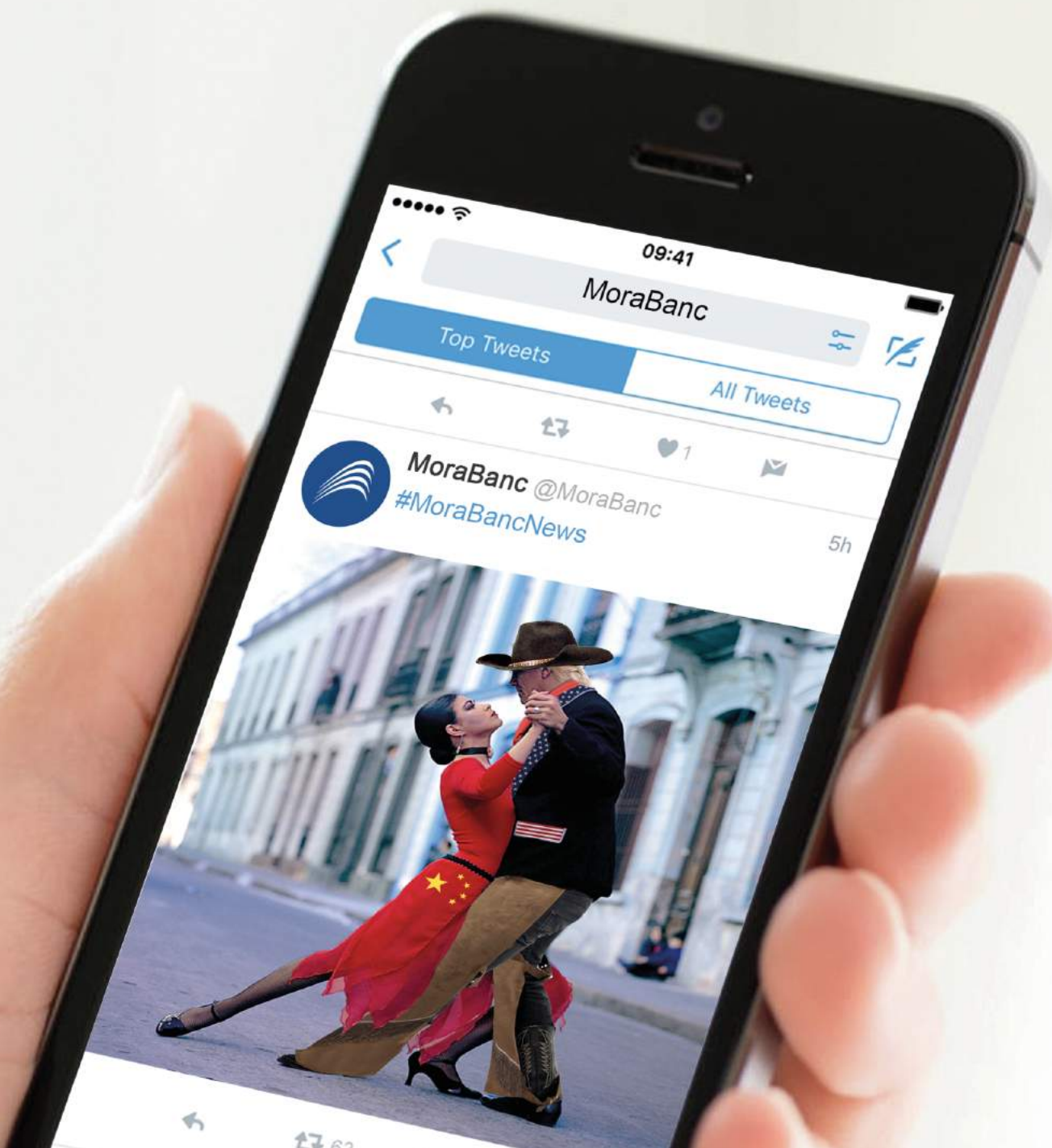


# MERCADOS Y ESTRATEGIAS

> ABRIL 2018



Fecha de publicación: 20 de abril de 2018. 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.

# Bienvenida, welcome, bienvenue, willkommen, volatilidad

El pasado fin de semana, por primera vez desde que comenzó la primavera, podíamos disfrutar de cálidos rayos de sol. Lo más comentado en cada rincón del país era: «¡Por fin! ¡Qué largo se ha hecho el invierno!».

Les seré franco: lo mismo me ha sucedido a mí con la volatilidad (medida comúnmente aceptada para medir el riesgo de mercado). Después de años en los que, sobre todo las bolsas norteamericanas, nos han dado ejemplo de calma relativa y retornos estables, el primer trimestre del año se ha caracterizado por el incremento del riesgo implícito en diversos activos, principalmente en el mercado de renta variable. Y es de agradecer. Muchos de ustedes se sorprenderán, pero vivíamos un entorno de euforia que podía traducirse en serios problemas futuros, incluso en las economías domésticas. Los arquitectos de carteras se nutren principalmente de expectativas de rentabilidad y riesgo para dar forma a las propuestas que llegan a los clientes. En la medida que el riesgo estaba históricamente bajo, solo aquellas casas conscientes de que dichos niveles no eran normales pudieron mantener a sus clientes correctamente perfilados en la primera parte del año. Este aviso a navegantes debe servir para que la industria recalibre los *inputs* a futuro y preserve de mejor manera el capital de todos los inversores.

**Se ha de ser muy selectivo, mantener una perspectiva de largo plazo, con carteras bien diversificadas, evitar modas y no tomar decisiones drásticas en momentos bruscos.**

¿Por qué la volatilidad estaba tan baja? Existen motivos estructurales, como la nueva regulación adoptada desde la crisis financiera más reciente, y otros, como la creciente cota de mercado que las nuevas tecnologías están copando dentro del mundo inversor. Pero también pesan motivos cíclicos, como la compra masiva de activos por parte de la mayoría de los bancos centrales del mundo. Nuevamente se me verá el plumero como firme defensor de la gestión activa, pero las grandes desilusiones sufridas por las innovaciones que mantenían abajo la volatilidad deberían hacernos recapacitar. No debemos volver a « segar a mano », pero tampoco dejarnos llevar por el « todo vale ». Se ha de ser muy selectivo, mantener una perspectiva de largo plazo, con carteras bien diversificadas, evitar modas y no tomar decisiones drásticas en momentos bruscos.

¿Y ahora, qué? Lo que al principio se inició por causas variopintas (*stranger things*, decíamos en el anterior editorial) ha seguido espoleado por más sanciones y tensiones comerciales, junto con la tensión bélica en Siria. Consecuencia: todo el mundo se encuentra buscando el mejor algoritmo que defina exactamente cuándo será la próxima recesión («A un año no pasa nada, pero ojo a dos años», comentaba una casa de análisis). Los indicadores de sentimiento inversor han alcanzado niveles de pesimismo que no veíamos desde febrero de 2016

No vemos que sea el inicio de un mercado bajista, sino simplemente una corrección que no debiera pasar a mayores. Como en una buena receta, niveles de crecimiento estables y con indicadores adelantados en retroceso pero en máximos, aderezados con unos beneficios empresariales en los que no vemos cambios tendenciales, deberían augurar ganancias futuras. Las condiciones crediticias continúan amplias y la deuda corporativa ha mostrado un claro ejemplo de solidez, y esto es lo principal a vigilar ahora.

Lamentablemente, se han abierto guerras de todo tipo en las que creemos que todos están abocados a entenderse. Demasiado a perder.

En muchas reuniones con inversores lo que calibramos es el margen de error, dado que las valoraciones de renta variable y tipos están lejos de las medias históricas. Lo que es cierto es que ante nosotros se abre toda una ventana de oportunidades de la que no disfrutábamos desde hacía cinco meses.

Gráfico 1. Evolución histórica de volatilidades.



**David Azcona, CFA**

CEO & CIO MoraBanc Asset Management

david.azcona@morabanc.ad

T (376) 88 41 66

## Análisis de riesgos

El conflicto comercial ha ido escalando las últimas semanas: Donald Trump anunció un nuevo paquete de aranceles a productos chinos (por valor de 50.000 millones de USD) y China respondió con tarifas del mismo importe. En el momento de escribir este texto son solo propuestas, pero la probabilidad de una guerra comercial ha aumentado, lo que reflejamos en nuestra lista de riesgos como incremento de tensiones geopolíticas.

## Estrategia: es el momento de comprar

**Entorno macro.** Los datos siguen sin defraudar: en USA, el ISM manufacturero, a 59,6, está cerca de los máximos de 13 años, y el desempleo, a 4,1%, está en el nivel más bajo desde el año 2000. La inflación, aunque contenida, ha ido subiendo, lo que no debería sorprender en el entorno macro tan favorable y con el estímulo fiscal ya en vigor (la rebaja de impuestos). En la economía europea, que no está en una fase de crecimiento tan avanzada, los indicadores están ligeramente por debajo de máximos recientes (aunque muy sólidos) y la inflación, bastante inferior a la norteamericana. El desempleo sigue cayendo (8,5%). En Japón observamos la misma tónica.

**Renta variable.** Los datos macro y micro permanecen sólidos, el sentimiento se ha deteriorado (se ha dejado de hablar de *buy on dips*) y las valoraciones son más atractivas que al inicio del año; creemos que ha llegado el momento de incrementar el riesgo; quitamos el sesgo bajista a corto plazo que manteníamos desde el verano del año pasado y alineamos la visión táctica y la estratégica. Aprovecharíamos los niveles actuales para comprar, sobre todo Europa y España, donde vemos más potencial. El riesgo principal actualmente es geopolítico (¿guerra comercial?), pero creemos que las bolsas ya lo han descontado parcialmente.

**Renta fija.** Creemos que buenos fundamentales justifican mantener la exposición al crédito, sin embargo no tenemos argumentos para comprar deuda core en los niveles actuales de tipos, que pensamos que todavía deben normalizarse; cubrimos el riesgo de sobrecalentamiento con los bonos ligados a la inflación.

**EURUSD.** Seguimos pensando que el EURUSD está sobrecomprado; somos compradores de dólar hasta 1,10-1,15; cualquier relajación del conflicto comercial nos debería acercar al objetivo.

**Commodities.** Ante cada vez más incertidumbre geopolítica y volatilidad elevada, preferimos mantener la exposición al oro, que históricamente ha sido un buen refugio. Seguimos neutrales en el petróleo; creemos que el Brent empezaría a ser atractivo cerca de 60/bbl de USD.

Gráfico 2. Principales riesgos

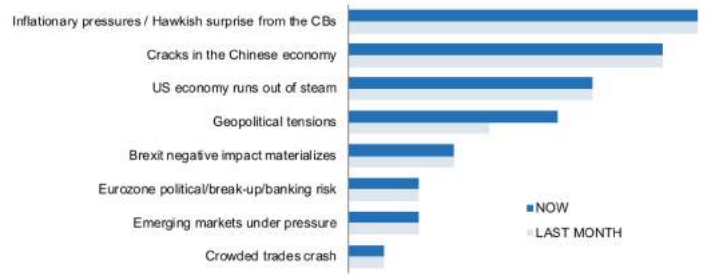
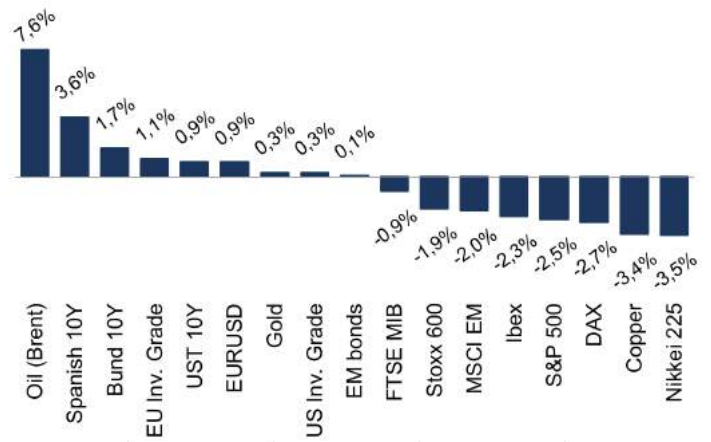
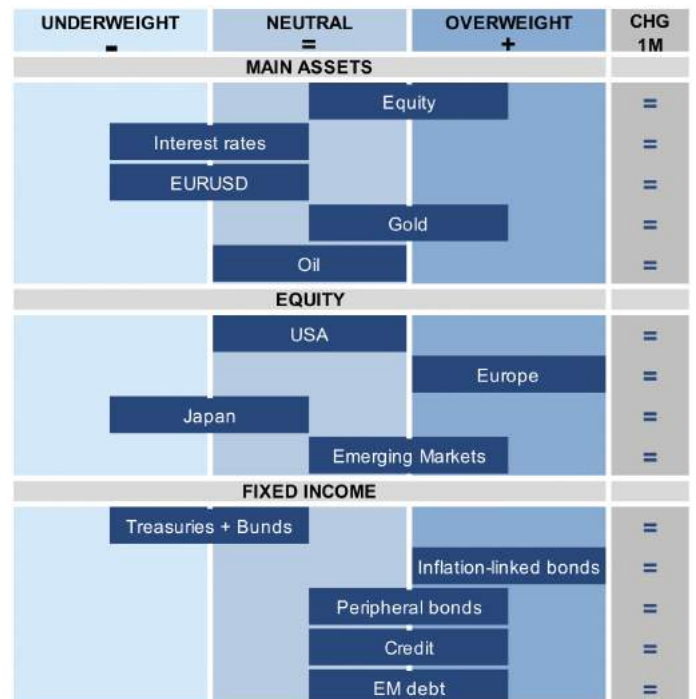


Gráfico 3. Retornos totales marzo\*



\*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

## ¿Nubarrones en el horizonte?

Un mes más y los mercados de acciones siguen ofreciendo cierta debilidad contenida. Las preocupaciones en cuanto a proteccionismo (USA contra el mundo), las señales de ralentización doméstica en varias geografías (p. ej., Alemania), la tan elusiva inflación «materializada» y nubarrones de conflictos belicistas en Oriente Medio han estado haciendo mella sobre los activos de riesgo. En general, los indicadores macroeconómicos mundiales empiezan a mostrar cierta erosión en múltiples economías (Japón, Canadá, Reino Unido, entre otras), pero especialmente en la eurozona, donde los indicadores de sorpresa económica siguen hundiéndose en territorio negativo hasta mínimos de 2011. El mercado de futuros de los *fed funds* sigue descontando tres subidas de tipos a 12 meses. Mientras, en la eurozona, la probabilidad para el 2018 se hunde hasta el 16% frente al inicio de año, en que se situaba en el 43%.

Geopolíticamente, los acontecimientos recientes siguen aportando nuevos focos de incertidumbre: nuevas sanciones sobre Rusia; continuación del rifirrafe en el ámbito del comercio global iniciado por Donald Trump, y aumento del tono belicista de la política de USA, Reino Unido y Francia en relación con Oriente Medio (Siria). En la periferia, Italia, tras más de un mes de las elecciones, sigue sin ofrecer claridad en la formación de gobierno, mientras que en España las encuestas electorales siguen dibujando la transición de un modelo bipartidista hacia uno tetrapartidista sin mayorías claras.

R. Giménez

Noticias	Eventos
USA, Francia y Reino Unido bombardean instalaciones clave sirias	23/ABRIL/18. Datos manufactureros para USA y la eurozona del mes de abril
La probabilidad de recesión en Alemania se dispara hasta el 32% según el Instituto IMK alemán	26/ABRIL/18. Decisión de tipos por parte del BCE
USA adopta nuevas sanciones sobre personas y empresas rusas	02/MAYO/18. Decisión de tipos por parte de La Fed
Empieza la temporada de beneficios empresariales con resultados positivos	20/MAYO/18. Elecciones presidenciales en Venezuela (fecha tentativa)

Gráfico 5. Tabla de rendimientos de las principales deudas soberanas

Sovereign Yields							
April 18th, 2018	2 Years	3 Years	5 Years	7 Years	10 Years	15 Years	30 Years
Switzerland	-0.88%	-0.74%	-0.55%	-0.26%	-0.02%	0.27%	0.53%
Japan	-0.16%	-0.14%	-0.12%	-0.06%	0.03%	0.23%	0.69%
Germany	-0.59%	-0.45%	-0.10%	0.14%	0.51%	0.64%	1.17%
Austria	-0.46%	-0.29%	0.04%	0.37%	0.69%	1.06%	1.40%
Denmark	-0.50%		0.01%		0.51%		
Sweden	-0.55%		0.04%	0.26%	0.64%	0.97%	
Netherlands	-0.67%	-0.55%	-0.26%	0.30%	0.64%	0.86%	1.16%
Finland	-0.62%	-0.44%	-0.12%	0.15%	0.61%	0.89%	1.27%
Belgium	-0.54%	-0.46%	0.10%	0.37%	0.76%	1.15%	1.56%
France	-0.52%	-0.33%	0.01%	0.32%	0.72%	1.13%	1.57%
Ireland	-0.48%		0.04%	0.41%	0.89%	1.30%	1.63%
Italy	-0.36%	-0.09%	0.63%	1.09%	1.73%	2.23%	2.82%
Spain	-0.37%	-0.17%	0.17%	0.69%	1.19%	1.70%	2.27%
Canada	1.88%	2.01%	2.11%	2.17%	2.24%		2.34%
Norway	0.75%			1.51%	1.80%		
United Kingdom	0.87%	0.92%	1.17%	1.27%	1.43%	1.68%	1.82%
United States	2.40%	2.54%	2.70%	2.79%	2.84%		3.02%
Singapore	1.86%		2.03%		2.35%	2.59%	2.77%
Australia	2.11%	2.22%	2.44%	2.61%	2.75%	2.94%	3.31%

Miquel Soca, CEFA

Estrategia RF · miquel.soca@morabanc.ad

renta fija

## Esperando la reunión del BCE de abril

Las expectativas sobre movimientos por parte del Consejo de Gobierno del BCE respecto a las compras de deuda y el final o no del QE (esperado para septiembre) siguen siendo un factor clave en la evolución de las curvas de deuda gubernamental y de crédito europeas. Los mercados de deuda core europeos se han tomado el discurso de Mario Draghi del pasado mes de marzo con un sesgo marcadamente *dovish*, y el tipo a 10 años alemán se ha situado, a finales de marzo, por debajo del nivel del 0,50%. Por otro lado, sigue el excelente comportamiento de las primas de riesgo de los países periféricos, en particular España y Portugal, situándose actualmente en 71 pb y 111 pb, respectivamente.

Los índices de crédito parecen haberse estabilizado durante los meses de marzo y abril, después del fuerte repunte de febrero. El índice de *high yield* europeo *Itraxx Crossover* se sitúa en los 273 pb (serie de marzo), mientras que el índice *investment grade* se sitúa en los 54 pb (serie de marzo).

En Estados Unidos cabe destacar la primera subida del año de 25 pb del tipo de referencia de la nueva era Jerome Powell, en la que la tasa objetivo de los *fed funds* se ha situado en el rango 1,5%-1,75%. Los tipos de interés implícitos descuentan una probabilidad ligeramente superior al 85% de una nueva subida de 25 pb en la reunión de junio.

En cuanto a la deuda de los países emergentes, en marzo el índice EMBI GLOBAL ha repuntado hasta situarse cerca de los 330 pb, de acuerdo con el aumento de la volatilidad de los mercados. Sin embargo, actualmente se sitúa en los 318 pb.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo

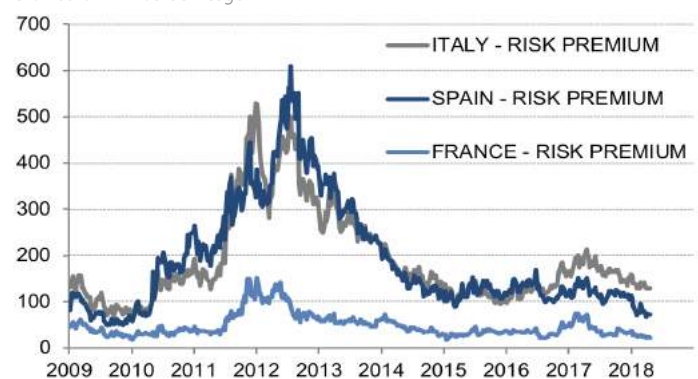
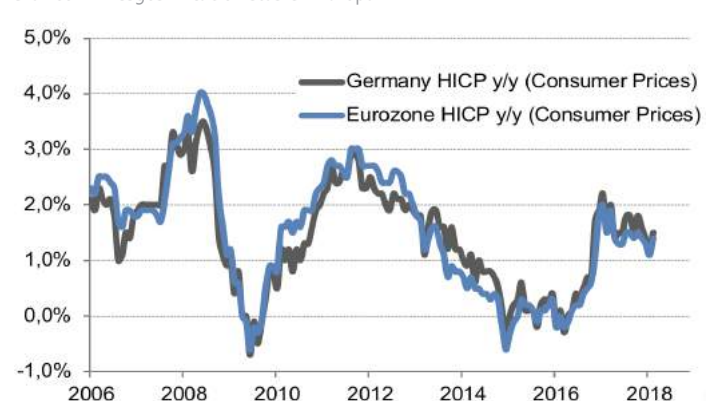


Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa



## Europa, ¿flor de un día?

Nos encontramos en plena primavera y parece que en Europa ha empezado con mayor fuerza, ya que la bolsa europea se ha mantenido estable en relación con USA, que ha bajado este mes. Si analizamos los índices, vemos que el comportamiento ha sido claramente mucho mejor con respecto a la bolsa norteamericana. Tenemos un EuroStoxx 50 a +0,1% y un S&P 500 a -5,1%; esperemos que esto no sea flor de un día y que esta tendencia se mantenga durante todo el año. También cabe destacar la fuerte subida de la bolsa italiana FTSE MIB 30 (+1,7%), pese a los problemas que hay para formar gobierno. La otra cara de la moneda ha sido Russia Micex (-5,2%) al calor de las sanciones impuestas por USA. Sectorialmente, destacamos Energía (+5,3%) como uno de los mejores sectores, gracias a la subida del petróleo, seguido con diferencia de Utilities (+2,2%). En el lado negativo, destaca la fuerte bajada de Tecnología (-7%).

Ahora nos encontramos en plena publicación de resultados del 1Q2018 y momento clave desde dos vertientes: por un lado, serán el termómetro de cómo empieza este 2018, y por otro lado, tras la polémica sobre aranceles entre USA y China respectivamente, determinarán qué posible impacto pueden tener en los resultados de cara a todo el ejercicio. Con todo ello, los analistas ya se han adelantado rebajando ligeramente las estimaciones en Europa por estos temas y por la subida del euro contra el dólar, que afecta más negativamente al DAX.

Seguimos pensando que Europa sigue cotizando con unas valoraciones muy atractivas, y en concreto, España y Portugal, a unos P/E de 12x. En estos niveles de mercado uno no debería equivocarse mucho, ya que en un periodo de 15 años no se suelen ver estas valoraciones.

**X. Torres**

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



Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



Gorka Apodaca, CEFA  
 Análisis Técnico · gorka.apodaca@morabanc.ad

renta variable / análisis técnico

## Seguimos en el lateral

Finalmente, durante el pasado abril, vimos en los mercados financieros correcciones en las plazas norteamericanas y europeas, seguidas de una rápida recuperación. Parece que vuelve a pesar en la economía global una guerra comercial entre USA y China que podría llevar a una desaceleración mundial. Estas caídas vistas no eran el primer escenario que contemplábamos, sin embargo los soportes marcados han funcionado correctamente. Creemos que esta última recuperación debería tener continuidad, aunque en el corto plazo podemos ver pequeñas correcciones.

Adjuntamos los gráficos actualizados del mes pasado, en los que destaca la fortaleza del CAC 40, donde seguimos viendo como posible objetivo los 5.600 puntos. En cuanto al Eurostoxx 50, seguimos con un tono positivo: vimos estas semanas pasadas cómo la media de 200 hizo de soporte para que el índice arrancara de nuevo. Aunque predomine nuestra visión alcista en los mercados, siempre deberemos estar atentos a los *stop-loss*, que, en el caso del futuro del Eurostoxx 50, lo ajustamos en los 3.150 puntos. En los índices norteamericanos también seguimos barajando posibles alzas después de las correcciones sufridas y mantenemos la tesis respecto a dónde podríamos ver máximos durante los próximos meses cercanos a los 2.900 puntos. Finalmente, habrá que estar atentos a las publicaciones de resultados de las compañías durante este mes, que podrían hacer variar el sentimiento de mercado.

**G. Apodaca**

Gráfico 10. Futuro CAC 40 diario con la media de 200 sesiones



Gráfico 11. S&P 500 diario con la media de 200 sesiones



## No llega la volatilidad

A pesar de un inicio de año en el que parecía que se acabaría produciendo un incremento de la volatilidad en el mercado de divisas, de nuevo vemos cómo se reduce los últimos meses. Y como ya comentamos en el artículo del pasado diciembre, la falta de movimientos de consideración está pesando de nuevo negativamente sobre las estrategias.

Y como ocurrió en 2017, no estamos ante un mercado aburrido. Un tweet o una decisión política pueden modificar radicalmente el rumbo de cualquier par de divisas. Pero la predicción política es imposible. El ruido político se genera mediante las sorpresas; intentar anticiparse a ellas es una estrategia perdedora.

Todo lo anterior pesa notablemente sobre la asunción de riesgo divisa, permitiendo que incluso las *majors* (por ejemplo, EUR, USD, JPY o GBP), normalmente más eficientes, coticen lejos de sus *fair values* fundamentales.

Es decir, que el mercado está lleno de oportunidades, pero precisa volatilidad para convertirlas en realidades.

Seguimos pensando que esta situación debería cambiar en el futuro. 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 este cambio se intente suavizar a través de una comunicación correcta, la experiencia nos confirma que cuando las autoridades monetarias mueven, la volatilidad le sigue.

Y, no lo olvidemos, el USD suele reaccionar a los incrementos de volatilidad en el mercado de divisas apreciándose.

**T. García-Purriños**

Gráfico 12. Dollar Index Volatility (30d)

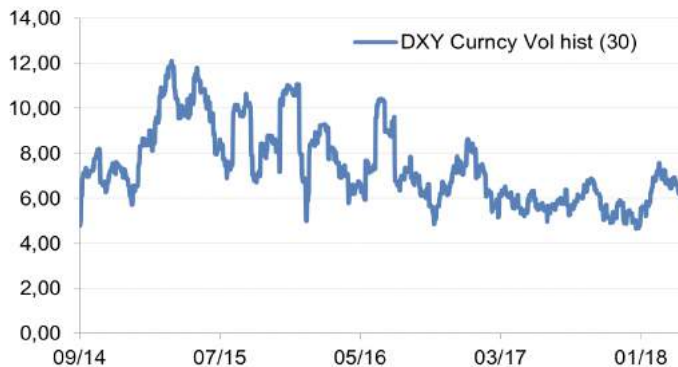
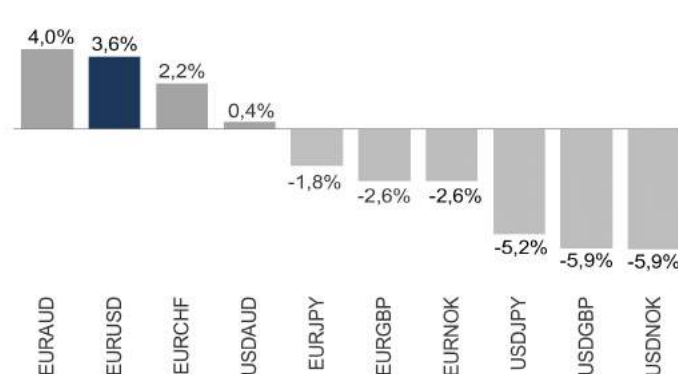


Gráfico 13. Evolución de las principales divisas en 2018 (YTD)



## Nivel clave en el oro

Apoyado en el incremento de la tensión geopolítica, especialmente tras las nuevas sanciones a Rusia, el oro se ha aproximado una vez más a niveles que consideramos clave. En este sentido, como ya hemos comentado otras veces, desde un punto de vista estratégico el oro ha ofrecido históricamente diversificación para una cartera, reduciendo su volatilidad sin sacrificar excesivo rendimiento y cubriendo el riesgo de eventos de cola.

Tácticamente (visión a 12 meses), una volatilidad sostenida en niveles superiores a los de pasados años, así como un posible repunte de la inflación ante unos tipos de interés nominales manteniéndose o incrementándose en menor medida, son los principales argumentos para defender el metal dorado. Desde un punto de vista técnico, la superación de los 1.360 US/Oz podría acelerar los ascensos hasta los 1.450/1.500bUS/Oz.

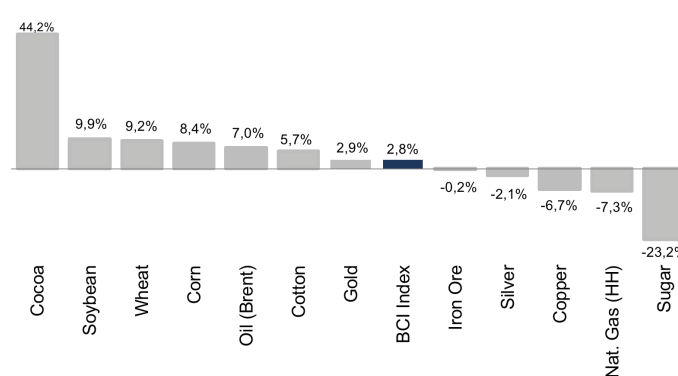
Respecto al crudo, los riesgos se sitúan al alza. Por un lado, la tensión geopolítica debería pesar positivamente sobre los precios. Cabe destacar además el estricto cumplimiento de los recortes de la OPEC, que ha alcanzado niveles del 150%. Lo anterior se justifica en la producción contenida de los principales miembros, pero también en los descensos de oferta por temas estructurales en Venezuela o Angola. Los recortes en Venezuela podrían acelerarse si se aprueban nuevas sanciones desde Estados Unidos.

**T. García-Purriños**

Gráfico 14. Oro



Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2018 (YTD)



## Cómo aprovechar el envejecimiento de la población

El envejecimiento de la población es un tema que lleva años sobre la mesa y que tendrá consecuencias en muchos aspectos de nuestra vida. Uno de los debates que se están dando en las sociedades europeas es la forma en la que se podrán afrontar las pensiones en países con cada vez menos trabajadores y con más pensionistas. Pero no es el único.

En Europa se prevé que en 2055 casi el 30% de la población tenga más de 65 años, mientras que en 2015 era el 17%. En Estados Unidos la tendencia es parecida, aunque menos marcada (22% en 2055; 15% en 2015), sin embargo en Latinoamérica o Asia es mucho menos alarmante.

Estos cambios darán lugar a compañías que se beneficien de la situación. Las que más saltan a la vista *a priori* son las del sector Salud, incluidas las farmacéuticas y las dedicadas a equipamiento médico. También en el Financiero habrá ganadores, sobre todo entre gestoras vinculadas a banca privada, seguros y gestión de activos.

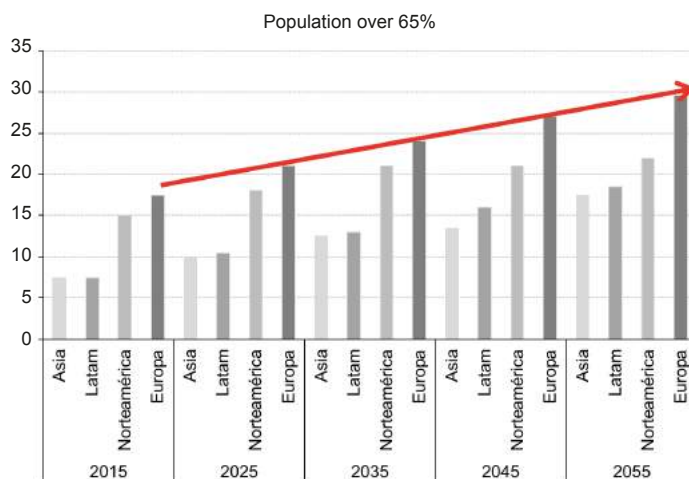
Una vez jubilados, aumenta el tiempo libre, y entre las compañías ligadas al ocio habrá muchas que incrementen las cifras de negocio, por ejemplo, las de viajes especializadas en este segmento. También se considera que aumenta el sentimiento de vulnerabilidad y las empresas de seguridad podrían ganar mercado.

Los jubilados suelen dividirse en dos grandes grupos: de 65 a 80 años y por encima de 80 años. En este último grupo aumenta la dependencia y ahí entran, por ejemplo, compañías que gestionan residencias.

Otras ideas que irán ganando peso están relacionadas con el coche autónomo o el incremento de la tecnología en el día a día, con lo que los gestores que se centran en esta temática deben estar pendientes de ir captando las tendencias y adaptarse. En cualquier caso, lo que parece claro es que para aprovechar la evolución de envejecimiento de la población no basta con invertir en el sector Salud, sino que tendrá consecuencias más profundas en todo tipo de sectores.

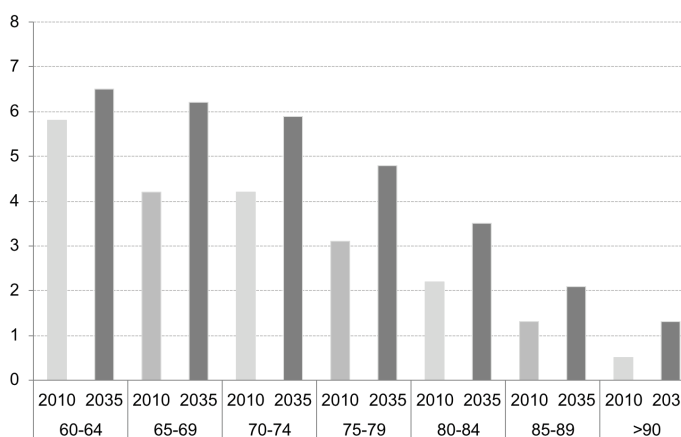
**J. Hernando**

Gráfico 16. Población mayor de 65 años (%)



Fuente: UNdata

Gráfico 17. Población europea por franjas de edad (%)



Fuente: UNdata

## Un manifiesto proteccionista

La libre circulación de los factores de producción está consagrada en el imaginario económico; un estatus que emana de una verdad matemática incuestionable: que cuanto mayor sea el número de grados de libertad para asignar los insumos económicos, mayor es el potencial de maximizar la producción.

Este simple y poderoso argumento oculta, sin embargo, una pega importante: que la maximización del todo no implica necesariamente la optimización de las partes. De hecho, esto último rara vez ocurre, y alguien (países, regiones, industrias, individuos) debe ceder por el bien común.

El credo liberal ha construido una serie de defensas teóricas al respecto. La más notable es la ley de ventaja comparativa de David Ricardo, que establece que cuando los países se especializan en producir aquellos bienes para los cuales tienen una ventaja relativa (no absoluta), todos pueden beneficiarse del comercio. Obviamente, en el momento en que un país se abre al exterior, este tiene que ajustar su estructura productiva, cerrar industrias no competitivas y concentrarse solo en aquellas con mayores posibilidades de éxito a escala global. Dicha transición puede resultar muy dolorosa para los trabajadores afectados, pero —aquí viene el próximo salvavidas a la teoría— las ganancias económicas logradas respecto a agregado implican que solo es un problema de encontrar las políticas correctas de redistribución interna.

En el lado opuesto, hay dos justificaciones económicas a favor de implementar políticas proteccionistas. La primera es el conocido argumento del «interés nacional». Perseguir a ciegas la capacidad productiva solo en aquellas industrias donde un país tiene una ventaja competitiva hace que el país sea dependiente de otros, debilitando por tanto la seguridad nacional. Además, no permite que el país pueda progresar en la cadena de valor, ya que el apoyo gubernamental a menudo es esencial para fomentar «industrias incipientes».

Un segundo argumento (a menudo silenciado) contra el libre comercio son las ventajas de «comprar local». Cuando los consumidores desechan un producto local a favor de uno más barato importado, o cuando se pierden empleos porque la producción se traslada al extranjero, se produce una pérdida de capital neta para el país (menos ingresos fiscales, más gastos sociales), particularmente cuando las ganancias de eficiencia no revierten en el país en forma de impuestos corporativos, ya que las empresas pueden arbitrar el sistema impositivo internacional.

Debido a que esta pérdida se diluye ampliamente en la sociedad y es muy difícil de cuantificar con precisión, los consumidores no la toman en cuenta en sus decisiones de compra. Además, existe un fuerte incentivo para aprovecharse de un bien común (beneficiarse de tener industria o comercio local, mientras se compra por internet en el extranjero).

La información imperfecta y la no exclusión son dos tipos de disfunciones del mercado que requieren la intervención del gobierno. Esta última puede venir en forma de aranceles, cuotas, beneficios fiscales para empresas locales o subsidios. Todas estas medidas son imperfectas y pueden crear distorsiones económicas, pero al igual que sucede con los impuestos, el reto es calibrarlos correctamente en lugar de abolirlos por completo.

De hecho, como sucede a menudo con los modelos económicos idealizados, el argumento del libre comercio no refleja para nada el mundo real. Basta con echar un vistazo a las estadísticas de la OMC para darnos cuenta de que aún vivimos en un mundo donde las barreras al comercio son omnipresentes. Después de todo, no se trata de tener que elegir entre el libre comercio o la autarquía, sino —dando la razón a Trump— de procurar un «comercio inteligente» que proteja los intereses nacionales.



**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

[fernando.defrutos@morawealth.com](mailto:fernando.defrutos@morawealth.com)



## datos de mercado

## Equity

18/04/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>INDEXES</b>				
MSCI World		2.124	0,6%	1,0%
MSCI Emerging Markets		1.176	-2,3%	1,5%
S&P 500		2.709	-0,8%	0,7%
Nikkei 225		22.158	3,3%	-2,5%
EuroStoxx 50		3.491	2,7%	-0,5%
FTSE 100		7.317	4,0%	-4,8%
DAX		12.591	2,9%	-2,7%
Ibex 35		9.857	1,9%	-2,0%
CAC 40		5.380	3,3%	1,6%
FTSE MIB		23.760	4,9%	8,7%
PSI 20		5.501	2,3%	2,4%
Athex		842	5,1%	5,8%
Hang Seng		30.284	-2,6%	2,6%
Bovespa		85.776	2,2%	12,2%
RTS Index		14.818	-1,7%	7,5%
<b>SECTORS</b>				
Consumer Discretionary		250,6	1,1%	4,7%
Consumer Staples		225,5	0,9%	-5,2%
Energy		229,3	11,5%	2,6%
Financials		125,4	-2,3%	-1,5%
Industry		262,4	0,7%	0,3%
Materials		280,3	3,4%	-0,1%
Health Care		228,8	-0,3%	0,5%
Technology		235,6	-0,8%	6,8%
Telecommunication		68,2	0,1%	-4,2%
Utilities		126,1	3,1%	-0,8%

18/04/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5</b>				
BBVA		6,5	-0,4%	-8,2%
Inditex		25,0	-5,8%	-15,2%
Repsol		15,7	14,1%	6,7%
Santander		5,5	2,6%	0,3%
Telefónica		8,2	0,9%	0,8%
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>				
Siemens		106,1	2,2%	-7,3%
Total		49,7	9,0%	9,4%
Sanofi		65,8	-0,8%	-8,7%
SAP		88,5	2,2%	-6,2%
Anheuser-Busch InBev		86,3	-6,7%	-8,5%
Daimler		65,2	-4,9%	-8,0%
BNP Paribas		62,2	1,6%	0,7%
LVMH		282,8	12,8%	13,1%
Deutsche Telekom		14,0	5,2%	-5,6%
<b>BLUE CHIPS US</b>				
Apple		177,8	-0,8%	2,7%
Microsoft		96,4	3,6%	12,5%
Johnson & Johnson		127,7	-1,9%	-8,5%
Amazon		1.527,8	0,4%	32,6%
JPMorgan Chase		109,3	-3,2%	3,7%
General Electric		13,7	-1,9%	-20,9%
AT&T		35,2	-3,9%	-9,6%
Pfizer		36,5	0,6%	0,9%

## FX

18/04/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
EURUSD		1,2374	0,1%	2,9%
EURCHF		1,1987	-2,2%	-2,4%
USDJPY		107,23	-1,2%	4,9%
GBPEUR		1,1476	-1,1%	-2,1%
AUDJPY		83,48	1,8%	5,6%

## Fixed Income

18/04/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>GOVERNMENT BONDS</b>			
	YTM	bp	bp
Treasury 2y USD	2,43%	12,4	54,9
Treasury 5y USD	2,73%	10,8	55,7
Treasury 10y USD	2,87%	6,7	51,7
Bund 2y EUR	-0,57%	3,4	6,8
Bund 5y EUR	-0,07%	1,8	18,3
Bund 10y EUR	0,53%	2,8	17,1
<b>CDS</b>			
	Spread	bp	bp
ITRAX EUROPE 5Y	53,1	3,6	9,4
ITRAX EUROPE 10Y	95,5	3,3	13,1
ITRAX EUROPE SR FIN 5Y	56,2	3,9	13,0
ITRAX EUROPE SUB FIN 5Y	112,8	2,7	11,1
CDX USA 5Y	59,1	5,2	11,1
<b>SOVEREIGN SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
Spain / Germany 10y	68,1	-8,4	-45,5
France / Germany 10y	21,7	-2,7	-13,5
Italy / Germany 10y	118,3	-21,4	-40,3
Ireland / Germany 10y	-9,4	-5,4	-10,0
Portugal / Germany 10y	108,1	-11,5	-45,9
<b>BREAKEYENS</b>			
	Rate	bp	bp
Germany Breakeven 10Y	1,39%	11,0	11,0
US Breakeven 10Y	2,16%	10,6	20,2
UK Breakeven 10Y	3,01%	1,8	-2,4
<b>HY &amp; EM SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
BarCap US Corp HY	314,0	-25,0	-29,0
JPM EM Sovereign spread	317,7	1,7	6,7
CS EM Corp Spread vs. BM	216,6	7,2	6,4

18/04/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5 CDS 5Y</b>			
		bp	bp
BBVA	48,2	4,6	7,8
Iberdrola	46,4	3,7	4,7
Repsol	49,7	3,1	3,5
Santander	38,1	-1,4	6,2
Telefónica	73,7	3,8	-0,3
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>			
		bp	bp
Siemens	17,7	0,5	-4,0
Total	22,2	-0,2	-4,0
Sanofi	26,2	2,7	1,2
BASF	27,4	3,6	1,7
Anheuser-Busch InBev	47,6	4,9	8,8
Daimler	52,5	7,4	14,0
BNP Paribas	28,1	-0,7	5,3
LVMH	22,1	-0,8	-3,1
Deutsche Telekom	35,5	3,0	2,5
<b>BLUE CHIPS US</b>			
		bp	bp
Apple	96,5	-0,2	-2,6
Microsoft	98,0	-0,2	-3,7
Johnson & Johnson	18,3	2,4	5,8
Chevron	96,8	-0,4	n.a.
JPMorgan Chase	46,5	1,1	8,5
General Electric	96,7	-0,1	-3,5
AT&T	69,5	-0,4	6,5
Pfizer	34,6	10,1	17,1

## Commodities

18/04/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
Gold (USD/oz)	1.349,4	2,1%	3,2%
Copper (USD/t)	7.022,0	1,9%	-3,1%
Crude Brent (USD/bbl)	73,5	13,0%	13,1%
Corn (USD/bushel)	383,0	2,0%	9,1%
GSCI Commodity Index	474,8	7,6%	7,3%



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 &amp; 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