

# MERCADOS Y ESTRATEGIAS

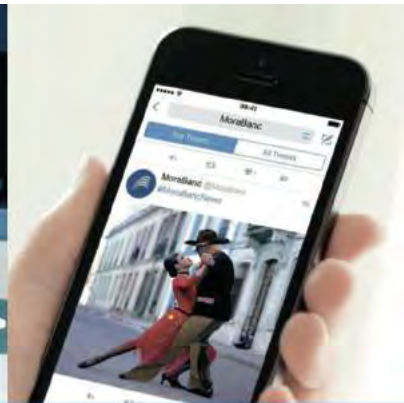
> DICIEMBRE 2018

*Feliz  
Navidad*



# ¡Felices Fiestas!

Gracias por seguirnos durante el 2018



# Esperando a Papá Noel en 2019

Mi hija me acaba de preguntar si este año Papá Noel irá a mi trabajo, como fue a su colegio, y nos traerá todas las cosas que hemos pedido. Lamentablemente, lo único que puedo decir es que la misma ilusión con la que ella dormirá la noche del 24 de diciembre es la que tenemos nosotros para el próximo año. Y es que de todas las experiencias de la vida hay que sacar conclusiones positivas. En este caso, la valoración normalizada y extremadamente atractiva con la que muchos activos de riesgo comenzarán el nuevo curso es, a día de hoy, lo que menos portadas de periódicos llena y, sin embargo, debería ser lo más importante para el mundo inversor.

**Sabemos que nos encontramos en la parte avanzada de un ciclo maduro y que, históricamente, estos suelen coincidir con periodos de volatilidad. Pero pensamos que es demasiado pronto para tirar la toalla y que la experiencia pasada ha deparado ganancias para los activos de riesgo en situaciones como las actuales.**

Como más de un experto ha comentado, nos hemos encontrado con un ejercicio en el que ha habido una de las mayores desconexiones entre lo que los fundamentales nos han ido dictando y lo que los mercados financieros han interpretado. Sinceramente, a inicios de año éramos de la opinión de que el consenso estaba demasiado optimista y que era necesaria una corrección, como la que tuvimos al comienzo. Pero, una vez que vino ese toque de atención, el futuro lo debía marcar una coherente diversificación de activos y la búsqueda de valor en todo aquello que se había quedado atrás en valoración. Lo único que han hecho los meses es agrandar ese diferencial y la potencial revalorización futura, en caso de no producirse en el corto plazo la tan vaticinada recesión.

Obviamente, continuamos contando con una serie de vientos contrarios a la economía en forma de desequilibrios no normalizados. Los mismos que muchos obviaban y ahora no paran de acentuar. Niveles de deuda, apalancamiento privado en algunos países emergentes, falta de productividad, etc. Ahora todo es distinto, y en una de las recientes reuniones en las que estuve se podía palpar el cambio de sentimiento. Y es que, en el mismo foro en el que a finales de 2017 la gente intentaba dar lustre a la bola de cristal, ahora todos trataban de poner la venda antes de que se produzca la herida.

Nadie quiere hablar de cuánto se ganará o cuándo, sino del largo plazo con el que deben ser planificadas las inversiones y de que la labor de todos nosotros es que el cliente se encuentre con el riesgo que realmente puede asumir.

No nos malinterpreten, esta labor divulgativa la llevamos implementando desde hace mucho tiempo; lo que no es normal es el cambio tan radical que la industria adopta en cuestión de meramente segundos para lo que es un horizonte económico tan amplio.

Sabemos que nos encontramos en la parte avanzada de un ciclo maduro y que, históricamente, estos suelen coincidir con periodos de volatilidad. Pero pensamos que es demasiado pronto para tirar la toalla y que la experiencia pasada ha deparado ganancias para los activos de riesgo en situaciones como las actuales. El mercado se ha pasado de frenada y no pensamos que los beneficios corporativos se vayan a hundir —como descuenta el mercado— o que las condiciones monetarias estén empeorando tanto como para que no exista liquidez. El crecimiento global continuará y, aunque se pueda caracterizar por una mayor convergencia norteamericana con el resto de países desarrollados, pensamos que hay muchas zonas emergentes que pueden compensar este diferencial.

El mundo inversor debe continuar con su laboriosa tarea de investigación y esperar que cada sesión nos devuelva lo que el 2018 no quiso ser o los riesgos geopolíticos le impidieron ser.

Mi hija revisa ahora mi carta a Papá Noel y me dice que lo único que entiende es que, aunque no me guste el carbón, todavía quedan muchas navidades por venir.

Gráfico 1. Indicador de confianza del inversor



**David Azcona, CFA**

CEO Mora Gestió d'Actius  
 david.azcona@morabanc.ad  
 T (376) 88 41 66

## Análisis de riesgos

La reunión durante el G20 entre Estados Unidos y China resultó en cierta tregua en la disputa comercial. Lo anterior rebaja los riesgos geopolíticos globales, si bien se mantienen en niveles elevados. En Oriente Medio siguen sin resolverse los principales temas (destacablemente: Irán, Siria, Yemen, Israel o Arabia Saudí). En este contexto, geopolítica, China y los bancos centrales son los riesgos principales para los mercados, en nuestra opinión. Por otro lado, la fortaleza del USD sigue presionando a las economías emergentes. La eurozona y el *brexit* se mantienen en la lista, dejando inalterado el nivel de riesgo de un *brexit* desordenado debido al incremento de la probabilidad de un segundo referéndum o elecciones anticipadas tras los retrasos en la votación del acuerdo.

## Estrategia: sentimiento extremadamente negativo

**Entorno macro.** Existe una desconexión entre macro y mercados financieros cada vez más complicada de justificar. Los indicadores líderes en Estados Unidos siguen siendo acordes con un crecimiento robusto. No nos preocupan las señales de la curva de tipos de interés: históricamente, la señal que precede a la recesión se produce cuando se invierten más del 80% de los rendimientos. En la eurozona, el BCE se enfrenta a la complicada situación de tener que decidir entre dar mayor peso a unas presiones salariales o a los PMI. Con todo, el entorno es relativamente positivo, con crecimiento positivo a escala global, un EUR relativamente débil y precios del crudo contenidos.

**Renta variable.** Tras los últimos recortes, las valoraciones de la renta variable a escala global son atractivas (P/E bajo su media histórica). Diferentes indicadores de sentimiento de mercado están dando señales de capitulación (flujos de ETF, encuesta AAII, etc.). Lo anterior justifica que esperemos un rebote de las bolsas. Europa y emergentes siguen siendo nuestras regiones preferidas, con retornos negativos en el año, a pesar del crecimiento de beneficios.

**Renta fija.** Mantenemos la opinión de que el incremento de la presión inflacionista es inevitable y, por ello, seguimos largos de ILB. Mantenemos la inversión en el crédito y en deuda emergente, si bien de forma selectiva. Siendo positivos en Europa, compramos la deuda periférica.

**EURUSD.** Creemos que el eurodólar está sobrevendido en los niveles actuales. Nuestros modelos nos dan un nivel objetivo cercano a 1,20, así que nuestro rango sigue siendo 1,15-1,20, manteniendo el posicionamiento en compra.

**Commodities.** Pensamos que el oro es el refugio más atractivo y mantenemos OW. La dimensión de la reciente corrección del crudo nos parece injustificada y creemos que la combinación del dólar más débil, las revisiones al alza en la demanda, unas capacidades escasas y tensiones geopolíticas permitirán que vuelva a cotizar por encima de los 70 USD/bbl.

Gráfico 2. Principales riesgos

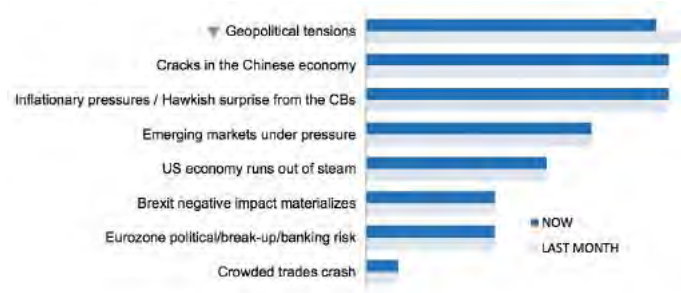
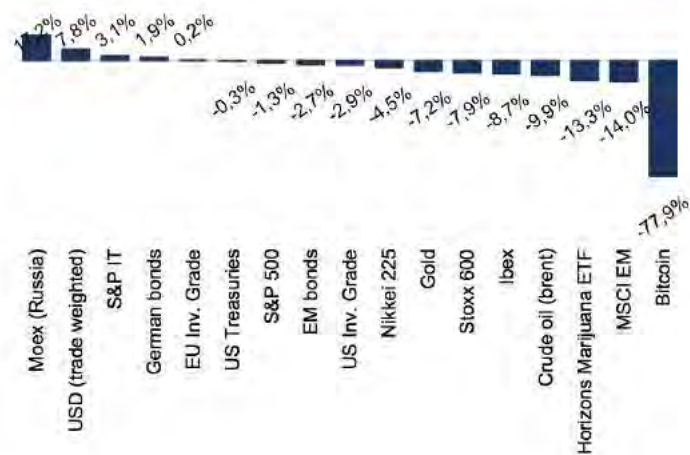


Gráfico 3. Retornos totales hasta diciembre\*



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

Gráfico 4. Asignación de activos

UNDERWEIGHT	NEUTRAL	OVERWEIGHT	CHG 1M
-	=	+	
<b>MAIN ASSETS</b>			
		Equity	=
Interest rates			=
		EURUSD	=
		Gold	=
		Oil	=
<b>EQUITY</b>			
	USA		=
		Europe	=
Japan			=
		Emerging Markets	=
<b>FIXED INCOME</b>			
Treasuries + Bunds			=
		Inflation-linked bonds	=
		Peripheral bonds	=
		Credit	=
		EM debt	=

## Un año de infartos

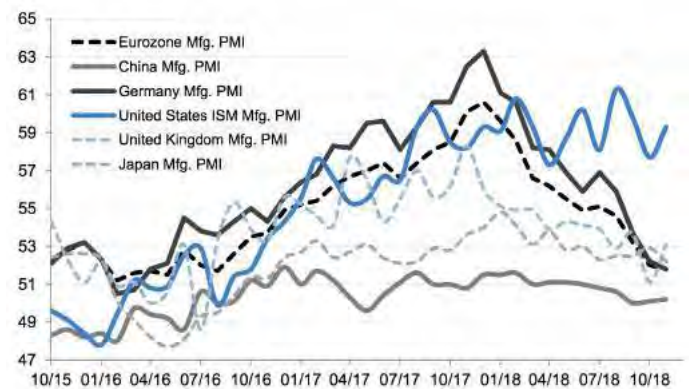
Finalizamos el 2018 con incertidumbre y volatilidad sobre los activos de riesgo; la fortaleza del dólar junto con las subidas de tipos en USA han hecho mella sobre el universo emergente de forma generalizada. Unos datos macro globales que han ido desinflando lentamente, así como los primeros indicios de inversiones de algunos tramos de la curva del tesoro norteamericana, han generado mucho ruido sobre el mundo inversor y el aparato mediático de las inversiones, acelerando los últimos meses del año grandes salidas de capitales del crédito de forma generalizada. Por un motivo u otro, la mayoría de activos financieros han padecido caídas en su rendimiento anualizado; materias primas, deuda, crédito, mercados de *equity*... pocas inversiones están finalizando en positivo. Pese a todo, no queda clara la continuidad de estos malos resultados, especialmente porque el sector privado sigue mostrando una fortaleza atípica en sus resultados.

Geopolíticamente hablando, el año finaliza con los principales temas de calado inconclusos: *brexit*, tensiones comerciales entre USA y China, o el presupuesto italiano (que parece estar resolviéndose en el último momento). En este contexto, podríamos ver muchos movimientos inesperados al arrancar el 2019, teniendo en cuenta que geopolíticamente varios temas de envergadura deberán resolverse de un modo u otro los primeros meses.

R. Giménez

Noticias	Eventos
El BCE rebaja las expectativas de crecimiento por tercera vez en el año	19/DIC/18. Decisión de tipos por parte de La Fed/FOMC en USA
La Comisión Europea valorará en mayo la desviación presupuestaria de Francia	27/DIC/18. Publicación del último boletín económico del BCE
Empiezan a elaborarse planes de contingencia en Europa ante un potencial desacuerdo con el <i>brexit</i>	09/ENE/19. Actas de la última reunión de La Fed/FOMC sobre tipos
El ministro de Finanzas italiano confirma un nuevo reajuste de los presupuestos rebajando el déficit hasta el 2%	14/ENE/2019. Fecha tentativa para las votaciones del acuerdo de retirada de la UE por parte de UK

Gráfico 5. ¿Índices de producción manufacturera desacelerando hacia el 50?



Miquel Soca, CEFA

Estrategia RF · miquel.soca@morabanc.ad

renta fija

## Las continuas turbulencias en 2018 han hecho mella en los mercados de deuda

Las perspectivas de 2018 para la deuda corporativa se descontaban buenas. Todo lo contrario se descontaba para la deuda de países *core* europeos, con perspectivas de tipos al alza y consiguientes caídas en precio. Sin embargo, con el año prácticamente terminado, podemos decir que no se ha cumplido ni lo uno ni lo otro, sino todo lo contrario. Las turbulencias en Europa y en el resto del mundo han sido clave para los movimientos de *risk-off*, en que los inversores han salido de los activos de riesgo para refugiarse en deudas *core*, sobre todo durante el último trimestre del año. Las negociaciones sobre las condiciones del *brexit*, los desacuerdos entre Italia y la Comisión Europea por los números de déficit (la prima de riesgo de Italia superó los 330 pb durante octubre y noviembre) y la guerra comercial a la que Donald Trump está abonado han sido caldo de cultivo para las inestabilidades de los mercados.

El BCE se ha mostrado con sesgo *dovish* durante el año, a pesar del anuncio de la finalización del QE, mientras que la Fed ha mantenido un tono *hawkish* con tres subidas de 25 pb hasta noviembre y a la espera de una cuarta subida el 19 de diciembre, a día de hoy, descontada con un 70% de probabilidad por el mercado.

En cuanto al crédito, el Itraxx Crossover se sitúa en los 340 pb, más de 100 pb por encima del cierre de 2017, y el índice *investment grade* europeo sube hasta los 85 pb. La deuda de los países emergentes ha sufrido turbulencias durante el 2018. El índice EMBI Global Spread se sitúa por encima de los 420 pb.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo



Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa



## That's all folks!

Estamos ya a pocas semanas de final de año y podemos decir con total seguridad que acabaremos con bajadas, a pesar de ser un año con subidas en los beneficios. Tras haber tenido una más o menos buena primera mitad de año (hasta mayo), el resto ha sido un drama. Empezando por Italia y acabando con la guerra comercial entre USA y China, con el telón de fondo del *brexit*, que lo llevamos arrastrando y descontando en mercado desde 2016. Todo esto ha llevado a provocar que los principales índices estén con bajadas de dos dígitos. Destacan en acumulado en el año Emergentes, con un MSCI Emerging a -17% y un DAX a -15,5%. En positivo, nos encontramos solo con Brasil, a +13%. Hasta el mercado americano ha sucumbido, con el S&P 500 a -1,5%, a pesar del incremento de beneficios en el año de más del 20%. Está claro que los mercados siguen descontando desaceleración/recesión. Si tomamos como referencia el IBEX 35, con los beneficios de 814 para 2019, estaríamos cotizando a 10,5x P/E. Esto es muy por debajo de su media (14x P/E), con lo que, con un IBEX a 8.800, ya estaría descontada en mercado una bajada de beneficios para el año próximo del -25% sobre los 614, y no los 814 que proyectan los analistas. Sectorialmente, destacamos en cuanto a bajadas del año Materiales (-19%) y Financieros (-18%). Por el lado positivo, solo tres sectores de diez, como Farmacéuticas (+5%) y Eléctricas (+2%).

Con tanto pesimismo en el mercado, nos hace falta aumentar la dosis de paciencia para no dejarnos llevar y claudicar.

**X. Torres**

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

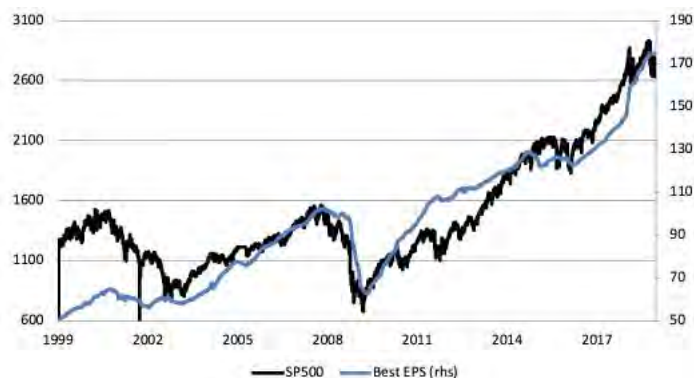
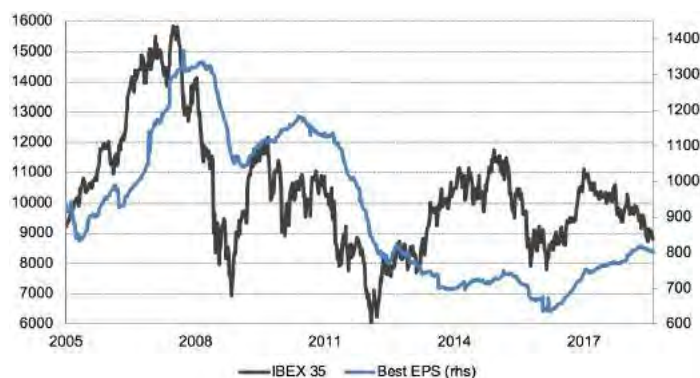


Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



## Match ball

Durante diciembre hemos continuado con las liquidaciones de los últimos trimestres. Cada vez que los índices parecen recuperar lo perdido, volvemos a ver caídas que llevan a nuevos mínimos. Los soportes cada vez parecen tener menos fuerza para aguantar las caídas.

Actualizamos el gráfico del Eurostoxx 50, en el que vemos cómo han sido perforados los soportes, los cuales, en caso de no ser recuperados en el corto plazo, podrían derivar en caídas del índice para las próximas sesiones.

El IBEX, por su parte, parece estar también en zona de soportes y podría estar formando un doble suelo, que podría dar lugar a subidas. Pero, para que este escenario tome forma, debería ir acompañado del resto de índices europeos.

En cuanto a los índices americanos, las caídas han seguido produciéndose, y al igual que en Europa, de no recuperarse en el corto plazo, darían lugar a un entorno de bajadas para el medio plazo.

En cuanto al par EUR/USD, seguimos viendo la formación de un suelo en el entorno del 1,13. Esta consolidación podría estar terminando, lo que podría dar lugar a subidas del euro para el próximo año.

**G. Apodaca**

Gráfico 10. Futuro Eurostoxx 50 diario



Gráfico 11. Futuro IBEX 35



## No vuelve la volatilidad

En diciembre del año pasado, se señalaba que, si bien el 2017 no había sido un año aburrido (hagamos un ejercicio de recuerdo: amenazas nucleares, tuits que mueven mercados, auge de populismos, tratados comerciales de décadas que se ponen en duda... Lo mismo que en 2018), la volatilidad del mercado de divisas había sido la más baja desde 2014. Bueno, pues en 2018 el mayor repunte de la volatilidad de este mercado (en marzo-abril) estuvo en torno a los mínimos de la volatilidad de 2016.

Es decir, que a pesar de ser años llenos de noticias y riesgos geopolíticos, los operadores continúan pensando que la predicción política es, sencillamente, imposible, pesando de nuevo sobre la asunción de riesgo divisa en 2018, y permitiendo que varias de las *major*s más importantes y eficientes sigan lejos de sus *fair value* fundamentales.

Y todo, en un entorno de muy buena comunicación desde los bancos centrales respecto a sus expectativas de cambio de política monetaria.

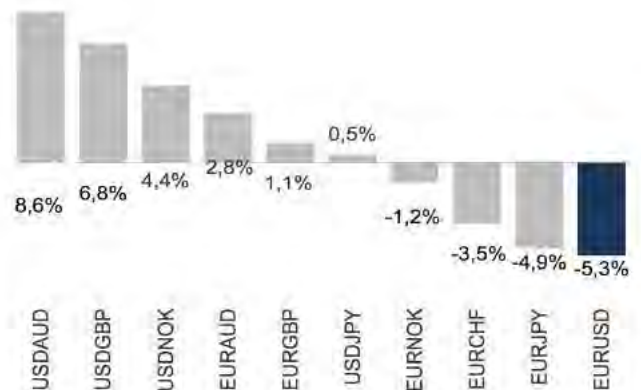
De cara a los próximos meses, pensamos que habrá grandes divisas protagonistas, que coinciden con las que están lejos de sus valoraciones fundamentales. Por ejemplo, el GBP debería obtener cierto apoyo de un acuerdo respecto al *brexit*. Y a estas alturas de cotización, casi de cualquier acuerdo: se sitúa en torno a los mínimos pospreferendum y parece que está descontando el peor escenario.

T. García-Purriños

Gráfico 12. Volatilidad del mercado de divisas



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



## La diferencia de un mes

Es muy complicado pensar que un activo, sin demasiadas diferencias en la parte fundamental, pueda repuntar durante los primeros 10 meses del año hasta sumar casi un +40% para finalizarlo cediendo un -30%. Así ha ocurrido este año en el petróleo tras un cambio, principalmente, en el sentimiento. Parte de la caída desde octubre se explica por el incremento por encima de lo esperado de la producción de *shale*; parte, por el rebote del USD, y otra parte, por el *sell-off* de activos de riesgo.

Pero el hecho que ha pesado este año de forma más relevante sobre el crudo ha sido, sin duda, las inesperadas excepciones que hará Estados Unidos respecto a las importaciones de petróleo iraní. Esto pilló por sorpresa a algunos productores de la OPEC+, que habían incrementado la producción para mitigar los efectos que hubiera supuesto sobre los precios la no importación de petróleo a Irán. Lo anterior rebalanceó el mercado de déficit a superávit de oferta.

Respecto al oro, tenemos un patrón parecido, si bien contrario. Empezó el año con cierta fuerza, pero fue perdiendo gas poco a poco para llegar a los mínimos en verano, desde donde rebotó. Un discurso *hawkish* desde la Fed y un USD que mantiene su fortaleza, pero sobre todo una inflación que no acaba de llegar, han pesado negativamente sobre el metal dorado, que en este año tan complicado para la mayoría de activos, especialmente los de riesgo, no ha conseguido sacar su medalla de refugio.

T. García-Purriños

Gráfico 14. Brent y posición especuladores

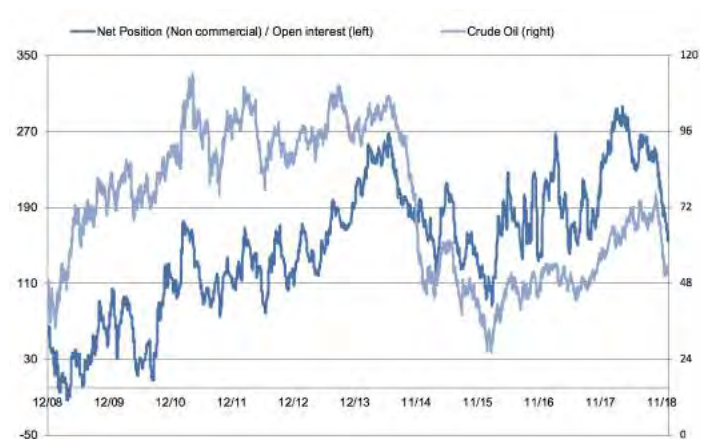
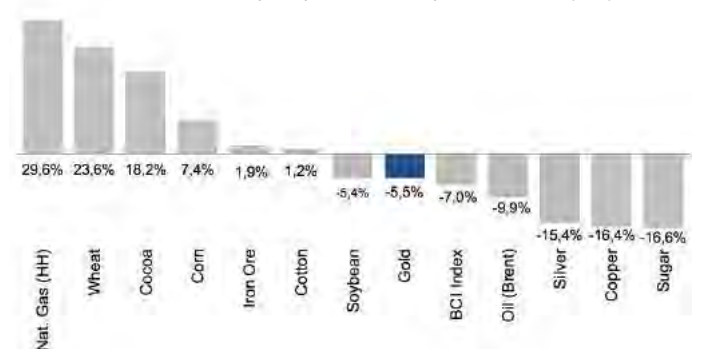


Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2018 (YTD)



## Un 2018 para olvidar

A pocas sesiones para el cierre de año, el 2018 está cerca de confirmarse como un año negativo para la mayoría de activos invertibles. El gráfico de Deutsche Bank en el que se reflejaba el porcentaje de activos en negativo cada año desde la década de 1920 se ha convertido en uno de los más usados para explicar lo que ha ocurrido: 89% en negativo, medido en dólar, superando años tan nefastos como 2008. El propio autor, Jim Reid, comentaba que, en sus 24 años de carrera, era el gráfico que más le habían solicitado. Son muchas las causas que explican lo que ha pasado, pero pocos podían preverlas justo hace un año. De hecho, el consenso de mercado estimaba un buen año, al menos en la parte de renta variable. En este sentido, los beneficios de las compañías no respaldarían las caídas que se han producido en la mayoría de índices. La discrepancia que se está dando entre índices y beneficios empresariales invitaría a una mejora en la rentabilidad de los índices de renta variable.

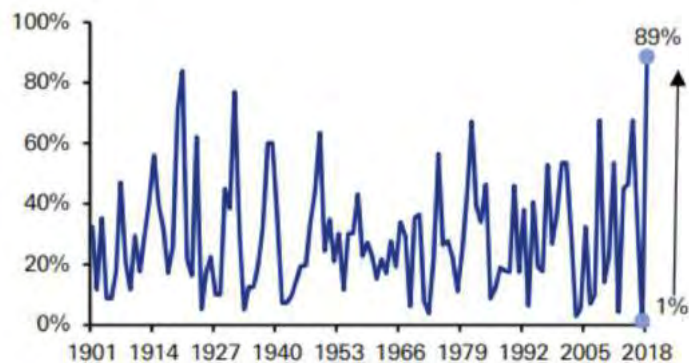
En cuanto a los flujos inversores, se han visto resentidos en Europa, sin embargo no ha sido así en Estados Unidos. En Europa, ha habido flujos negativos cada mes, excepto en enero y febrero. Si nos centramos solo en ETF europeos, la perspectiva no es tan mala, gracias al sesgo local de los inversores, que tienden a invertir más en los mercados que más conocen, pero también ha habido salidas netas. Los ETF de renta variable americana, por el contrario, han seguido recibiendo entradas netas, incluso en meses tan negativos como octubre o noviembre.

Los mercados emergentes que respecto a mercado se han ido viendo afectados consecutivamente por los eventos en China por la guerra comercial, Argentina o Turquía, respecto a flujos no se han visto tan penalizados como sería esperable, y, de hecho, los últimos cuatro meses han tenido entradas por parte de inversores que consideraban excesivo el castigo sufrido.

Sin duda, hemos vivido un año con rentabilidades para olvidar. La perspectiva es que el 2019 debería ser mejor; a escala macro y de fundamentales hay motivos para ello, pero los condicionantes geopolíticos podrían seguir produciendo vaivenes.

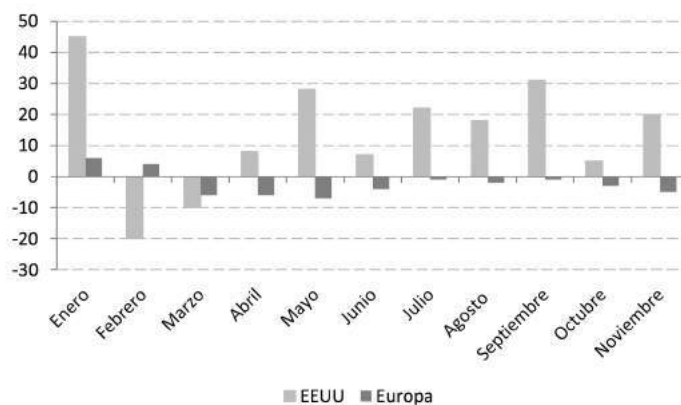
**J. Hernando**

Gráfico 16. Porcentaje de activos con rentabilidad negativa (medida en dólares)



Fuente: Deutsche Bank, 30/11/2018

Gráfico 17. Flujos en ETF en Europa y Estados Unidos



Fuente: Kepler Chevreux, Bloomberg



## El sesgo doméstico inversor y la supremacía de la bolsa americana

Una de las anomalías de comportamiento más documentadas que afligen a los inversores es su preferencia por el mercado bursátil doméstico, con la consecuente renuncia a los beneficios que, en términos de diversificación, una cartera de acciones internacionales puede ofrecer.

Pero más allá de los beneficios de tipo «estadístico», hay motivos factuales para evitar dicho sesgo. Un universo de inversión más amplio no solo aumenta las oportunidades de participar del éxito de compañías innovadoras, sino que también ayuda a escapar de la fuerza de gravedad del sistema monetario local, algo que puede resultar determinante cuando tu moneda se deprecia significativamente (algo que los inversores británicos pueden dolorosamente atestiguar).

Por otra parte, existen razones de peso que apoyan el sesgo doméstico, desde barreras informativas derivadas de diferentes sistemas legales y contables hasta una preferencia chauvinista por las empresas locales, que, por añadidura, suele conferir ventajas fiscales y acarrear menores costos de transacción para los inversores locales.

Sin embargo, una dinámica más profunda que pone en tela de juicio la conveniencia de seguir ciegamente los teóricos beneficios de la diversificación parece estar revelándose. Es una cuestión acerca de los destinos divergentes experimentados por el núcleo y la periferia del sistema capitalista.

No le digas a un inversor estadounidense que diversifique en acciones europeas o japonesas, o se reirá de ti. Los europeos tendemos a pensar que esto refleja un cierto provincialismo (aquí surgirán inevitablemente paralelismos con el número de estadounidenses que poseen un pasaporte), pero la verdad es que, nos guste o no, la bolsa americana ha superado consistentemente a la mayoría de los principales mercados durante las últimas décadas.

El mercado estadounidense representa no solo el núcleo en términos de tamaño, liquidez y transparencia, sino que también cuenta con algunas de las empresas más innovadoras y de mayor crecimiento en el mundo; y la brecha no para de ensancharse. Es como si la creciente desigualdad social hubiera llegado también al mundo corporativo.

La teoría de las finanzas internacionales dice que, cuando el capital fluye de un país a otro, este deprime el rendimiento del capital en el país receptor y lo aumenta en aquel del que sale. O traducido a los mercados de valores, las acciones del país receptor tendrán una mayor demanda y, por lo tanto, se encarecerá su valoración, mientras que las del país remitente se abaratarán. Esta forma «mecánica» de pensar es cierta desde una perspectiva estática, pero es engañosa si consideramos que los mercados de valores son una entidad en evolución.

En términos estadísticos, hay buenas razones para que el éxito corporativo no se distribuya de manera uniforme a lo largo de todas las geografías. Las empresas locales en los EE. UU. disfrutaron de la ventaja de tener el mercado interno más grande del mundo, así como el mayor presupuesto gubernamental. También tienen acceso a los mejores talentos, gracias a contar con algunas de las mejores universidades y un sistema que premia el éxito individual. Y por si todo esto no fuera suficiente, las *start-up* extranjeras se mudan a los EE. UU. para poder acceder a la mayor bolsa de capital de riesgo del mundo.

Si, llegados a este punto, aún no ha perdido la fe en la diversificación, espere a escuchar el hecho estadístico más irónico. La excepción más notable a la supremacía estadounidense es ofrecida por Noruega, un país pequeño cuyo mercado de valores está masivamente concentrado en torno a un puñado de industrias de la «vieja economía», como la pesca, la exploración petrolífera, la navegación y la industria forestal.

Para concluir, mi receta para la asignación de activos del próximo año es caer (un año más) en la «trampa de la brecha de valoración» en las acciones europeas y japonesas, y agregar en su lugar una buena dosis de compañías tecnológicas americanas, así como de productores noruegos de salmón. Llamémoslo el portafolio de «Fish and Chips».



**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

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

## Equity

14/12/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>INDEXES</b>				
MSCI World		1.943	-4,4%	-7,6%
MSCI Emerging Markets		972	-1,5%	-16,1%
S&P 500		2.600	-5,0%	-2,8%
Nikkei 225		21.375	-0,8%	-5,5%
EuroStoxx 50		3.093	-3,5%	-12,4%
FTSE 100		6.845	-3,0%	-11,5%
DAX		10.866	-5,1%	-16,7%
Ibex 35		8.886	-2,1%	-11,8%
CAC 40		4.854	-4,2%	-9,4%
FTSE MIB		18.911	-0,3%	-13,9%
PSI 20		4.803	-3,4%	-11,9%
Athex		645	1,5%	-20,9%
Hang Seng		30.309	-0,4%	-12,8%
Bovespa		87.450	-1,7%	13,9%
RTS Index		15.828	0,1%	15,9%
<b>SECTORS</b>				
Consumer Discretionary		229,9	-3,5%	-4,0%
Consumer Staples		218,2	-2,8%	-8,2%
Energy		193,2	-6,9%	-13,6%
Financials		104,7	-7,5%	-17,7%
Industry		225,4	-5,5%	-13,9%
Materials		228,0	-6,7%	-18,7%
Health Care		236,3	-3,1%	3,8%
Technology		220,4	-4,6%	-0,1%
Telecommunication		64,0	-1,2%	-10,0%
Utilities		131,9	2,7%	3,7%

14/12/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5</b>				
BBVA		4,7	-4,0%	-33,7%
Inditex		24,6	-7,5%	-17,6%
Repsol		14,8	-5,4%	0,5%
Santander		4,1	-4,0%	-26,0%
Telefónica		7,8	5,0%	-3,1%
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>				
Siemens		100,2	-1,5%	-14,1%
Total		49,1	-2,1%	6,3%
Sanofi		78,2	-2,3%	7,8%
SAP		89,9	-3,6%	-5,4%
Anheuser-Busch InBev		62,3	-10,1%	-33,9%
Daimler		47,4	-5,9%	-32,9%
BNP Paribas		41,6	-9,5%	-34,3%
LVMH		252,0	-5,9%	1,3%
Deutsche Telekom		15,1	0,9%	3,1%
<b>BLUE CHIPS US</b>				
Apple		165,5	-14,5%	-2,2%
Microsoft		106,0	-2,1%	24,0%
Johnson & Johnson		133,0	-8,9%	-4,8%
Amazon		1.591,9	-0,1%	36,1%
JPMorgan Chase		100,3	-8,8%	-6,2%
General Electric		7,1	-11,5%	-59,3%
AT&T		30,2	-0,2%	-22,3%
Pfizer		43,8	0,7%	20,9%

## FX

14/12/2018	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
EURUSD		1,1306	-0,9%	-5,5%
EURCHF		1,1281	1,1%	3,9%
USDJPY		113,39	-0,5%	-0,4%
GBPEUR		1,1127	0,9%	1,3%
AUDJPY		81,35	-1,1%	8,4%

## Fixed Income

14/12/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>GOVERNMENT BONDS</b>			
	YTM	bp	bp
Treasury 2y USD	2,73%	-7,1	84,6
Treasury 5y USD	2,73%	-15,5	51,7
Treasury 10y USD	2,89%	-17,9	47,9
Bund 2y EUR	-0,61%	-2,1	2,1
Bund 5y EUR	-0,30%	-6,0	-8,8
Bund 10y EUR	0,25%	-10,4	-1.619,6
<b>CDS</b>			
	Spread	bp	bp
ITRAX EUROPE 5Y	80,4	2,1	36,5
ITRAX EUROPE 10Y	123,9	2,8	41,5
ITRAX EUROPE SR FIN 5Y	102,5	1,3	59,8
ITRAX EUROPE SUB FIN €	205,3	4,4	103,8
CDX USA 5Y	78,3	3,3	30,9
<b>SOVEREIGN SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
Spain / Germany 10y	115,9	-13,0	30,1
France / Germany 10y	45,8	7,4	1.140,1
Italy / Germany 10y	268,5	-43,3	11.079,0
Ireland / Germany 10y	17,0	0,9	1.831,9
Portugal / Germany 10y	141,3	-22,5	1.590,0
<b>BREAKEYENS</b>			
	Rate	bp	bp
Germany Breakeven 10Y	1,11%	-18,0	-20,0
US Breakeven 10Y	1,83%	-20,2	-15,7
UK Breakeven 10Y	3,32%	3,4	23,9
<b>HY &amp; EM SPREADS</b>			
	Spread	bp	bp
BarCap US Corp HY	437,0	45,0	94,0
JPM EM Sovereign spread	412,8	11,4	101,9
CS EM Corp Spread vs. BM	291,4	11,5	81,2

14/12/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
<b>IBEX-5 CDS 5Y</b>			
		bp	bp
BBVA	87,8	-4,4	47,6
Iberdrola	72,1	n.a.	20,6
Repsol	76,1	n.a.	35,5
Santander	68,3	-3,3	36,9
Telefónica	101,9	7,9	28,5
<b>BLUE CHIPS EUROPE</b>			
		bp	bp
Siemens	23,0	-1,7	1,0
Total	33,8	-0,9	14,9
Sanofi	30,6	n.a.	-0,1
BASF	51,5	14,3	25,8
Anheuser-Busch InBev	73,3	n.a.	n.a.
Daimler	91,1	-0,9	52,5
BNP Paribas	68,8	9,5	46,2
LVMH	295,3	n.a.	n.a.
Deutsche Telekom	51,4	10,8	18,6
<b>BLUE CHIPS US</b>			
		bp	bp
Apple	96,1	0,5	-2,9
Microsoft	98,2	0,9	-3,5
Johnson & Johnson	25,5	9,9	19,5
Chevron	99,1	0,4	n.a.
JPMorgan Chase	57,6	1,9	21,5
General Electric	92,4	4,9	-11,0
AT&T	129,1	13,1	64,8
Pfizer	32,0	0,7	14,8

## Commodities

14/12/2018	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
Gold (USD/oz)	1.239,0	1,5%	-4,7%
Copper (USD/t)	6.131,5	0,7%	-15,4%
Crude Brent (USD/bbl)	60,3	-9,6%	-3,8%
Com (USD/bushel)	376,8	5,6%	9,8%
GSCI Commodity Index	406,1	-6,1%	-8,2%



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

**David Azcona, CFA**

CEO Mora Gestió d'Actius  
[david.azcona@morabanc.ad](mailto:david.azcona@morabanc.ad)  
T (376) 88 41 66

**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**

Multiactivos  
[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

**Ferran Brachs**

Risk & Compliance  
[ferran.brachs@morabanc.ad](mailto:ferran.brachs@morabanc.ad)  
T (376) 88 48 96

**Josep Lluís Trabal de Yzaguirre**

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

**Núria Martínez**

Diseñadora gráfica  
[nuria.martinez@extern.morabanc.ad](mailto:nuria.martinez@extern.morabanc.ad)  
T (376) 88 48 66