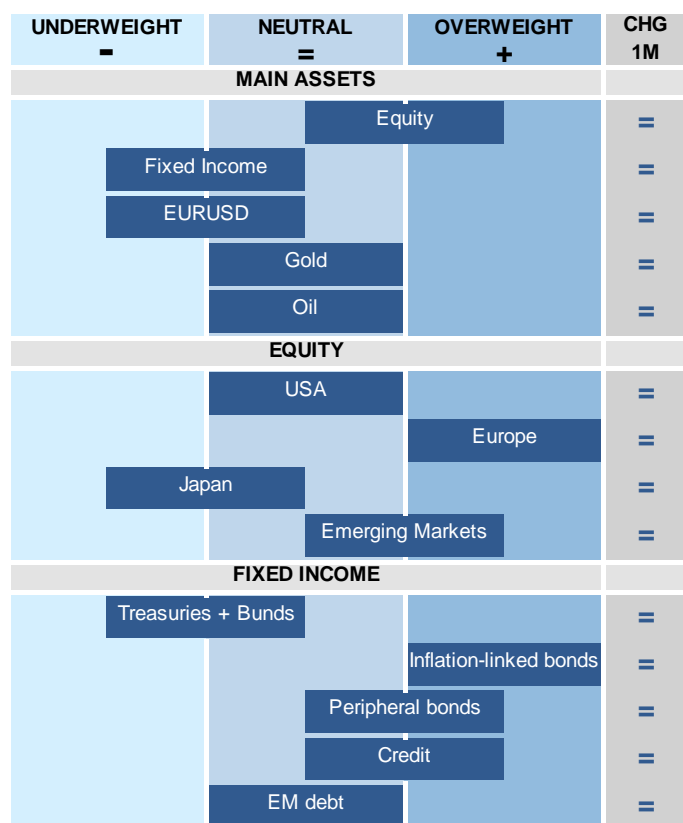


Gráfico 3. Retornos totales octubre*



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

Gráfico 4. Posicionamiento en las principales clases de activos





Vivimos uno de los períodos *risk-on* más largos tras la crisis financiera

Los indicadores de sorpresa económica mundiales, en territorio positivo, nuevamente aumentan, favorecidos por los buenos datos empresariales y el rebote de las *commodities*, entre otros elementos. Los índices de deuda mundiales, tras marcar mínimos de tipos en septiembre, siguen rebotando al alza favorecidos por un discurso más *hawkish* de los bancos centrales. El BCE confirma el inicio de la reducción de recompras a partir de 2018 y extiende el programa hasta septiembre del año próximo. Los mercados de acciones se toman un merecido respiro tras publicar unos resultados que los han catapultado a nuevos máximos anuales a principios de noviembre (Dow Jones, Euro Stoxx, Nikkei...). Como consecuencia de ello, durante este último mes, las expectativas que descuenta el mercado de nuevas subidas de tipos en diciembre para USA han continuado escalando de un 80% hasta el 92%. De igual forma, los principales índices de materias primas (y el precio del crudo) han continuado rebotando tras los mínimos de primavera, marcando nuevos máximos el vigente mes.

Geopolíticamente, el panorama todavía dista mucho de un entorno normal: la propuesta de rebajas fiscales en USA parecería avocada a ser pospuesta hasta finalizar las elecciones de mitad de mandato en 2018; Cataluña tendrá nuevas elecciones en diciembre en un contexto/entorno más que atípico, y en las negociaciones UE-UK por el Brexit no se descarta la posibilidad de no llegar a acuerdos.

R. Giménez

Noticias	Eventos
Se convocan nuevas elecciones en Cataluña (21/12/17) tras la activación del artículo 155	22/NOVIEMBRE/17. Publicación de las actas de la última reunión del FOMC/Fed
Políticos y líderes mundiales, expuestos fiscalmente ante Los Paradise Papers	29/NOVIEMBRE/17. Segunda estimación del 3Q17 del PIB USA
Brexit: las negociaciones progresan lentamente y con poca claridad	06/DICIEMBRE/17. Próxima reunión de tipos por parte del Banco de Canadá
EL BCE confirma la reducción de compras de deuda, y extiende el programa hasta septiembre de 2018	13-14/DICIEMBRE/17. Reunión de tipos por parte de la Fed, el BoE y el BCE

Gráfico 5. El mercado pone en precio 1,5 nuevas subidas de tipos en USA

FUTURES FED FUNDS rates probabilities Calculated: 11/15/2017 based on rate (1,00-1,25)

Meeting	Cut Probability	Hike Probability	unchanged	1.25-1.50	1.5-1.75	1.75-2	2-2.25
12/13/2017	0,00%	92,30%	7,70%	92,30%	0,00%	0,00%	0,00%
01/31/2018	0,00%	92,40%	7,60%	91,60%	0,80%	0,00%	0,00%
03/21/2018	0,00%	96,30%	3,70%	48,80%	47,10%	0,40%	0,00%
05/02/2018	0,00%	96,40%	3,60%	47,50%	47,10%	1,70%	0,00%
06/13/2018	0,00%	97,70%	2,30%	31,40%	47,30%	18,40%	0,60%
08/01/2018	0,00%	97,80%	2,20%	30,60%	46,80%	19,20%	1,10%
09/26/2018	0,00%	98,20%	1,80%	25,60%	44,00%	24,10%	4,30%
11/08/2018	0,00%	98,30%	1,70%	23,60%	42,40%	25,70%	5,90%
12/19/2018	0,00%	98,60%	1,40%	20,00%	39,40%	28,40%	9,20%

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

renta fija

Sesgo dovish del BCE

Durante el mes de octubre, los mercados de deuda europeos han estado expectantes a la reunión del día 26, en la que se tenían que anunciar las medidas a tomar por parte de los miembros del comité del BCE respecto al QE. No hubo sorpresas en cuanto a lo que descontaban los mercados, y se anunció una extensión del programa de compras de al menos nueve meses más y una reducción de -30 bn. EUR en las compras mensuales. Sin embargo, el discurso de Mario Draghi tuvo un sesgo claramente *dovish* y los mercados de deuda reaccionaron con fuertes subidas de precio. La deuda periférica mantiene su buen comportamiento, sobretudo la portuguesa y la italiana.

Los mercados de deuda corporativa *investment grade* y *high yield* en Europa y Estados Unidos han acelerado la tendencia positiva del año y siguen estrechando. Sigue la fuerte demanda por parte de los inversores por nuevas emisiones de deuda corporativa de ambos lados del Atlántico y de mercados asiáticos.

Por lo que a Estados Unidos se refiere, la Fed, en su reunión del pasado 1 de noviembre, dejó claro que habrá una subida de 25 puntos básicos próximamente. Y aunque no se habló explícitamente de que la subida sea en la reunión de diciembre, el mercado lo está poniendo en precio con una probabilidad superior al 90%. La deuda emergente, tanto gubernamental como corporativa, mantiene su buen comportamiento de todo el año, y el índice EMBI Global Spread se sitúa, a principios de noviembre, en los 305 puntos básicos.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo

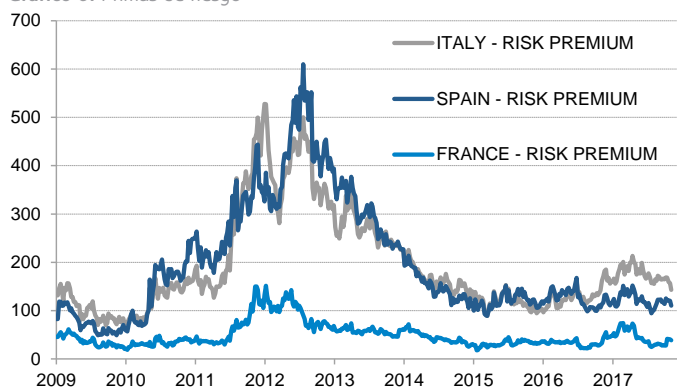
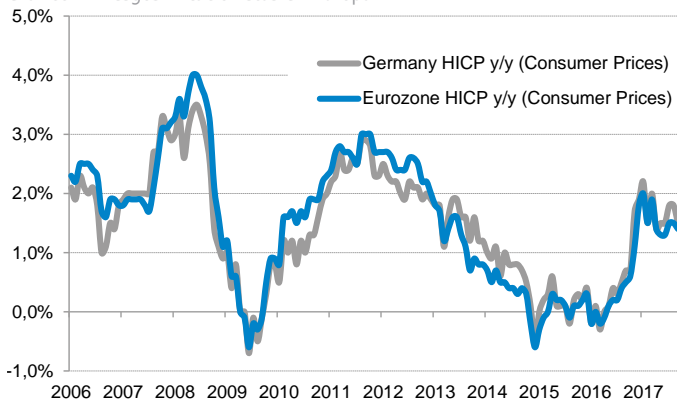


Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa



THANKSGIVING DAY

Otro mes consecutivo de fuertes subidas en casi todos los mercados, que de momento no parece que quiera cambiar. Todo ello, liderado por el mercado japonés con un Nikkei 225 a +10,5%, impresionante si tenemos en cuenta que el mes anterior se revalorizó un 6%. Destacamos el buen tono del mercado americano con el S&P 500 a +2%, que sigue haciendo nuevos máximos. También cabe mencionar los mercados emergentes, con el MSCI Emerging a +3,1%. Europa, en general, con retornos positivos y sobretodo Alemania, con el DAX a +3,1%, ya que los datos macroeconómicos siguen en la buena dirección. España ha seguido haciéndolo peor, con el IBEX 35 a -0,10%, a pesar de la buena tendencia en la prima de riesgo y la reducción de la tensión en Cataluña. Sectorialmente, los mejores han sido Tecnología (+7,5%), tras unas publicaciones muy positivas, y vuelve a repetir Energía (+3,7%). Por el lado negativo hemos tenido Telecomunicaciones (-4%) y Farmacia (-1,6%).

Este mes, coincidiendo con la festividad americana del *Thanksgiving Day* (Día de Acción de Gracias), es obligatorio dar las gracias. En primer lugar, por otro año más de subidas en la bolsa yanqui de doble dígito (+15,9%), y en segundo lugar, porque llevamos 240 días sin correcciones de más de un 3%. Desgraciadamente, en Europa no celebramos esta festividad y, por lo tanto, no debemos dar gracias. Además, nada de lo anterior ha pasado aquí.

En Europa nos contentamos con no hacer máximos desde 2007 y con correcciones superiores al 3%, con lo que podríamos adoptar dicha festividad a ver si suena la flauta, o más bien seguir apostando por Europa, y más con este gran descuento sobre la bolsa americana.

X. Torres

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

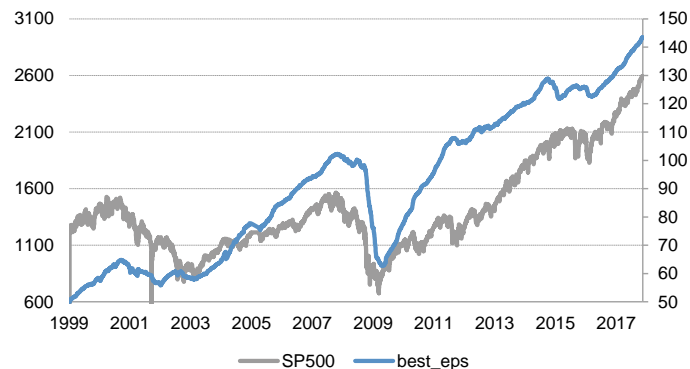
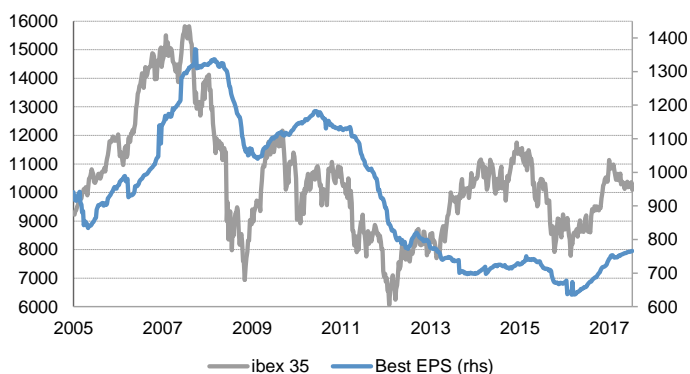


Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



Toma de beneficios, que no pánico

Comentábamos en el pasado editorial la posibilidad de ver nuevos máximos anuales en la renta variable europea, hecho que se cumplió. Cabe decir que lo que no esperábamos era una corrección tan rápida desde estos niveles. Seguramente las ventas vienen generadas por los buenos rendimientos de los diferentes índices y la toma de beneficios de los inversores ante la proximidad del fin de año. Sin embargo, creemos que todavía es pronto para empezar a pensar en un entorno estructural bajista. Esperamos que durante las próximas semanas se realice un suelo en los niveles actuales, los 3.500 puntos del Eurostoxx 50, para continuar con subidas moderadas posteriormente. Seguimos sin ver un riesgo bajista en el corto plazo, aunque habrá que ser cautos y vigilar que no se pierdan los niveles de los 3.460 puntos en el Eurostoxx. Tanto el DAX como el CAC se encuentran en resistencias de largo plazo, lo que refuerza nuestra idea de ver un parón en las caídas. En cuanto al IBEX, hay que comentar que sigue muy débil, pero esperamos un rebote en los entornos actuales. Destacamos este mes el fuerte movimiento alcista del euro frente al dólar, que ha alcanzado los 1,18 EUR/USD, un nivel en el que aprovecharíamos para comprar dólares a la espera de una corrección en las próximas semanas.

G. Apodaca

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



Gráfico 11. EUR/USD diario con la media de 200 sesiones



Fatiga en el USD

Decíamos el pasado septiembre que no veíamos motivos suficientes para que el DXY (índice del USD) perdiese el importante nivel de 90. En estos meses el billete verde ha conseguido consolidar sobre las medias de 50 y 100 sesiones, recuperando en torno a un +3%.

Es cierto que el USD parece mostrar una cierta fatiga, por lo que estamos más pendientes que en otras ocasiones de nuestros stops. Pero seguimos viendo más probable una vuelta al rango 1,10-1,15 antes de iniciar otro movimiento.

En el JPY vemos valor. Por PPA sigue cotizando a niveles atractivos frente al USD y el EUR, y pensamos que podría actuar como refugio en caso de una corrección de la renta variable.

Por otro lado, destaca en las últimas sesiones la debilidad del NZD y del AUD. La primera, bajo la incertidumbre de la política, y la segunda debatiéndose entre unos datos de sector exterior positivos y una deuda de las familias en niveles altos con salarios que no terminan de repuntar pesando sobre el consumo interno. La autoridad monetaria australiana lleva desde agosto, además, advirtiendo que los niveles del AUD son excesivamente elevados y están pesando negativamente sobre la inflación.

Finalmente, y a pesar del rebote del petróleo, ni el CAD ni el NOK terminan de repuntar. Pesa sobre el CAD la renegociación del NAFTA y el discurso menos *hawkish* de los miembros del Banco de Canadá. Por su parte, en el NOK, también pesan tanto la política monetaria de la propia Noruega como la influencia del BCE.

T. García-Purriños

Gráfico 12. Evolución del USD

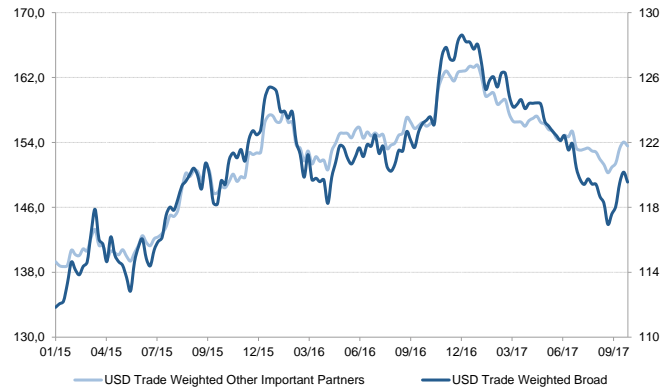
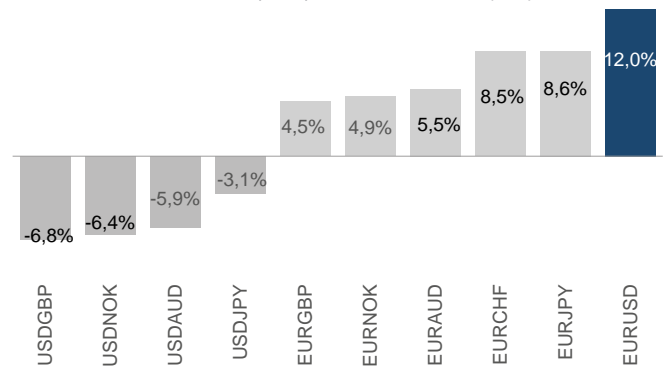


Gráfico 13. Evolución de las principales divisas en 2017 (YTD)



El petróleo, en precio objetivo

El camino ha sido tortuoso, pero finalmente el petróleo ha alcanzado y superado nuestro precio objetivo (60 USD). Con todo, ha sido complicado aprovechar la subida: el contango de la curva de futuros se llevó un buen pedazo de quienes vienen largos de hace tiempo, las divisas relacionadas con crudo (NOK, CAD) han reaccionado a otros catalizadores (política monetaria, incertidumbre política) y subsectores que deberían haberse comportado bien (sobre todo, servicios) quedaron rezagados. Es un ejemplo de que no es lo mismo acertar en el análisis que ganar dinero.

Los fundamentales no han cambiado: el mercado está en déficit de oferta, los inventarios totales siguen descendiendo (en US, al mayor ritmo de la historia; en China, por primera vez en sus estadísticas), las perspectivas de demanda continúan sorprendiendo al alza, etc.

Hay riesgos. El último informe de la AIE es un jarro de agua fría para la OPEC, que se vería obligada a mantener sus recortes de cara a evitar que el mercado vuelva a entrar en superávit de oferta en 2018. Además, el posicionamiento alcista de *hedge funds* está en niveles extremos.

Nosotros seguimos pensando que el ciclo ha cambiado, y la inercia debería seguir siendo alcista. Tácticamente, mantenemos la prudencia. El rango superior de nuestro precio objetivo es de 65 USD, y técnicamente podríamos ver algo más de rebote, pero tendría sentido una consolidación en estos precios antes de buscar nuevas metas.

T. García-Purriños

Gráfico 14. Evolución de los inventarios del crudo US

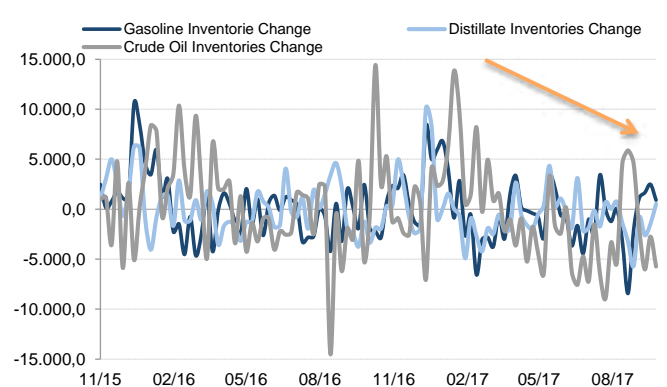
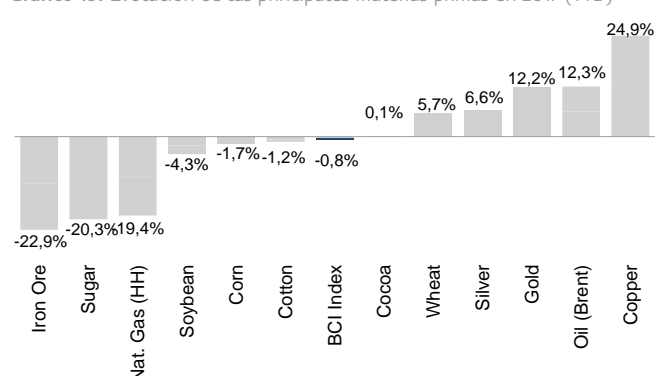


Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2017 (YTD)



Estrategias alternativas: *Market Neutral*

Una de las estrategias dentro de los alternativos que ha tenido mejor acogida en Europa es la de *market neutral* (mercado neutral). La estrategia, tratando de resumir, consiste en que los gestores se ponen largos de las posiciones que creen que subirán y se ponen cortos, en la misma proporción, de las que creen que bajarán. De esta forma tienen una exposición al mercado cercana a 0, de ahí el nombre de *market neutral*.

Esta estrategia ofrece a los gestores una doble oportunidad de generar rentabilidad, tanto con los largos como con los cortos.

La forma en la que lo implementa cada gestor varía mucho. Por ejemplo, en los cortos hay gestores que se centran en compañías concretas, mientras que otros solo usan índices. A la hora de seleccionar los largos también hay mucha disparidad: análisis fundamental, *momentum*, reversión a la media, etc.

Los estudios académicos señalan el *market neutral* como un tipo de activo que en el largo plazo generaría rentabilidad positiva con baja volatilidad y muestra descorrelación con los activos tradicionales, renta variable o renta fija.

Siendo esto cierto, no hay que olvidar algunos de sus puntos débiles. En momentos de stress de mercado hay bastantes gestores que se ven arrastrados a pérdidas cuando se incrementan las correlaciones entre sectores y entre compañías. Algo parecido ocurre con las rotaciones sectoriales, que suelen ser causantes de pérdidas.

La exposición neta es otro factor importante a estudiar antes de invertir. Aunque siendo puristas debería ser del 0%, se suele mover entre -10 y +20%, por lo que la gestión de la exposición neta puede generar ganancias o pérdidas.

En definitiva, los *market neutral* pueden ser un tipo de fondos interesantes para carteras, con beneficios en términos de diversificación, pero debemos ser conscientes de sus puntos débiles y limitaciones.

J. Hernando

Gráfico 16. Rentabilidad índice HFRI Market Neutral vs Índice renta variable y renta fija desde 2012

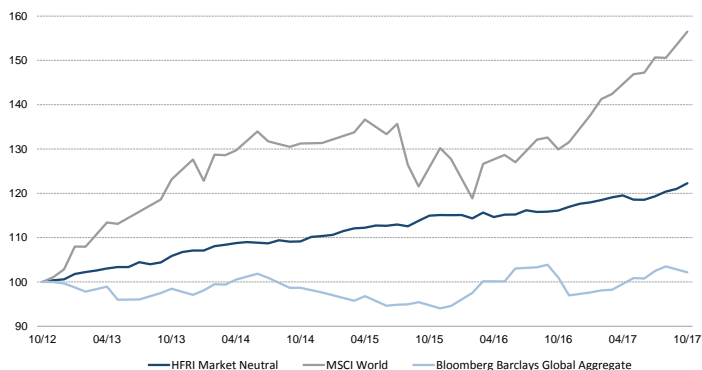
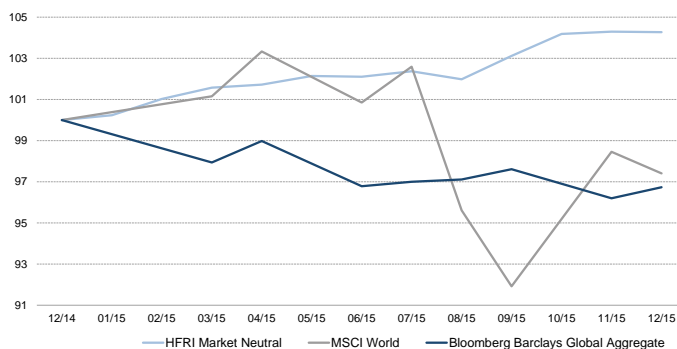


Gráfico 17. Rentabilidad índice HFRI Market Neutral vs Índice renta variable y renta fija en 2015



El coste marginal del dinero

En origen, el dinero es un bien de carácter público suministrado por los bancos centrales. Sin embargo, público no significa gratuito, lo que plantea la pregunta de cómo debe ponerse precio. Bajo competencia perfecta, el precio de un bien está determinado por su coste marginal de producción. Sin embargo, en presencia de un monopolio, el precio del producto puede establecerse con vistas a maximizar los beneficios de la empresa monopolística.

Las autoridades monetarias disfrutaban del monopolio del dinero a escala local —con permiso del Bitcoin— y operan como un oligopolio a escala global, teniendo la prerrogativa de fijar unilateralmente el precio del dinero, que es la tasa de interés a corto plazo. A pesar de que los bancos centrales obtienen dinero del diferencial entre los tipos oficiales de préstamo y depósito que estos establecen, una actividad conocida como *señoreaje*, su objetivo como instituciones públicas es maximizar el beneficio social en lugar de su propia cuenta de resultados. Sin embargo, nuestros conocimientos en economía no nos permiten aún medir de forma precisa los costes y beneficios sociales de las políticas monetarias, por lo que estas acaban guiadas por la ideología en lugar de la ciencia.

Para ilustrar este punto, conviene revisar los principales costes y beneficios de nuestro sistema monetario. La sociedad se beneficia del dinero fiduciario de varias maneras, más allá de su uso como una conveniente reserva de valor. Su amplia aceptación como medio de pago mejora drásticamente la eficiencia de las transacciones económicas, mientras que la provisión de crédito fomenta una mejor asignación del capital. En principio, todo ello debería traducirse en una mayor actividad económica y más empleo. Por otra parte, la acuñación de dinero físico es algo costosa, al igual que lo es la supervisión del sistema bancario, pero, en el margen, el mayor inconveniente de ampliar la masa monetaria es la devaluación del dinero, causada bien por la inflación o por burbujas de activos.

El problema es que el encarecimiento de activos y bienes de consumo afecta a trabajadores y capitalistas de manera dispar. La inflación puede ser una herramienta de redistribución cuando esta es el precio a pagar por disfrutar de niveles de empleo más altos (cuando la curva de Philips funcionaba). Las burbujas de activos, por el contrario, fomentan la desigualdad, ya que los más pudientes se benefician desproporcionadamente de ellas.

Beneficios concentrados y costes repartidos son una receta para los grupos de intereses especiales, un problema que se ve agravado por la falta de rendición de cuentas democráticas de las instituciones monetarias.



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis

De hecho, el compromiso entre control de inflación y generación de empleo está en el corazón del mandato de la Reserva Federal. Otros bancos centrales, por el contrario, como el BCE, se centran exclusivamente en controlar la inflación. Aunque irónicamente pueda parecer que USA. es un país más socialista, lo que subyace es un choque de ideologías económicas: los neokeynesianos, que creen que el gobierno puede influir en el desempeño de la economía a través de la política monetaria, frente a los defensores de la «propuesta de ineficacia política» (PIP), que asume que el gobierno no puede intervenir con éxito en la economía.

La evidencia empírica no es concluyente, ya que si bien las políticas monetarias (hiper) activas han tenido éxito en la estabilización del crecimiento económico, esto ha sido a costa de generar grandes burbujas en deuda y activos, anticipando por tanto muchos años de actividad económica y rendimientos futuros. El riesgo es que si la PIP es cierta, las variables macroeconómicas —siendo la inflación la más crítica— tarde o temprano regresarán a sus respectivos valores promedio. Esto tendría consecuencias negativas para los mercados, y también implicaría una reversión a la media en términos de igualdad social.



Fernando de Frutos, PhD, CFA

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

fernando.defrutos@morawealth.com

Equity

17/11/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
INDEXES				
MSCI World		2.033	-0,1%	16,1%
MSCI Emerging Markets		1.136	1,5%	31,8%
S&P 500		2.579	0,1%	15,2%
Nikkei 225		19.910	3,7%	16,5%
EuroStoxx 50		3.547	-1,4%	8,0%
FTSE 100		7.381	-1,9%	3,4%
DAX		12.994	0,2%	13,4%
Ibex 35		10.010	-1,8%	7,4%
CAC 40		5.319	-0,8%	9,6%
FTSE MIB		22.093	-0,9%	15,1%
PSI 20		5.259	-3,3%	12,7%
Athex		712	-5,4%	10,1%
Hang Seng		29.199	2,7%	33,0%
Bovespa		73.437	-3,9%	21,9%
Micex		2.132	2,7%	-4,7%
SECTORS				
Consumer Discretionary		228,6	1,4%	16,4%
Consumer Staples		229,0	0,5%	10,3%
Energy		208,9	-0,2%	-4,6%
Financials		121,1	-1,7%	14,0%
Industry		248,9	-2,1%	17,1%
Materials		267,3	0,1%	20,5%
Health Care		222,6	-3,3%	15,4%
Technology		220,6	4,2%	36,8%
Telecommunication		67,4	-2,8%	-3,1%
Utilities		131,2	-0,4%	14,2%

17/11/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
IBEX-5				
BBVA		7,2	-2,1%	11,7%
Inditex		29,3	-5,1%	-9,3%
Repsol		14,9	-3,0%	11,0%
Santander		5,5	-2,1%	12,4%
Telefónica		8,5	-4,0%	-3,5%
BLUE CHIPS EUROPE				
Siemens		114,9	-1,5%	-2,3%
Total		46,3	0,5%	-5,2%
Sanofi		75,4	-9,9%	-1,8%
SAP		96,5	0,9%	16,1%
Anheuser-Busch InBev		97,4	-8,4%	-3,0%
Daimler		69,0	0,6%	-2,7%
BNP Paribas		63,2	-7,4%	4,0%
LVMH		246,6	4,2%	36,5%
Deutsche Telekom		15,0	-3,4%	-9,0%
BLUE CHIPS US				
Apple		170,2	8,9%	46,9%
Microsoft		82,4	4,6%	32,6%
Johnson & Johnson		138,0	-3,1%	19,8%
Amazon		1.129,9	15,0%	50,7%
JPMorgan Chase		98,1	-1,4%	13,7%
General Electric		18,2	-23,6%	-42,4%
AT&T		34,5	-2,9%	-18,9%
Pfizer		35,4	-2,9%	8,9%

FX

17/11/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
EURUSD		1,1790	0,0%	12,0%
EURCHF		1,1659	-0,6%	-8,1%
USDJPY		112,10	1,2%	4,3%
GBPEUR		1,1216	-0,4%	4,3%
AUDJPY		84,81	-4,5%	-0,6%

Fixed Income

17/11/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
GOVERNMENT BONDS			
	YTM	bp	bp
Treasury 2y USD	1,72%	14,5	53,3
Treasury 5y USD	2,06%	3,2	12,4
Treasury 10y USD	2,34%	-4,3	-10,3
Bund 2y EUR	-0,71%	0,3	5,2
Bund 5y EUR	-0,35%	-7,6	18,4
Bund 10y EUR	0,36%	-9,2	15,6
CDS			
	Spread	bp	bp
ITRAX EUROPE 5Y	51,6	-3,8	-20,7
ITRAX EUROPE 10Y	89,7	-7,1	-22,5
ITRAX EUROPE SR FIN 5Y	51,2	-8,6	-43,0
ITRAX EUROPE SUB FIN €	119,4	-16,5	-104,7
CDX USA 5Y	55,2	3,0	-12,2
SOVEREIGN SPREADS			
	Spread	bp	bp
Spain / Germany 10y	118,9	-1,8	1,0
France / Germany 10y	34,6	-7,0	-13,9
Italy / Germany 10y	147,1	-12,1	-14,2
Ireland / Germany 10y	-0,4	2,3	-34,0
Portugal / Germany 10y	162,4	-24,1	-194,5
BREAKEYENS			
	Rate	bp	bp
Germany Breakeven 10Y	1,23%	1,0	-3,0
US Breakeven 10Y	1,89%	1,3	-8,6
UK Breakeven 10Y	3,10%	3,0	9,7
HY & EM SPREADS			
	Spread	bp	bp
BarCap US Corp HY	362,0	21,0	-47,0
JPM EM Sovereign spread	320,8	13,6	-44,6
CS EM Corp Spread vs. BN	222,9	0,9	-57,8

17/11/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
IBEX-5 CDS 5Y			
		bp	bp
BBVA	50,0	-12,2	-73,8
Iberdrola	48,4	1,1	-25,4
Repsol	56,2	-2,8	-69,4
Santander	39,2	-10,1	-82,7
Telefónica	75,2	0,6	-43,8
BLUE CHIPS EUROPE			
		bp	bp
Siemens	24,4	-1,7	-14,7
Total	28,1	-2,5	-20,7
Sanofi	28,7	-1,2	-12,6
SAP	21,2	-3,5	-47,6
Anheuser-Busch InBev	42,3	2,6	-28,8
Daimler	44,8	1,5	-10,8
BNP Paribas	26,8	-9,6	-58,7
LVMH	28,8	-1,9	-9,2
Deutsche Telekom	39,2	-1,2	-8,1
BLUE CHIPS US			
		bp	bp
Apple	n.a	n.a	n.a
Microsoft	n.a	n.a	n.a
Johnson & Johnson	15,3	-1,7	-8,6
Chevron	99,1	-0,4	0,9
JPMorgan Chase	49,9	4,4	-16,8
General Electric	100,6	-0,4	0,8
AT&T	66,0	2,2	-27,0
Pfizer	23,9	-0,7	-19,0

Commodities

17/11/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
Gold (USD/oz)	1.292,4	0,9%	12,5%
Copper (USD/t)	6.777,0	-3,6%	22,4%
Crude Brent (USD/bbl)	62,7	8,0%	6,0%
Corn (USD/bushel)	343,0	-0,7%	-2,8%
GSCI Commodity Index	425,4	5,7%	6,8%



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

**David Azcona, CFA**

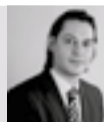
CEO y Director de inversiones
david.azcona@morabanc.ad
T (376) 88 41 66

**Aleksandra Tomala, CFA**

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

**Rubén Giménez**

Análisis Macroeconómico
ruben.gimenez@morabanc.ad
T (376) 88 49 01

**Miquel Soca, CEFA**

Estrategia RF
miquel.soca@morabanc.ad
T (376) 88 48 65

**Xavier Torres, CEFA**

Estrategia RV
xavier.torres@morabanc.ad
T (376) 88 43 46

**Gorka Apodaca, CEFA**

Análisis Técnico
gorka.apodaca@morabanc.ad
T (376) 88 48 95

**Tomás García-Purriños, CFA, CAIA**

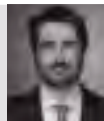
FX y Commodities
tomas.garcia@morabanc.ad
T (376) 88 49 34

**Juan Hernando García-Cervigón, CAIA**

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

**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

Chief Investment Officer
Mora Wealth Management
fernando.defrutos@morawealth.com
T +41 44 256 8135

**Josep Lluís Trabal de Yzaguirre**

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