

MERCADOS Y ESTRATEGIAS

> **NOVIEMBRE 2018**



Fecha de publicación: 16 de noviembre 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.

La caza del octubre rojo

Quién diría que el título de una película sobre la persecución de un submarino nuclear sería el más adecuado para describir lo que estamos haciendo en la gestora estos días: identificando los valores y activos más atractivos después del *sell-off* de octubre. En cuanto al motivo de esta corrección, si hay que buscarlo, muy posiblemente no lo hay, con lo cual creo que las caídas de octubre no son más que un ajuste sano, bastante habitual en los mercados de renta variable, y a la vez una oportunidad. Algunas noticias han sido incluso mejores, como las elecciones en Brasil, la estabilización en Turquía y Argentina, la guerra comercial, que ha desaparecido de los titulares...

Parece que el sector Automóvil está descontando la prohibición total de emisiones, la mitad de la guerra comercial y la sustitución del coche por el patinete eléctrico.

Cierto es que el panorama ha cambiado bastante. Primero, el S&P está prácticamente plano en el año, a pesar del crecimiento de beneficios de un 24%. En consecuencia, el PER ha caído a - bastante más razonable - 16,5 veces (gráfico 1), la valoración más baja en casi tres años. Europa y emergentes, simplemente, están más baratos que antes, pero el hecho de que la bolsa americana empiece a ponerse atractiva me parece un argumento fuertísimo para comprar acciones, sobre todo con la economía americana en plena expansión y otra temporada de resultados por encima de las expectativas (en el tercer trimestre, un 80% de compañías del S&P han batido el consenso en EPS).

Segundo, el sector tecnológico ha vuelto a brillar en esta temporada de publicaciones, con un 93% de las compañías que han superado las estimaciones de beneficios, el número más alto de todos los sectores. Aparentemente, son razonables las altas expectativas que tienen los inversores sobre este sector. El análisis de las compañías tecnológicas también se ha puesto más complicado en octubre, desde que se creó un nuevo sector servicios de comunicaciones, en el que, aparte de las telecos, están, por ejemplo, Facebook, Google o Netflix. En este contexto, y mientras no se disipe la guerra comercial, creo que es razonable tener en la cartera una cierta exposición a valores *growth*, menos afectados por las inquietudes globales, también más caros, pero hasta ahora infalibles, y ahora un poco rebajados. Por cierto, después de la corrección de octubre, el sector tecnología ya no es el mejor en el S&P, lo ha destronado la sanidad.

Tercero, el PMI europeo publicado en octubre fue realmente decepcionante, debido sobre todo a unos datos alemanes sorprendentemente flojos, y como coincidió con numerosos - también sorprendentes - *profit warnings* del sector automóvil, parece que es el efecto disputa comercial + la nueva norma de emisiones WLTP lo que ha lastrado los datos macro y micro en Europa. Los mercados no han tenido piedad ni para estas compañías ni para las industriales relacionadas, con lo cual parece que el sector automóvil está descontando la prohibición total de emisiones, la mitad de la guerra comercial y la sustitución del coche por el patinete eléctrico. ¿Acaso no es demasiado?

Y por último, el desplome del petróleo, iniciado en octubre, en línea con las caídas de otros activos y con la fortaleza del dólar, ahora parece más propulsado por la increíble decisión de eximir a ocho países de las sanciones estadounidenses contra Irán, ¡el mismo día que entraron en vigor! Esto significa que la producción del crudo iraní puede volver a subir en el mismo momento en que los saudís están produciendo a máximo de sus capacidades; por eso las caídas de los últimos días. Dado que las exenciones son temporales (seis meses); el riesgo geopolítico, alto, si no muy alto, y la demanda global - a máximos históricos, la caída del petróleo me parece un verdadero regalo para los cazadores de (¿nucleares?) oportunidades.

Gráfico 1. La bolsa americana, la más barata en tres años



Aleksandra Tomala, CFA

Research & Estrategia

aleksandra.tomala@morabanc.ad

Análisis de riesgos

El entorno geopolítico parece más incierto que nunca; la disputa comercial sigue sin disiparse y Oriente Medio está lleno de tensiones (Irán, Siria, Yemen, Israel, Turquía y Arabia Saudí son los países más implicados). La geopolítica continúa siendo el riesgo principal para los mercados, en nuestra opinión. A la vez, la fortaleza del dólar presiona a las economías emergentes, lo que reflejamos en la lista. Igual que en el 2015, la posible ralentización de la economía china está en el foco y, ante todas estas incertidumbres, sigue alto el riesgo de una política monetaria demasiado restrictiva.

Estrategia: ¿corrección superada?

Entorno macro. Los datos americanos mantienen la tónica de una fuerte expansión, en que la confianza del consumidor establece nuevos máximos multianuales y el desempleo está a 3,7%. Los indicadores ISM siguen cerca del nivel de 60 puntos. La inflación parece contenida, aunque destacamos la última lectura de los precios de producción (PPI), que ha sorprendido al alza. En Europa se empieza a notar el efecto de la disputa comercial y de la nueva norma de emisiones en el sector automóvil, reflejado tanto en los resultados de compañías como del PMI manufacturero, que este mes ha sido particularmente flojo (52,1). Junto con la incertidumbre proveniente de Italia y del Reino Unido, no sorprende la debilidad del euro, aunque, en nuestra opinión, es temporal. El PMI chino ha retrocedido a 50,1, lo que contrasta con la fortaleza de los indicadores estadounidenses y debilita la posición del gigante asiático en las negociaciones comerciales.

Renta variable. Con la corrección de octubre, el mercado americano empieza a ser atractivo, a 16-17 veces PER. No obstante, Europa y emergentes siguen siendo nuestras regiones preferidas, con retornos negativos en el año a pesar del crecimiento de beneficios. Destacamos la temporada de resultados del tercer trimestre, otra vez sólida en Europa y muy fuerte en USA.

Renta fija. Creemos que el incremento de la presión inflacionista es inevitable, seguimos negativos en la deuda core y largos en los ILB. Mantenemos la inversión en el crédito y en deuda emergente, aunque selectivamente. Somos positivos en Europa, compramos la deuda periférica.

EURUSD. Creemos que el eurodólar está sobrevendido a niveles actuales; nuestros modelos nos dan un nivel objetivo más cercano al 1,20; mantenemos el rango 1,15-1,20 y **subimos el posicionamiento a compra.**

Commodities. Seguimos pensando que el oro es el refugio más atractivo, mantenemos el OW. **Subimos a compra el petróleo,** aprovechando la corrección reciente, ya que creemos que la combinación del dólar más débil, la alta demanda, las capacidades escasas y las tensiones geopolíticas permitirán que vuelva a los 80 USD/bbl.

Gráfico 2. Principales riesgos

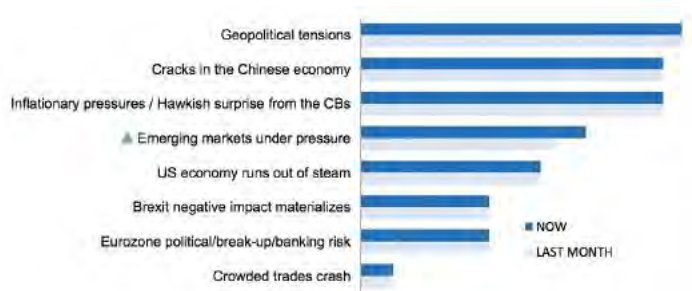
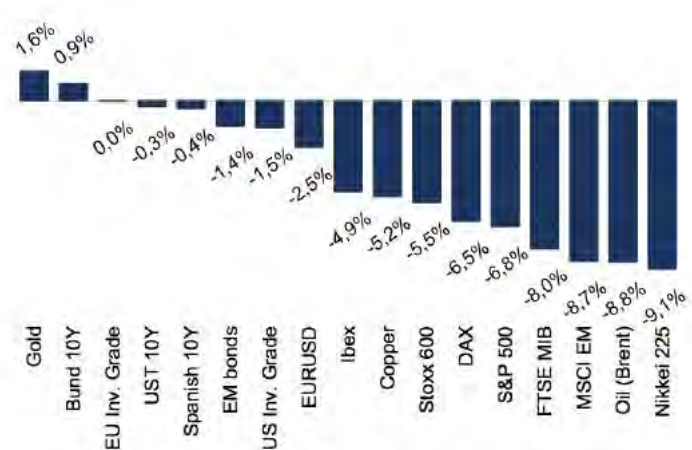


Gráfico 3. Retornos totales octubre*



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

Gráfico 4. Asignación de activos

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

Deuda emergente: paciencia y calma

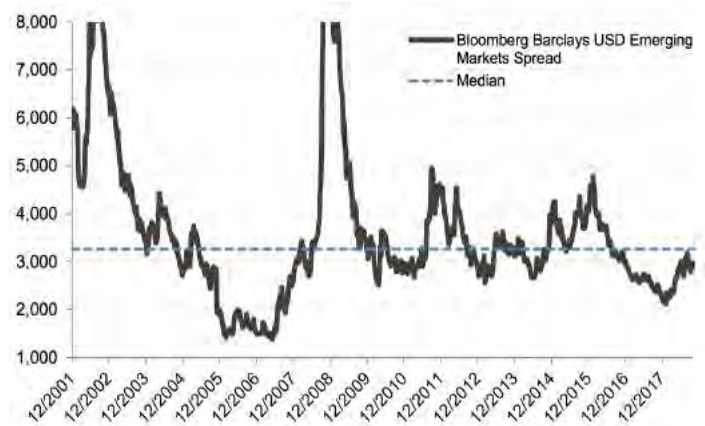
Los indicadores de sorpresa económica continúan estabilizándose ligeramente por debajo de cero, dando a entender unas expectativas ligeramente inferiores en su conjunto. En Europa, el pulso entre el gobierno italiano y la UE, junto con la proximidad del QT europeo, siguen generando mucho ruido y dudas. Pese a todo, el reciente preacuerdo del *Brexit* ayuda a disipar algunos temores. En USA, las elecciones *midterm* se han resuelto a favor del escenario base en que los demócratas recuperan el Congreso, pero siguen con minoría en el Senado. Este resultado podría ralentizar la gestión del presidente republicano, si bien, *a priori*, no frenarla.

Este mes, haré hincapié en el universo de deuda y crédito emergentes. El año está siendo complicado; un aumento significativo de la deuda externa en las economías emergentes, en especial en *hard currency* los últimos años, ha hecho mella sobre el inversor internacional, que ha materializado muchas desinversiones sobre el segmento a medida que las divisas locales se han ido depreciando. Este segmento, a nuestro entender, ofrece mucho potencial en rendimientos, pero las correcciones no han hecho más que aproximar el segmento a su media histórica de diferenciales frente al *treasury* norteamericano. El universo es extremadamente heterogéneo, así que, mientras no veamos rebotes, el inversor debería ser cauteloso y paciente todavía para poder discernir buenas inversiones y detectar riesgos latentes importantes.

R. Giménez

| Noticias | Eventos |
|--|---|
| Europa y UK alcanzan un principio de acuerdo sobre el <i>Brexit</i> | 21/NOV/18. Próximos pronósticos económicos de la OCDE |
| Continúa la confrontación presupuestaria entre Italia y la UE | 26/OCT/18. Primera estimación del PIB norteamericano para el 3Q18 |
| Ya son 6 los países europeos que anuncian retirarse del pacto global por la migración de diciembre | 29/NOV/18. Actas de la última reunión de la Fed/FOMC sobre tipos |
| Se confirma el escenario base en las elecciones de USA: Senado republicano / Congreso demócrata | 13/DIC/2018. Próxima reunión de tipos por parte del Banco Central Europeo |

Gráfico 5. Ampliaciones de *spreads* en deuda emergente buscando la media histórica



Miquel Soca, CEFA

Estrategia RF · miquel.soca@morabanc.ad

renta fija

Guerra de titanes: se mantiene el pulso Italia versus UE

Los mercados de deuda *core* europeos experimentan un nuevo movimiento de tipos abajo (precios arriba) durante el mes de octubre, consecuencia directa de la corrección de los mercados de *equity* europeos, que finalizan el mes con el peor resultado mensual del año. Las primas periféricas (España, Italia, Portugal y Grecia) nuevamente amplían deshaciendo el buen comportamiento de septiembre; y en el caso italiano, alcanzando nuevos máximos interanuales como resultado del pulso abierto entre el gobierno italiano y la UE. Los índices de crédito europeos, tanto *investment grade* como *high yield*, sufren la peor corrección desde comienzos de año con ampliaciones significativas que los envían a máximos interanuales.

En Estados Unidos, los mercados parecen recibir con alivio el resultado de unas elecciones de mitad de mandato que no atañan por completo la capacidad del presidente Trump para seguir persiguiendo reformas, si bien con mayores dificultades. El mercado descuenta en más de un 75% una nueva subida de tipos en diciembre.

En cuanto a los países emergentes, siguen sufriendo la fortaleza del dólar norteamericano y el exceso de deuda externa. Las correcciones de los principales índices de deuda emergentes empiezan a acercarse a niveles próximos al *taper tantrum* americano de 2013. En este sentido, resaltamos tener paciencia a la espera de una confirmación que acabe de despejar las dudas sobre el sector.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo

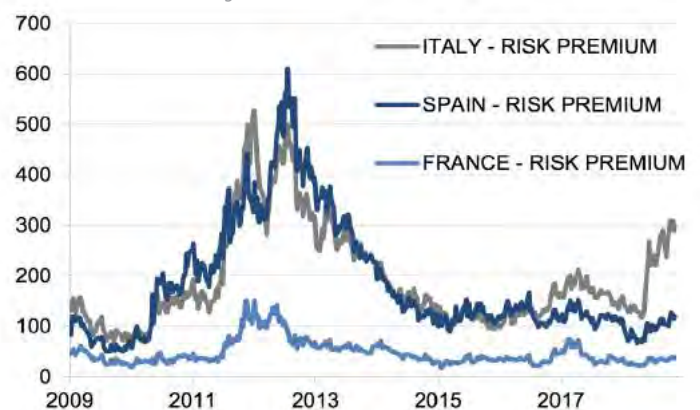
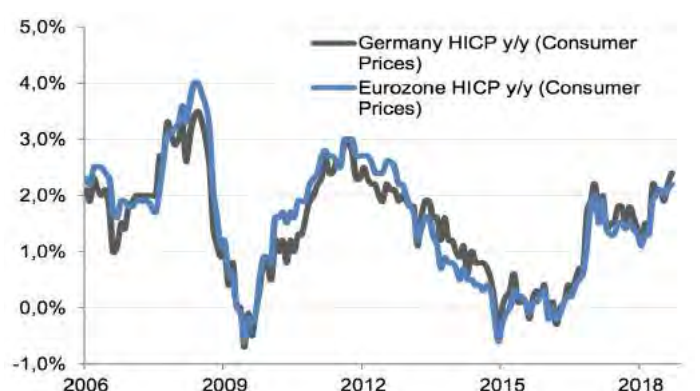


Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa



Sin día de acción de gracias

Como cada año sobre estas fechas, a un solo mes del cierre del año, es un buen momento para hacer un repaso anual y ver si tenemos que dar gracias al mercado en vísperas del Día de Acción de Gracias, pues, viendo los índices, tan solo el S&P 500 (+5%) y el Ibovespa (+12%) son los únicos que están en positivo. En el resto, sobre todo en Europa, las cosas no han funcionado, con un Eurostoxx 50 a -8,3%; un Dax a -11,4%, y un IBEX 35 a -9,5%. Está claro que tenemos un mercado que descuenta una desaceleración económica o un estancamiento. Con la temporada de resultados del 3Q prácticamente terminada, el crecimiento de beneficios ha sido del +28% para USA y del +11% para Europa, también positivo. Posiblemente el mercado se ha desentendido de los beneficios en exceso, con lo que esto podría generar una buena oportunidad para el rebote de fin de año. Sectorialmente, destacamos en cuanto a bajadas Energía (-10%) e Industria (-5,7%). Por el lado positivo, solo Consumo no Cíclico (+2,4%).

En el caso del mercado español, que es uno de los más castigados a fecha de hoy, se encuentra cotizando a 10,5X P/E 2019, que pocas veces hemos visto en los últimos 10 años. A poco que cambie la visión tan negativa, debería recuperar parte de esta fuerte bajada que ha tenido en el mes.

Quizás al final tengamos Día de Acción de Gracias a final de año en la bolsa española.

X. Torres

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

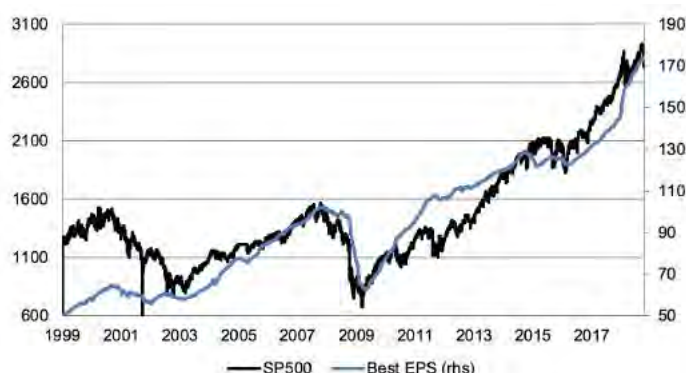
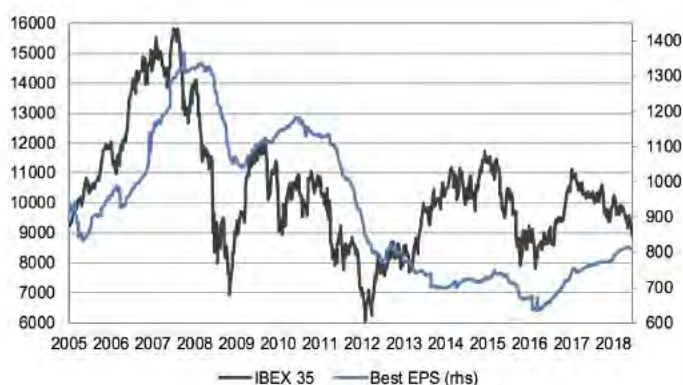


Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



Caídas de octubre

Comentábamos en el pasado editorial que la corrección había llegado a su fin, algo que parece estar teniendo lugar. La última liquidación de octubre parece estar formando un suelo, y la recuperación de los índices debería materializarse durante las próximas semanas. No esperamos una recuperación en V, aunque sí continuas subidas en los índices.

Adjuntamos el gráfico del futuro del Eurostoxx que seguimos los últimos meses, en el que marcamos la directriz alcista que debería consolidarse en el índice. Lo que nos ha dejado claro es que los mínimos que vivimos el mes pasado no deberían testearse de nuevo; de ser así, pasaríamos a ver correcciones más profundas. Adjuntamos también el gráfico del futuro del IBEX 35, en el que se ve claramente que el soporte a largo plazo ha funcionado correctamente y se debería seguir viendo un rebote del índice para ir a buscar los 9.700 puntos.

En cuanto a los índices americanos, la corrección ha sido más agresiva, sobre todo motivada por las ventas en el sector tecnológico, que había impulsado las subidas del último año hasta niveles históricos. Vemos más plausible un movimiento de corrección que de cambio de tendencia por el momento, aunque, como siempre, deberemos estar atentos.

G. Apodaca

Gráfico 10. Futuro Eurostoxx 50 diario



Gráfico 11. Futuro IBEX 35 diario



Incertidumbre en Europa

En los mercados de divisas, el protagonismo recae sobre la persistencia del rebote del USD, en un contexto de normalización monetaria por parte de la Fed frente a una política aun relativamente *dovish* del resto de autoridades monetarias globales.

Y lo anterior, unido a la incertidumbre política en Europa (llámese *Brexit* o Italia), han llevado al par EURUSD a recuperar la recta de tendencia bajista desde el 2008.

Nos parece un castigo excesivo. Por valoración, el USD no solo comienza a acercarse a niveles extremos, sino que, de acuerdo con nuestros indicadores, está sobrevalorado frente a todos los pares que seguimos. Además, una mayor preocupación por los déficits, una retórica desde el gobierno (que evidencia su preferencia por un USD débil) y el camino hacia la normalización monetaria que irán iniciando el resto de bancos centrales globales en los próximos meses, terminarán pesando negativamente sobre el billete verde.

De cara a los próximos meses, pensamos que el protagonismo recaerá sobre el GBP y el JPY. El GBP debería apoyarse en un acuerdo respecto al *Brexit*. Futuros movimientos de la divisa vendrán definidos por los términos del mismo y su consenso entre los británicos.

En cuanto al JPY, una tasa de paro en Japón sostenida cerca de los mínimos, que apoyará nuevos incrementos de los salarios y unas cifras de crecimiento favorecidas por un efecto base positivo, podrían ser argumentos para un discurso menos *dovish* del Banco de Japón.

T. García-Purriños

Gráfico 12. USD TWI YTD

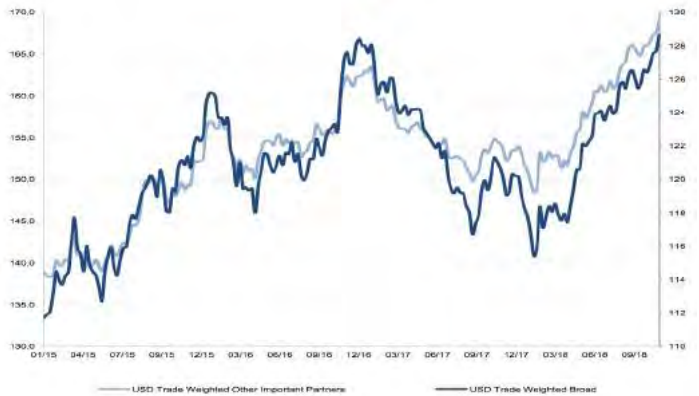
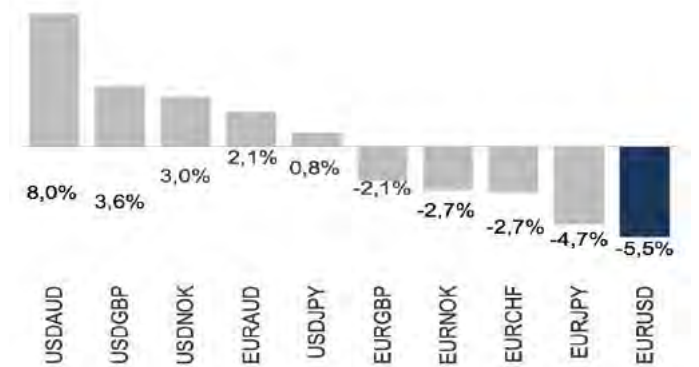


Gráfico 13. Evolución de las principales divisas en 2018 (YTD)



Compramos las caídas

Existen diferentes explicaciones para la caída del precio del petróleo y su profundidad (de *bull* a *bear market* en solo un mes). La persistente fortaleza del USD y las inesperadas excepciones que hará Estados Unidos respecto a las importaciones de petróleo iraní, son las principales. En cuanto a la violencia de este último movimiento, se explica en la creación de nuevas coberturas de los productores y el ajuste de los *dealers*, en unos niveles tan cerca del precio de producción marginal «de consenso» (donde, probablemente, hay un importante volumen de opciones *put*).

Con todo, mantenemos la opinión de que los riesgos siguen sesgados al alza. De hecho, si el mes pasado los argumentos alcistas nos parecían de corto plazo, ahora son los argumentos bajistas los que parecen poco consistentes: las pesimistas perspectivas para la demanda hacen pensar en una revisión al alza, el rápido cambio del posicionamiento especulador (el menos alcista en dos años) da margen para rebotes y las exportaciones iraníes terminarán reduciéndose. En cuanto a los inventarios, a pesar del incremento, no son excesivamente elevados y pensamos que el mercado volverá a *backwardation*, apoyando nuevas alzas.

En este contexto, y con un *brent* por debajo de 68 USD, cambiamos nuestra opinión de neutral a compra.

Dos son los riesgos principales de esta visión: un colapso en la demanda (estaríamos equivocados respecto al ciclo económico) o que la OPEC no recorte la producción.

T. García-Purriños

Gráfico 14. Brent frente a Dollar Index (DXY)

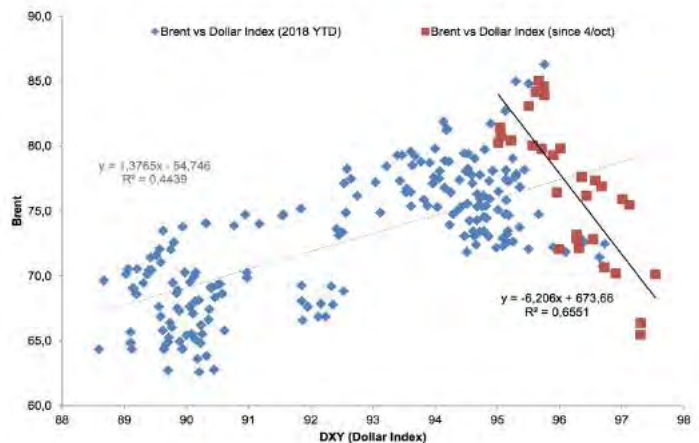
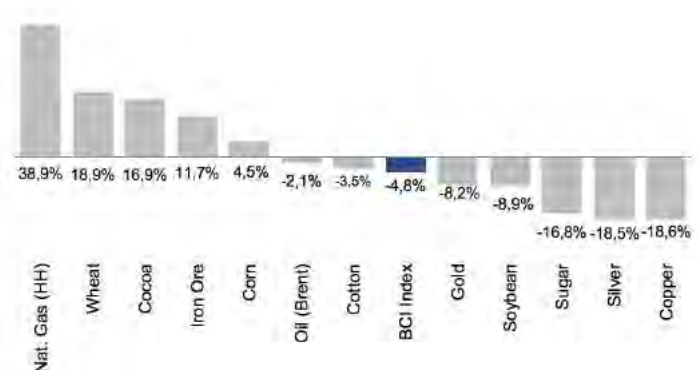


Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2018 (YTD)



¿Otra oportunidad para los *market neutral*?

El 2018 se está caracterizando por ser un año especialmente difícil para los gestores, y esta frase se puede aplicar a la mayoría de categorías de las que hablemos. De hecho, a cierre de octubre, según datos de Deutsche Bank, el 89% de activos se encontraban en negativo, circunstancia que no tiene precedentes ni siquiera en años como el 2008. Esto se ha visto reflejado en dificultades para encontrar puertos seguros para los inversores más conservadores.

Por otra parte, activos que históricamente han mostrado descorrelación con los mercados, pese a sus intentos, se han visto arrastrados en meses como octubre. Entre otros, este es el caso de los fondos *market neutral*. En el mismo período, menos del 25% de los fondos europeos de la categoría se han mantenido en positivo. ¿Es mucho o es poco?

Los *market neutral*, a grandes rasgos, son fondos en los que el gestor toma posiciones largas (compra) en las compañías donde ve potencial alcista y cortas (vende) en las que cree que bajarán. El peso de los largos y de los cortos es aproximadamente el mismo, con lo que la exposición neta a mercado es 0, y un buen selector de acciones tiene un amplio campo de oportunidades donde elegir.

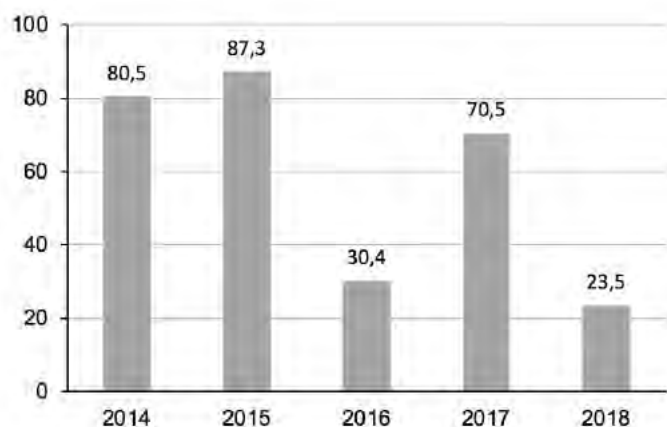
En la práctica, la exposición no suele ser 0, sino que se mueve entre -10% y +20% neto, ya sea porque el gestor encuentra más convicción en los largos que en los cortos (o viceversa) o porque tiene una visión de mercado alcista o bajista. Asimismo, la beta real de la cartera no es exactamente igual a la exposición neta, ya que depende del agregado de la beta de los componentes. De ahí que las grandes caídas como las de octubre afecten a la mayoría de la categoría, por la propia beta positiva.

Otro factor que influye es el sectorial. No se suele dar una neutralidad total en cada uno de los sectores. Por ejemplo, se puede tener una cartera neutral, pero con exposición larga a tecnología y corta a financieras. Las rotaciones sectoriales suelen ser especialmente dañinas para los *market neutral* por este mismo motivo.

Como vemos, hay muchas causas que suelen perjudicar a esta categoría y, pese a ello, hay quienes se mantienen en positivo. Aun reconociendo el descontento que generan en situaciones puntuales, hay gestores individuales que logran aportar alfa, y es allí hacia donde debemos buscar.

J. Hernando

Gráfico 16. Porcentaje de fondos *market neutral* en positivos



Fuente: Morningstar, fondos formato UCITS, divisa EUR

Gráfico 17. Rentabilidades anuales medias de la categoría frente a índices de renta variable



Fuente: Morningstar y Bloomberg. Media fondos *market neutral*, formato UCITS, divisa EUR

Democracia y éxito económico

¿Condiciona la forma de gobierno el desempeño económico? Y si es así, ¿es la democracia superior a un gobierno autoritario? Tendemos a pensar esto porque la mayoría de las economías desarrolladas son democráticas, pero no se puede decir si son ricas gracias a, o a pesar de, ser democráticas, o si el éxito económico ha ayudado a estas sociedades a volverse democráticas.

Pero comencemos con un experimento mental para poner a prueba sus creencias democráticas. Tome el país de Siestaland, donde el 51% de sus ciudadanos les gusta echarse la siesta y recaudar generosos beneficios de desempleo (democráticamente votados). Estos tienen que ser financiados por el otro 49% de la población, que son concienzudos trabajadores. Por el contrario, tenemos Seriousland, donde el 51% de los votantes son trabajadores diligentes, mientras que el 49% restante se echa la siesta y no obtiene nada del Estado. Estrictamente hablando, la democracia ayuda a cada mayoría a alcanzar su óptimo económico respectivo.

Desde una perspectiva de optimalidad económica total, el individuo promedio en Siestaland estaría mejor con menos siestas y un gobernante autoritario. Sin embargo, no existe tal cosa como un «individuo promedio» que trabaje por la mañana y seeste por la tarde. Por lo tanto, a pesar de tener poblaciones muy similares en ambos países, la forma de gobierno que maximiza la utilidad económica para las mayorías respectivas es diametralmente opuesta.

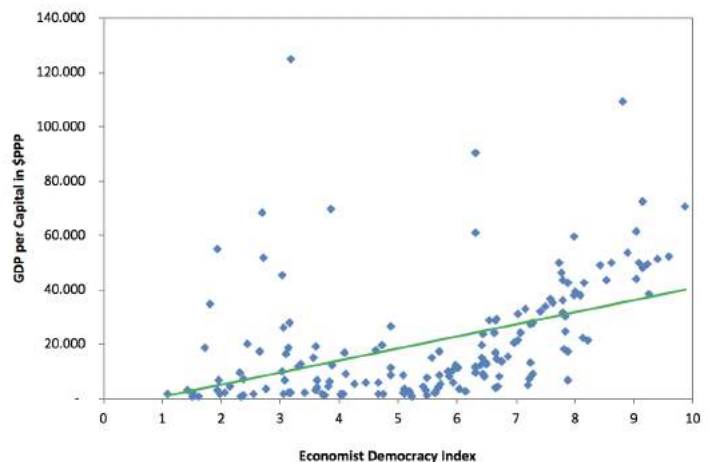
El ejemplo anterior es una obvia simplificación de la realidad, ya que la forma de gobierno afecta otras variables más allá de las políticas de redistribución, como son la calidad de las instituciones y la capacidad de fomentar la innovación, que tienen un impacto profundo en el crecimiento económico. Sin embargo, la literatura económica no es concluyente sobre la cadena de causalidad (véase Glaeser, Edward L., Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer, 2004 para un compendio). Los datos empíricos muestran que existe una cierta correlación entre la democracia y el PIB per cápita, como se puede ver en el gráfico a continuación, pero también que la democracia no es una condición necesaria ni suficiente para el crecimiento económico.

Los ejemplos abundan. Se pueden encontrar gobiernos elegidos democráticamente que siguen desastrosas políticas de planificación central, como lo fue la Venezuela; países autoritarios como China o Vietnam, que disfrutaron de un rápido crecimiento económico después de abrazar sus propias versiones del capitalismo de estado; y monarquías como Qatar, cuya riqueza es principalmente una consecuencia de sus vastos recursos naturales.

Si la democracia no es una bala de plata para el crecimiento económico, sus beneficios tampoco deben ser subestimados. A pesar del atractivo que los regímenes autoritarios tienen para aquellos frustrados por el lento ritmo de cambio característico de la democracia, no se puede olvidar que los controles que esta última proporciona actúan como un poderoso mitigador de riesgos.

La historia muestra que las élites y los líderes iluminados a menudo cometen errores garrafales que, cuando no se controlan a tiempo, pueden conducir a resultados desastrosos. La democracia, al igual que la evolución natural, castiga fuertemente los errores a corto plazo y, por lo tanto, limita considerablemente el alcance del fracaso.

La sabiduría de las masas conlleva cortoplacismo político y aversión al riesgo, los cuales sin duda tienen un costo de oportunidad. Esto contrasta fuertemente con la destrucción creativa que impulsa la innovación en el mundo corporativo, y puede hacernos sucumbir a la tentación de deshacernos de la democracia para acelerar el crecimiento económico. Sin embargo, al contrario que los inversores, que pueden mantener una cartera diversificada de acciones, como ciudadano, no es posible diversificar el riesgo político (a menos que logre acumular un portafolio de pasaportes), y la democracia aún continúa ofreciendo los mejores rendimientos ajustados al riesgo.



Fernando de Frutos, PhD, CFA

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

fernando.defrutos@morawealth.com

Equity

| 14/11/2018 | LAST | PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|------------------------|------|--------|--------------|---------------|
| INDEXES | | | | |
| MSCI World | | 2.015 | -3,1% | -3,7% |
| MSCI Emerging Markets | | 968 | -0,4% | -15,3% |
| S&P 500 | | 2.702 | -2,8% | 2,1% |
| Nikkei 225 | | 21.846 | -3,9% | -4,8% |
| EuroStoxx 50 | | 3.205 | -1,4% | -8,3% |
| FTSE 100 | | 7.034 | 0,4% | -7,8% |
| DAX | | 11.413 | -2,9% | -11,5% |
| Ibex 35 | | 9.107 | 0,5% | -9,2% |
| CAC 40 | | 5.069 | -1,9% | -4,4% |
| FTSE MIB | | 19.077 | -3,6% | -13,0% |
| PSI 20 | | 4.960 | -1,4% | -7,7% |
| Athex | | 635 | -2,2% | -21,4% |
| Hang Seng | | 30.309 | 2,8% | -12,5% |
| Bovespa | | 85.973 | 3,1% | 12,5% |
| RTS Index | | 15.859 | -1,2% | 16,9% |
| SECTORS | | | | |
| Consumer Discretionary | | 239,0 | -3,4% | -0,3% |
| Consumer Staples | | 223,9 | 2,3% | -6,1% |
| Energy | | 203,7 | -9,2% | -7,9% |
| Financials | | 112,6 | -1,6% | -11,2% |
| Industry | | 236,8 | -4,6% | -8,9% |
| Materials | | 240,9 | -3,2% | -13,5% |
| Health Care | | 240,7 | -2,3% | 6,2% |
| Technology | | 227,4 | -5,9% | 5,1% |
| Telecommunication | | 64,5 | -1,3% | -9,8% |
| Utilities | | 128,2 | 0,8% | 0,0% |

| 14/11/2018 | LAST | PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|--------------------------|------|---------|--------------|---------------|
| IBEX-5 | | | | |
| BBVA | | 5,0 | -6,7% | -29,6% |
| Inditex | | 25,7 | 4,1% | -10,2% |
| Repsol | | 15,5 | -3,2% | 7,7% |
| Santander | | 4,3 | -0,8% | -22,1% |
| Telefónica | | 7,5 | 7,0% | -7,5% |
| BLUE CHIPS EUROPE | | | | |
| Siemens | | 100,5 | 0,4% | -12,0% |
| Total | | 49,7 | -6,0% | 9,8% |
| Sanofi | | 79,5 | 3,7% | 10,2% |
| SAP | | 91,9 | -8,3% | -0,9% |
| Anheuser-Busch InBev | | 66,4 | -7,4% | -26,5% |
| Daimler | | 52,3 | -2,5% | -26,7% |
| BNP Paribas | | 46,0 | -7,9% | -26,4% |
| LVMH | | 268,1 | 1,3% | 9,0% |
| Deutsche Telekom | | 15,0 | 5,7% | 1,9% |
| BLUE CHIPS US | | | | |
| Apple | | 186,8 | -13,8% | 13,1% |
| Microsoft | | 105,0 | -3,4% | 25,4% |
| Johnson & Johnson | | 144,3 | 5,8% | 3,4% |
| Amazon | | 1.599,0 | -11,0% | 38,5% |
| JPMorgan Chase | | 107,3 | 1,3% | 2,9% |
| General Electric | | 8,3 | -32,5% | -53,2% |
| AT&T | | 30,5 | -7,0% | -22,5% |
| Pfizer | | 42,9 | -1,6% | 19,3% |

FX

| 14/11/2018 | LAST | PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|------------|------|--------|--------------|---------------|
| EURUSD | | 1,1310 | -1,9% | -5,4% |
| EURCHF | | 1,1381 | -0,3% | -2,4% |
| USDJPY | | 113,63 | 0,9% | 0,6% |
| GBPEUR | | 1,1490 | -0,9% | 0,3% |
| AUDJPY | | 82,18 | -2,8% | -6,4% |

Fixed Income

| 14/11/2018 | LAST PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|----------------------------|---------------|--------------|---------------|
| GOVERNMENT BONDS | | | |
| | YTM | bp | bp |
| Treasury 2y USD | 2,87% | -0,4 | 97,9 |
| Treasury 5y USD | 2,96% | -8,2 | 73,5 |
| Treasury 10y USD | 3,13% | -5,1 | 70,7 |
| Bund 2y EUR | -0,57% | -1,9 | 4,5 |
| Bund 5y EUR | -0,20% | -11,7 | -2,0 |
| Bund 10y EUR | 0,40% | -11,9 | -527,0 |
| CDS | | | |
| | Spread | bp | bp |
| ITRAX EUROPE 5Y | 72,1 | 2,4 | 30,1 |
| ITRAX EUROPE 10Y | 115,7 | 2,1 | 34,8 |
| ITRAX EUROPE SR FIN 5Y | 90,7 | 6,5 | 51,5 |
| ITRAX EUROPE SUB FIN 5Y | 183,6 | 13,4 | 88,0 |
| CDX USA 5Y | 71,1 | 8,7 | 24,1 |
| SOVEREIGN SPREADS | | | |
| | Spread | bp | bp |
| Spain / Germany 10y | 122,0 | 9,7 | 1.141,5 |
| France / Germany 10y | 38,3 | 3,5 | 294,4 |
| Italy / Germany 10y | 309,0 | 11,9 | 14.975,5 |
| Ireland / Germany 10y | 7,6 | 5,8 | 1.191,0 |
| Portugal / Germany 10y | 156,6 | 14,1 | 528,9 |
| BREAKEYENS | | | |
| | Rate | bp | bp |
| Germany Breakeven 10Y | 1,28% | -11,0 | -3,0 |
| US Breakeven 10Y | 2,01% | -11,3 | 3,4 |
| UK Breakeven 10Y | 3,17% | 4,8 | 19,2 |
| HY & EM SPREADS | | | |
| | Spread | bp | bp |
| BarCap US Corp HY | 392,0 | 63,0 | 61,0 |
| JPM EM Sovereign spread | 401,5 | 30,5 | 93,7 |
| CS EM Corp Spread vs. BL | 279,9 | 25,2 | 72,5 |

| 14/11/2018 | LAST PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|--------------------------|---------------|--------------|---------------|
| IBEX-5 CDS 5Y | | | |
| | | bp | bp |
| BBVA | 84,0 | 1,9 | 45,3 |
| Iberdrola | 72,1 | -1,0 | 21,4 |
| Repsol | 76,1 | 16,7 | 36,5 |
| Santander | 64,3 | -0,5 | 33,9 |
| Telefónica | 88,5 | -3,7 | 18,4 |
| BLUE CHIPS EUROPE | | | |
| | | bp | bp |
| Siemens | 22,9 | -0,7 | 2,2 |
| Total | 33,8 | 8,8 | 14,5 |
| Sanofi | 30,6 | -1,5 | -0,1 |
| BASF | 36,3 | -0,1 | 11,1 |
| Anheuser-Busch InBev | 73,3 | n.a. | 25,7 |
| Daimler | 89,6 | 2,8 | 53,0 |
| BNP Paribas | 53,0 | 5,5 | 32,5 |
| LVMH | 295,3 | n.a. | -4,1 |
| Deutsche Telekom | 38,0 | -3,9 | 6,5 |
| BLUE CHIPS US | | | |
| | | bp | bp |
| Apple | 95,4 | -0,2 | -3,6 |
| Microsoft | 97,1 | -0,2 | -4,5 |
| Johnson & Johnson | 21,1 | 3,0 | 9,4 |
| Chevron | 98,4 | -0,3 | n.a. |
| JPMorgan Chase | 50,9 | 7,7 | 16,2 |
| General Electric | 90,1 | -8,5 | -14,8 |
| AT&T | 102,4 | 27,3 | 50,1 |
| Pfizer | 28,8 | -0,4 | 12,4 |

Commodities

| 14/11/2018 | LAST PRICE | CHANGE 1M | CHANGE YTD |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|
| Gold (USD/oz) | 1.210,9 | -0,6% | -6,6% |
| Copper (USD/t) | 6.090,0 | -1,9% | -14,7% |
| Crude Brent (USD/bbl) | 66,1 | -16,6% | 6,7% |
| Corn (USD/bushel) | 367,0 | -2,1% | 4,7% |
| GSCI Commodity Index | 432,8 | -11,3% | -2,8% |



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**

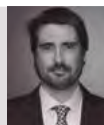
Selección de Fondos
juan.hernando@morabanc.ad
T (376) 88 49 04

**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

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

**Magdalena Lange**

Risk & Compliance
magdalena.lange@morabanc.ad
T (376) 88 49 08

**Josep Lluís Trabal de Yzaguirre**

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

**Núria Martínez**

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