

MERCADOS Y ESTRATEGIAS

> SEPTIEMBRE 2017



Back to school

- Bancos Centrales*
- Tensión geopolítica*
- Visión Macro*

Winter is coming?

El invierno lleva siete años acercándose a los Siete Reinos y parece que, en la última temporada, por fin está llegando. Nosotros también llevamos bastante tiempo previendo el invierno para los tipos de interés, sin embargo estos, de momento, siguen disfrutando del tiempo agradable, como Cersei en el Desembarco del Rey: la TIR del bund ya no está en negativo, pero sí moviéndose confortablemente en el rango 0,20-0,60, muy por debajo de los niveles donde creo que debería estar. Y los ganadores de los últimos años parece que están en pleno verano: los diferenciales de crédito, a mínimos históricos, y el sector IT americano, ya al +25% YTD (frente al +11% del S&P 500).

Una señal de que el invierno se acerca puede ser la presencia de cada vez más seres extraños, por ejemplo, las criptomonedas (bitcoin, ethereum) o los fondos cortos del VIX.

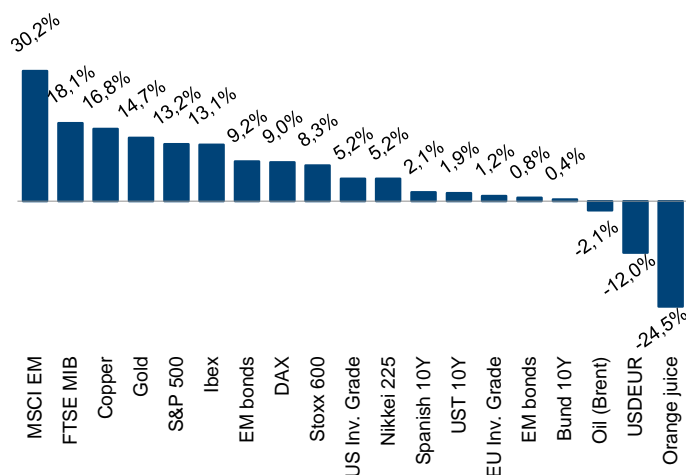
Como veis, estoy inspirada en la séptima temporada de *Juego de tronos*. «*Winter is coming*» (el invierno se acerca), el emblema de la casa Stark, es posiblemente la frase más conocida de la serie y significa que hay que estar preparado para lo malo. En el contexto de los mercados, no creo que llegue la edad de hielo, pero sí un temporal de frío. Los que leyeron el M&E de junio ([consúltalo AQUÍ](#)), saben que tácticamente nos hemos puesto más prudentes en los activos de riesgo (renta variable, crédito, materias primas). Creo también que esta situación de complacencia, en que prácticamente todos los activos lo hacen bien (este año, todo menos el dólar, el petróleo y el zumo de naranja, gráfico 1), no es sostenible a largo plazo y una buena asignación de activos (*asset allocation*) pronto será fundamental para obtener un retorno positivo. Igual que apostar bien por el lado ganador en *Juego de tronos* es crucial para sobrevivir.

Una señal de que el invierno se acerca puede ser la presencia de cada vez más seres extraños (en la serie, huyendo de las tierras en peligro), por ejemplo, las criptomonedas (bitcoin, ethereum) o los fondos cortos del VIX (el llamado índice del miedo, que mide la volatilidad esperada del S&P), o bien el rumoreado *tapering* del BCE. El hecho de que recientemente cada día se constituye una «divisa» nueva lo trato como un inentendible pero inocuo

fenómeno, sin embargo, estar corto de volatilidad lo veo parecido a cobrar (actualmente un 15% al mes, debido al efecto contagio) por estar sentado sobre una bomba de relojería: una caída de un 2-3% del S&P 500 podría fácilmente provocar la explosión (una subida fuerte del VIX, entre 30-40%) y el efecto bola de nieve (*winter is coming*); activación de los *stop loss*, cierre de posiciones (compra del VIX), efecto contagio (el S&P tiene correlación negativa de un -80% con el VIX) y efecto pánico, más caídas de renta variable... Y lo de que el BCE piensa finalizar el QE el año que viene es otra señal más de que el tiempo está cambiando: la deuda soberana perderá su mayor aliado, lo que en *Juego de tronos* seguramente no pintaría bien.

No veo el invierno inminente, dado que los datos macro indican una expansión sólida, los beneficios de las compañías crecen con fuerza y las valoraciones no son extremas. Pero llevamos 14 meses sin que el S&P corrija más de un 5%, y la última vez que la bolsa americana permaneció tanto tiempo sin caer un 5% fue... hace 22 años, con lo cual protegerse contra una ola de frío y volver al mercado más abajo no solo parece tentador, sino también razonable.

Gráfico 1. El tiempo de la complacencia: en 2017 ha subido todo menos petróleo, dólar y... zumo de naranja.



Aleksandra Tomala, CFA

Research & Estrategia

aleksandra.tomala@morabanc.ad

Análisis de riesgos

Aunque los inversores no se han visto preocupados por las tensiones entre USA y Corea del Norte, la nueva retórica del gobierno americano y la respuesta de los coreanos suponen un aumento claro del riesgo geopolítico.

El Banco de Inglaterra ha sorprendido el mercado con la intención de subir los tipos; los datos macro se mantienen sólidos, no obstante, han perdido el *momentum* e iniciar una política monetaria restrictiva ahora mismo nos parece prematuro; aumentamos el riesgo del impacto negativo del Brexit.

Estrategia: mantenemos la prudencia

Entorno macro. Los indicadores de la actividad económica han rebotado prácticamente en todas las regiones; el ISM manufacturero está a máximos en seis años (58,8), igual que el PMI de la Eurozona (57,4). El PMI Caixin chino ha vuelto a máximos del año; de hecho, los datos de las economías emergentes son los que más mejora han registrado. Sin embargo, los índices de sorpresas macro en USA y UK siguen en territorio negativo. Los IPC por fin han rebotado en el último mes, lo que implica más *hawkishness* desde los bancos centrales. De hecho, el BCE habla del *tapering* (finalización del QE) para el año que viene, el BoE quiere subir tipos y la Fed puede empezar a reducir el balance en cualquier momento.

Renta variable. La recogida de beneficios que esperamos en junio sí se ha producido en Europa (EuroStoxx 50: -7,4%) pero no en USA, donde el S&P 500 acaba de alcanzar 2.500. Creemos que una corrección en USA está por venir; llevamos 14 meses sin caídas mayores de un 5%, la volatilidad se mantiene a niveles extremadamente bajos y el S&P sigue desconectado del índice de sorpresas macro. Hay que ser muy flexibles en el entorno de tipos bajos, *spreads* cerca de mínimos, bolsas en máximos y los bancos centrales a punto de cambiar la política monetaria. **Estratégicamente, seguimos constructivos, dados los datos macro sólidos, los EPS al alza y las valoraciones atractivas.**

Renta fija. Mantenemos nuestra visión negativa en la deuda *core*, creemos que ni el bund ni el treasury reflejan los cambios en la política monetaria; vemos valor en los ILBs, que descuentan unos niveles de inflación demasiado bajos, en nuestra opinión. Seguimos invertidos en crédito y primas de riesgo periféricas.

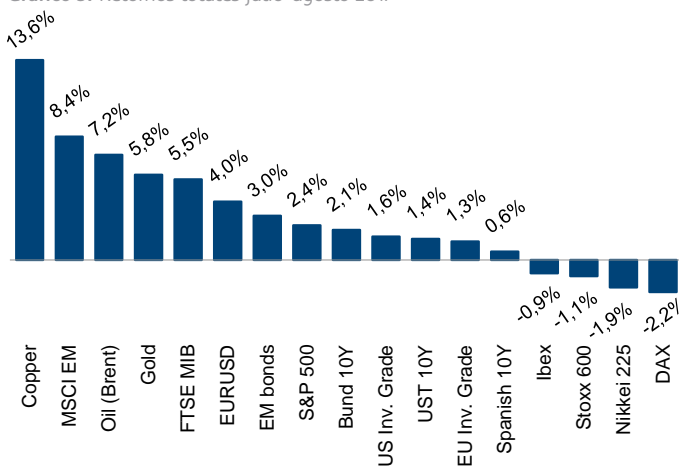
EURUSD. El *rally* del eurodólar ha sido más fuerte de lo que esperábamos (actualmente, a 1,20). Dado que las expectativas de subidas de tipos en USA están a mínimos del año y el euro ha reaccionado con una subida a los tres últimos discursos de Draghi, creemos que el EURUSD puede ya estar sobrecomprado. Mantenemos el rango a 1,10-1,15 y **bajamos el posicionamiento de neutral a UW (compramos el dólar).**

Commodities. Seguimos pensando que es razonable tener exposición al petróleo en el entorno actual de mejora macro y riesgo geopolítico elevado. En el oro seguimos neutrales, viéndolo bien valorado frente a los tipos reales.

Gráfico 2. Principales riesgos

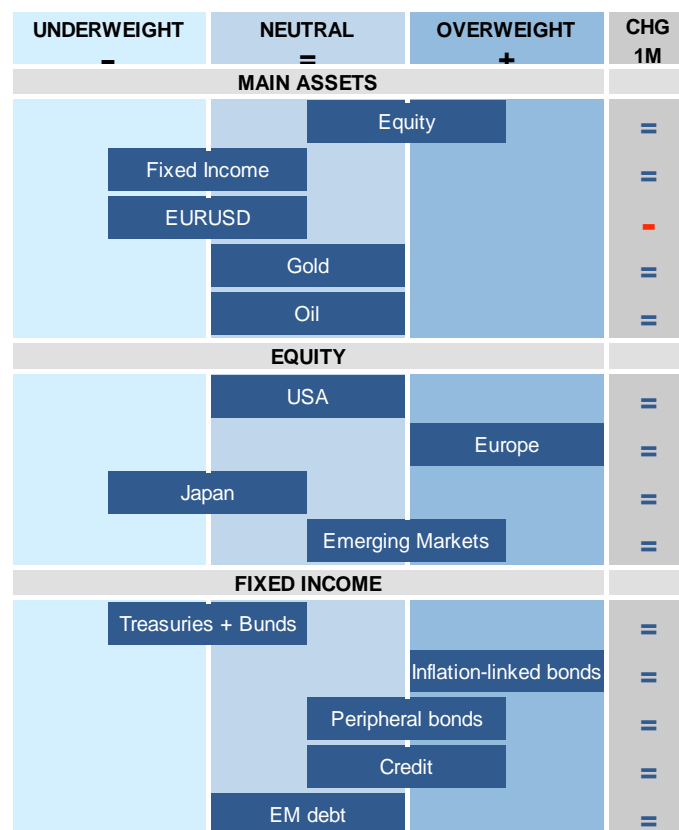


Gráfico 3. Retornos totales julio-agosto 2017*



*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

Un verano muy caliente

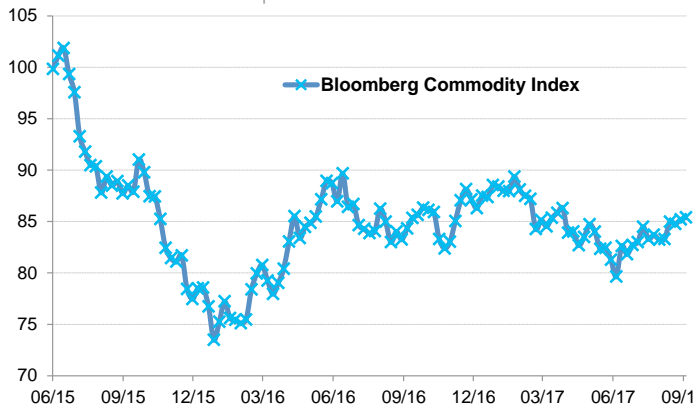
Durante el verano hemos asistido a una caída de los tipos de interés a lo largo de las principales deudas mundiales como consecuencia de múltiples acontecimientos inesperados. Por un lado, el inicio de la temporada de huracanes en USA, que ha sorprendido con fuerza con Harvey e Irma, y la consecuente devastación ocasionada. Por otro lado, la confrontación de Occidente contra Pyongyang ante las pruebas militares y las amenazas que está lanzando con su programa armamentístico y nuclear. Los principales indicadores de sorpresa económica mundiales han continuado el rebote alcista iniciado tras marcar fondo en junio, factor que ha favorecido la fortaleza de los mercados de acciones y que ha dado confianza a los participantes del mercado para entrar en las diversas olas de ventas que han propiciado correcciones durante el periodo estival. Los principales índices de materias primas (y el precio del crudo) de igual forma han continuado rebotando tras los mínimos de primavera, continuando la recuperación de precios en términos interanuales.

Geopolíticamente, el panorama vuelve a enrarecerse con la proximidad del referéndum «ilícito» catalán y las elecciones en Alemania, que están propiciando manifestaciones tensas y, en algunos casos, violentas por parte de grupos de extrema derecha e izquierda. La administración Trump se posiciona con los demócratas para posponer el límite del techo de la deuda hasta finales de año y, al mismo tiempo, liberar recursos para hacer frente a la destrucción de Harvey e Irma.

R. Giménez

Noticias	Eventos
Las encuestas auguran hasta un 12% de intención de voto a la extrema derecha alemana	24/SEPTIEMBRE/17. Elecciones Federales en Alemania
Las Naciones Unidas votan nuevas sanciones al régimen de Pyongyang	28/SEPTIEMBRE/17. Publicación de la última estimación del 2Q17 del PIB USA
El límite del techo de la deuda en USA se prolonga hasta diciembre	1/OCTUBRE/17. Referéndum de independencia catalán
Silvio Berlusconi dibuja sus prioridades políticas ante la proximidad de las elecciones italianas en 2018	18/OCTUBRE/17. Empieza el congreso quinquenal del Partido Comunista China

Gráfico 5. Rebote de materias primas



Miquel Soca, CEFA

Estrategia RF · miquel.soca@morabanc.ad

renta fija

Sesgo dovish del BCE

Durante el verano, hemos visto cómo los mercados de deuda y crédito han reaccionado a noticias mayoritariamente geopolíticas que han mantenido el entorno *risk-off* por parte de las deudas core. El tipo a diez años alemán ha pasado del 0,60% marcado en julio al 0,30% de principios de septiembre, entre otros motivos, debido a unos datos de inflación todavía contenidos. El crédito de baja calidad crediticia ha intentado nuevamente romper, sin éxito, el nivel de 255 pb durante agosto para volver a niveles más próximos a los 230 pb. Del mismo modo, la última reunión del BCE ha dejado entrever las dificultades a las que se enfrentará Mario Draghi para iniciar el proceso del *tapering* europeo ante una inflación contenida y una divisa europea que ha ido apreciándose en los últimos seis meses.

En cuanto a Estados Unidos y la Fed, parece que han sabido telegrafiar de forma coherente su plan de acción hasta la fecha, y el mercado entrevé un inicio en la reducción del balance en octubre con una continuación de la subida de tipos posteriormente, entre diciembre y el primer trimestre de 2018. Posiblemente la inminente reunión de septiembre nos pueda ofrecer más luz y claridad.

La deuda emergente mantiene el buen comportamiento del año, liderada por los buenos resultados de los países asiáticos y las mejoras en los datos macroeconómicos de algunos países latinoamericanos. El EMBI Global Spread se sitúa a principios de septiembre por debajo de los 320 pb.

M. Soca

Gráfico 6. Primas de riesgo

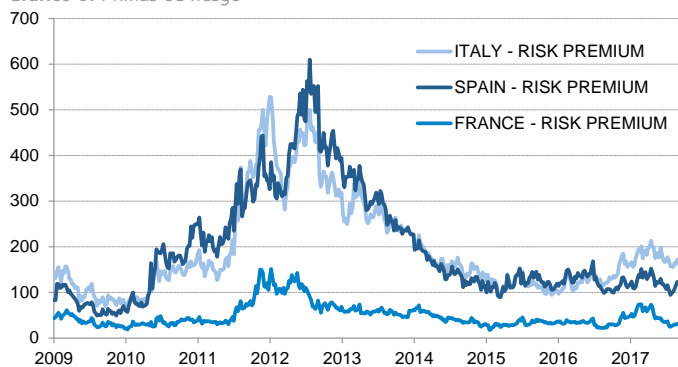
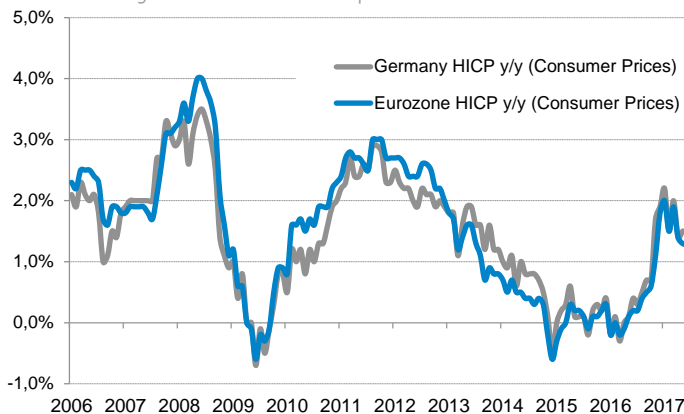


Gráfico 7. Riesgos inflacionistas en Europa



Septiembre: Y ahora, ¿qué hacemos?

Durante este mes, el comportamiento del mercado ha sido positivo. Si lo analizamos por regiones, tenemos Emergentes, MSCI Emerging (+4%), con un destacado como es Brasil Bovespa (+10,2%); de hecho, se mantiene la tendencia en el año. En Europa, tenemos el Eurostoxx 50 (+2,6%), y cabe destacar el mal comportamiento del mercado español con el IBEX 35 (+0,1%); parece que el referéndum en Cataluña ya le ha empezado a afectar. Sectorialmente, los mejores sectores han sido Energía (+6,6%) y Farmacia (+5,3%), y el único que ha tenido un comportamiento negativo ha sido Telecomunicaciones (-0,6%).

Hay que comentar que la famosa estrategia de *sell in May and go away* (yo lo interpreto como "vende en mayo y compra en septiembre") este año solo ha funcionado en Europa, ya que los máximos del mercado los vimos en mayo. Todo lo contrario ha pasado en USA, donde los mínimos se dieron en mayo y ahora ha vuelto a máximos históricos. Probablemente la explicación sea que la fuerte revalorización del euro contra el dólar haya pasado factura al mercado europeo. Al final hemos tenido un mercado bastante tranquilo, a pesar de los movimientos de las divisas.

Por otro lado, parece interesante comentar la mejora de *rating* de la deuda portuguesa, ya que S&P ha subido el *rating* a BBB-, volviendo a ser *investment grade* tras perderlo en 2012. Esto puede tener un efecto positivo en la bolsa portuguesa.

Tras este receso que se ha tomado la bolsa europea, todo hace pensar que este mes podamos tener un buen comportamiento, con la venia del euro, con lo que tendremos un *¿buy in September?*

X. Torres

Gráfico 8. Evolución del SP500 Index frente a sus beneficios

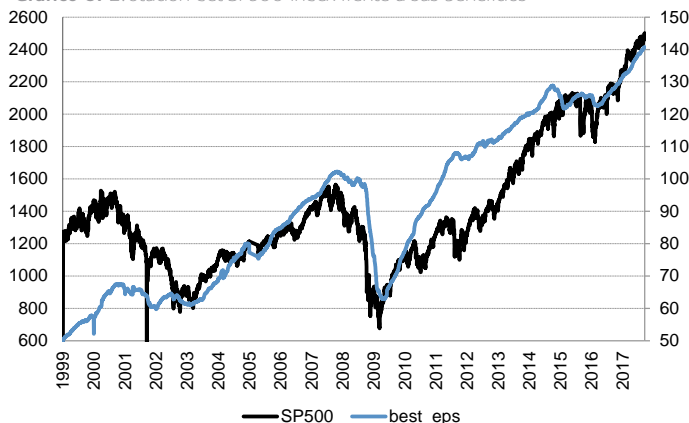
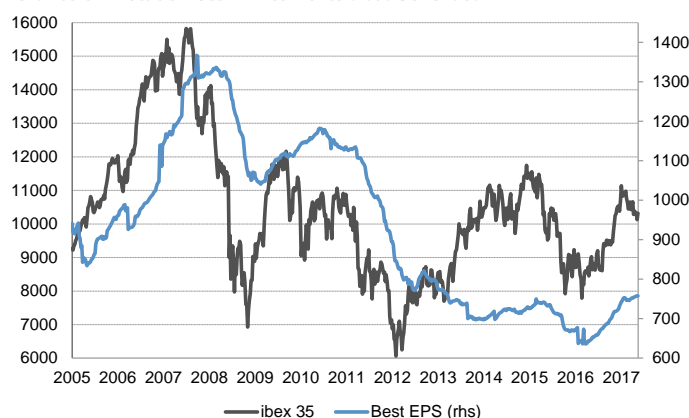


Gráfico 9. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



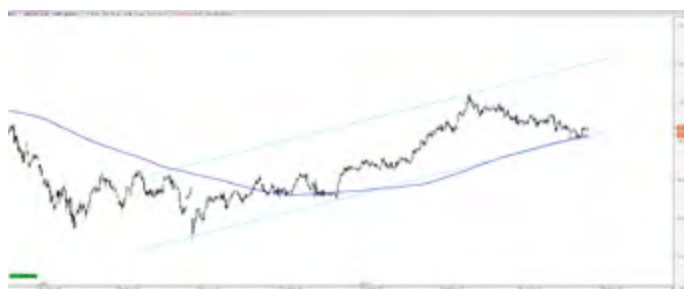
La vuelta al cole

Dejamos atrás un verano en el que la nota de color nos la ha dejado el presidente norcoreano, con sus continuas amenazas a Japón y a Estados Unidos, junto con los atentados de Barcelona, que nos han conmocionado a todos y nos han llenado de tristeza. Sin embargo, ninguno de estos dos factores ha sido capaz de provocar movimientos bruscos en el mercado financiero y, tal como indicamos en el editorial del pasado julio, el verano ha sido relativamente tranquilo, con ligeras correcciones en los índices europeos y con el mercado americano marcando nuevos máximos (siguiendo la tónica a la que nos tiene acostumbrados durante los últimos años). La mayoría de índices europeos han testado las medias de 200, que han dado un importante soporte a los mismos. El futuro del Eurostoxx 50 buscó los 3.331 puntos y desde aquí han rebotado con fuerza. Este hecho nos hace seguir positivos en la renta variable europea y podría servir para salir del lateral en el que se encuentra sumido el índice. Si se mantiene la actual tendencia y no perdemos el mínimo que hemos comentado anteriormente, podríamos continuar viendo una recuperación que nos llevarían a los máximos del año vividos en abril. En cuanto al IBEX 35, se está comportando con más debilidad, aunque la media de 200 también ha funcionado como soporte y debería continuar con la tendencia alcista.

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



Gráfico 11. Futuro IBEX 35 diario con la media de 200 sesiones



¿Habrà rebote en el USD?

Desde máximos del año, el DXY (índice del USD) retrocede más de un -10%. Cabe decir que 90 es un importante soporte y nos cuesta encontrar argumentos para justificar su ruptura, teniendo en cuenta que los *majors* ya están a distancias inferiores al -5% respecto a PPA.

Que la probabilidad de subidas de los *Fed Funds* en 2017 llegue a situarse por debajo del 20% (como ocurrió a principios de septiembre) nos parece extremo. El siguiente paso sería comenzar a descontar una rebaja en los tipos de interés, lo cual carece de sentido. Y en los extremos suele compensar tomar acciones. En este contexto, pensamos que existe mayor potencial de una apreciación del USD y cabe plantearse aumentar la posición en esta divisa con objetivo en el rango 1,10-1,15.

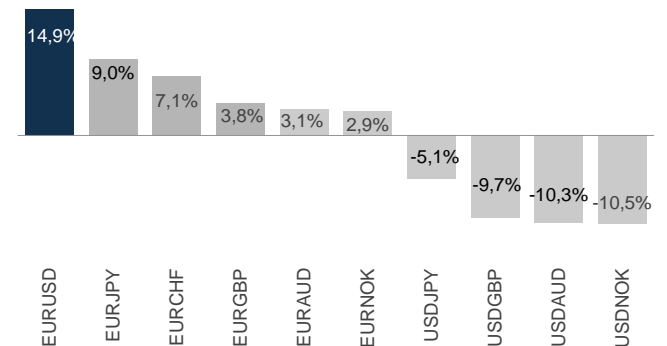
En otro orden de cosas, y aunque su categorización como divisa es discutible, veo relevante al menos comentar el movimiento en las criptodivisas, especialmente en el bitcoin. Soy incapaz de definir su incremento de precio como burbuja: principalmente porque creo que estas solo pueden ser definidas a *posteriori* y, además, no se me ocurre una forma de valorar estas nuevas divisas de la red. Por tanto, veo imposible asegurar si su precio es caro o barato (porque no se es barato o caro en términos absolutos, sino siempre en referencia a un valor). Sea como sea, los propios bancos centrales ven suficientemente relevante el tema, y la mayoría están preparándose para crear sus propias cibermonedas.

T. García-Purriños

Gráfico 12. Bitcoin en USD



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



Petróleo: subida silenciosa

A pesar de que, tácticamente, nos viésemos obligados a reducir la posición en petróleo hasta neutral, avisábamos que nada había cambiado: los inventarios totales siguen descendiendo, las perspectivas de demanda parecen positivas, las importaciones de petróleo alcanzan máximos en China, etc.

Pero ninguna gestión debe ignorar la acción del precio, por lo que nos vimos obligados a reducir la exposición. De hecho, entre mediados de julio y principios de septiembre, el sector Energía fue el peor del MSCI World. Al precio le exigíamos al menos la superación del máximo relativo previo para poder ser optimistas, y esta ruptura se produjo, casi sin noticias, a principios de septiembre. Estamos más optimistas, pero con todo. Si nos seguís en cada publicación, lo sabéis bien: no nos gusta seguir los precios. Nos mantenemos neutrales, vigilando de cerca los datos de cara a nuevas entradas y esperando a que remitan los actuales temas no relacionados con fundamentales.

Respecto al oro, ha vivido un notable *rally* desde julio, justificado en el descenso de los tipos de interés reales. Desde un punto de vista fundamental, nuestra visión macro nos impide ver un mayor potencial en este metal. Con todo, desde un punto de vista técnico, la ruptura al alza de los 1.300 USD/oz es significativa, puesto que rompe la diagonal bajista desde 2011. Que sea un fallo alcista o el inicio de un cambio de tendencia lo marcará el hecho de que se mantenga o no sobre los 1.250 US/oz, lo que consideramos el nivel pivote.

T. García-Purriños

Gráfico 14. Oro y tipos de interés reales

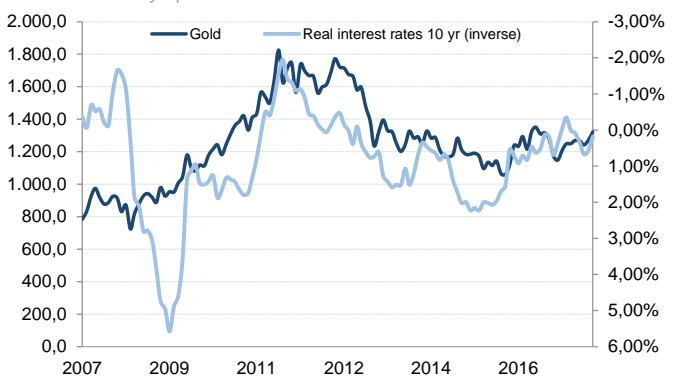
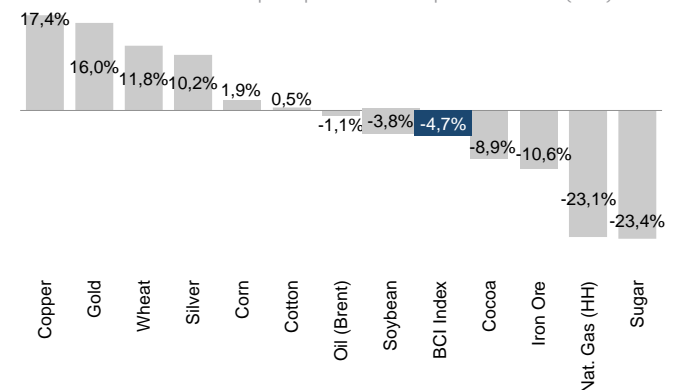


Gráfico 15. Evolución de las principales materias primas en 2017 (YTD)



La evolución de la gestión cuantitativa

Los modelos cuantitativos para la gestión de fondos han existido desde hace muchos años. Han evolucionado y se han adaptado a las circunstancias del mercado. El paso más reciente que estamos observando es la introducción de algoritmos y del llamado *big data*, que viene a ser el procesamiento y uso de ingente cantidad de datos e información para tratar de generar valor.

De una manera u otra, un porcentaje elevado de gestores de fondos usa herramientas cuantitativas ya sea para aplicar filtros a su universo de inversión, encontrar algunas ideas o, en menor medida, tomar las decisiones de compra y venta. Para estos gestores la mejora y el desarrollo de nuevas herramientas deben ser útiles.

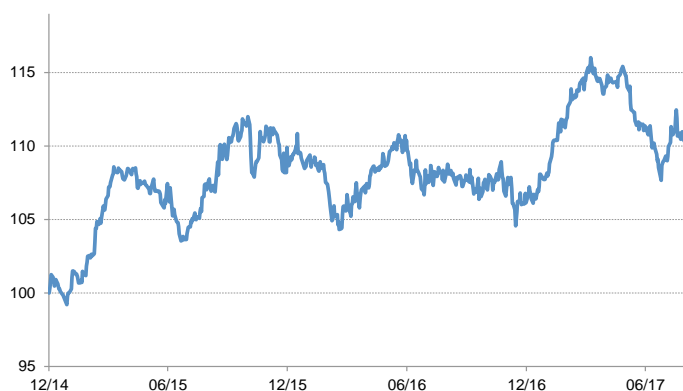
Si nos centramos en los fondos puramente cuantitativos, el análisis usado para su selección no es muy diferente del que se usa con los que se gestionan de manera fundamental. Se intenta encontrar modelos consistentes, comprensibles y que puedan ofrecer algo diferencial respecto a sus competidores en términos de rentabilidad/riesgo, descorrelación frente al mercado o exposición a factores que se estén buscando. Lo principal es entender el modelo y cómo se obtienen las rentabilidades.

Cuando se analizan los modelos cuantitativos, se intenta evitar las «cajas negras» y es preferible estudiar resultados pasados efectivamente realizados y no *back tests*, o simulaciones de cómo habría funcionado en el pasado una estrategia.

Hay muchas estrategias en las que los algoritmos y el *big data* pueden mejorar el rendimiento. Por citar algunas, los *long/short* de renta variable y los de mercado neutral podrían aprovechar las ineficiencias del mercado a través de posiciones largas y cortas. También los CTA podrían beneficiarse por razones similares.

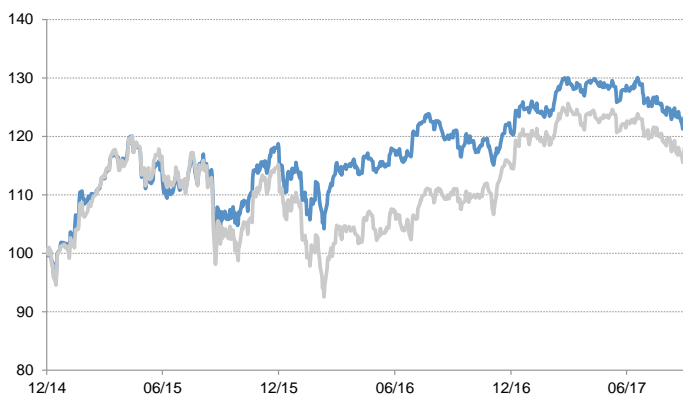
J. Hernando

Gráfico 16. Evolución de un fondo *market neutral* que utiliza *big data*



Fuente: Morningstar y Pimco

Gráfico 17. Evolución de un fondo global RV cuantitativo frente al MSCI World



Los combustibles fósiles y la ley antitabaco

Las energías renovables han sido tradicionalmente asociadas con movimientos minoritarios, algo para ecologistas y similares. Por el contrario, el pensamiento dominante ha considerado la contaminación como un inevitable precio a pagar por mantener el progreso; una especie de versión a gran escala de la «tragedia de los comunes», ya que nadie en su sano juicio querría por iniciativa propia bajar su nivel de vida a tiempos preindustriales, teniendo en cuenta que la energía es un insumo clave en la mayoría de los productos y servicios, y que en su mayor parte esta se genera a partir de fuentes contaminantes (petróleo, gas y carbón).

En defensa de esta postura, hay que considerar que el impacto de las emisiones de CO2 sobre el cambio climático distaba aún de ser obvio hace unas décadas. Había inquietud sobre la lluvia ácida y el agujero de ozono, pero las temperaturas habían aumentado moderadamente durante décadas en línea con los modelos climáticos postglaciación, y no podía decirse si los altos niveles de los años 1980 y 1990 eran solo valores atípicos. Actualmente, sin embargo, la evidencia es abrumadora, y no es solo una cuestión de *si*, sino de *cuánto* y *cuán rápido* el clima cambiará.

El despertar a la realidad podría haber sido mucho peor de no haber sido por las crisis del petróleo en los años 1970. Estas fueron una bendición encubierta, ya que desataron la carrera tecnológica para producir energías renovables. La energía nuclear fue también muy beneficiada, y para muchos fue vista como una solución de última instancia frente al cambio climático; hasta que Chernóbil y Fukushima hicieron patente que los riesgos de la tecnología son inasumibles. Por otra parte, la fusión nuclear -libre de residuos nucleares- está todavía en su infancia (se espera que el reactor experimental ITER comience a generar energía allá por 2033).

Esto deja a las energías solar y eólica como únicas fuentes viables de energía alternativa, toda vez que la energía hidráulica está restringida por la geografía y el clima. Las mejoras en eficiencia en ambas tecnologías han sido dramáticas y actualmente compiten

de tú a tú frente a las fuentes de energía tradicionales. Los críticos sostienen que estas tecnologías solo son viables si hay subvenciones de por medio, pero esto es solo parcialmente cierto, ya que los subsidios también han contribuido a mejorar la tecnología. De hecho, el argumento puede ser revertido, ya que las tecnologías de combustibles fósiles gozan de un enorme subsidio implícito, en la medida en que los productores y consumidores internalizan solo una pequeña fracción de los costes medioambientales, por cortesía de las generaciones futuras.

Sin embargo, la mentalidad cambia cada vez más rápidamente, y los consumidores están empezando a tener la posibilidad de reducir su huella de carbono sin tener que vivir en una cueva. Hasta la fecha, solo los más pudientes pueden darse el lujo de conducir un Tesla o consumir únicamente energía renovable, pero dejar de contaminar se está convirtiendo en una meta aspiracional.

La industria del tabaco ofrece paralelos reveladores acerca de cuán rápida puede ser la transición energética. Durante muchos años, las tabaquerías trataron de ocultar los efectos nocivos del tabaco, financiando incluso investigaciones médicas sesgadas. Pero cuando la evidencia científica fue concluyente, fumar en espacios públicos dejó de ser socialmente aceptable, y las leyes antitabaco se hicieron omnipresentes. Las compañías petroleras también han tenido científicos en nómina negando el cambio climático, pero este es ya directamente observable en cada nueva estación. No resulta difícil imaginar que, una vez que los consumidores cuenten con una alternativa limpia y asequible, los vehículos de combustión interna sean vistos con desdén. Paradójicamente, tanto cigarrillos como automóviles pueden terminar siendo reemplazados por versiones eléctricas, a pesar de años de enredos con filtros atenuantes.



Fernando de Frutos, PhD, CFA

Chief Investment Officer

Mora Wealth Management

fernando.defrutos@morawealth.com

Equity

18/09/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
INDEXES				
MSCI World		1.991	3,1%	13,7%
MSCI Emerging Markets		1.113	5,0%	29,1%
S&P 500		2.504	3,3%	11,9%
Nikkei 225		19.910	4,3%	6,2%
EuroStoxx 50		3.527	2,4%	7,3%
FTSE 100		7.253	-0,7%	1,8%
DAX		12.559	3,3%	9,4%
Ibex 35		10.338	-0,1%	11,0%
CAC 40		5.229	2,4%	7,7%
FTSE MIB		22.365	2,8%	16,5%
PSI 20		5.283	2,1%	13,2%
Athex		761	-7,5%	18,5%
Hang Seng		28.160	3,7%	27,5%
Bovespa		75.990	9,8%	25,3%
Micex		2.059	6,1%	-8,2%
SECTORS				
Consumer Discretionary		221,5	2,5%	12,7%
Consumer Staples		230,5	0,9%	11,1%
Energy		204,7	6,9%	-6,5%
Financials		118,4	1,7%	11,5%
Industry		246,6	4,0%	16,1%
Materials		260,8	4,7%	17,5%
Health Care		227,4	5,2%	17,9%
Technology		203,5	3,7%	26,2%
Telecommunication		69,5	-0,2%	-0,1%
Utilities		131,2	0,2%	14,1%

18/09/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
IBEX-5				
BBVA		7,4	-0,6%	16,2%
Inditex		32,5	-2,5%	0,6%
Repsol		15,1	8,6%	13,8%
Santander		5,6	3,4%	16,4%
Telefónica		9,2	0,3%	4,4%
BLUE CHIPS EUROPE				
Siemens		116,9	4,0%	-0,9%
Total		44,9	5,7%	-7,5%
Sanofi		81,5	-0,2%	6,8%
SAP		92,1	3,1%	11,1%
Anheuser-Busch InBev		100,7	1,1%	-0,3%
Daimler		66,5	10,3%	-5,9%
BNP Paribas		66,2	0,2%	9,2%
LVMH		229,3	5,4%	26,5%
Deutsche Telekom		15,1	0,6%	-4,6%
BLUE CHIPS US				
Apple		158,7	1,1%	37,4%
Microsoft		75,2	4,2%	21,6%
Johnson & Johnson		135,4	1,9%	17,3%
Amazon		974,2	1,4%	29,6%
JPMorgan Chase		92,9	3,1%	8,4%
General Electric		24,5	-1,2%	-23,3%
AT&T		37,4	1,7%	-10,6%
Pfizer		35,6	8,5%	9,2%

FX

18/09/2017	LAST	PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
EURUSD		1,1934	1,2%	13,8%
EURCHF		1,1490	1,4%	7,6%
USDJPY		111,55	2,5%	-4,6%
GBPEUR		1,1299	3,4%	-3,7%
AUDJPY		88,74	-3,2%	6,0%

Fixed Income

18/09/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
GOVERNMENT BONDS			
	YTM	bp	bp
Treasury 2y USD	1,39%	8,8	20,5
Treasury 5y USD	1,83%	7,2	-9,7
Treasury 10y USD	2,23%	4,4	-20,7
Bund 2y EUR	-0,69%	1,7	8,0
Bund 5y EUR	-0,26%	-0,6	26,2
Bund 10y EUR	0,45%	3,7	24,7
CDS			
	Spread	bp	bp
ITRAX EUROPE 5Y	50,2	-8,7	-22,4
ITRAX EUROPE 10Y	93,9	-9,7	-18,5
ITRAX EUROPE SR FIN 5Y	47,7	-9,3	-47,0
ITRAX EUROPE SUB FIN 5Y	109,4	-21,9	-115,2
CDX USA 5Y	56,1	-6,8	-12,2
SOVEREIGN SPREADS			
	Spread	bp	bp
Spain / Germany 10y	112,5	-3,3	-7,3
France / Germany 10y	27,4	-2,3	-20,4
Italy / Germany 10y	161,3	-1,5	-0,8
Ireland / Germany 10y	2,7	-7,6	-31,5
Portugal / Germany 10y	198,3	-37,2	-157,2
BREAKEYENS			
	Rate	bp	bp
Germany Breakeven 10Y	1,18%	3,0	-8,0
US Breakeven 10Y	1,88%	10,9	-9,5
UK Breakeven 10Y	3,03%	4,3	4,4
HY & EM SPREADS			
	Spread	bp	bp
BarCap US Corp HY	359,0	-30,0	-50,0
JPM EM Sovereign spread	308,2	-19,0	-57,1
CS EM Corp Spread vs. BL	231,0	-14,9	-49,7

18/09/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
IBEX-5 CDS 5Y			
		bp	bp
BBVA	51,4	-10,8	-72,7
Iberdrola	42,7	-5,9	-31,4
Repsol	63,2	-12,7	-63,9
Santander	43,2	-8,0	-78,0
Telefónica	67,1	-6,5	-53,7
BLUE CHIPS EUROPE			
		bp	bp
Siemens	25,7	-2,5	-13,6
Total	29,8	-6,5	-19,5
Sanofi	29,9	-3,1	-10,8
SAP	25,9	n.a.	n.a.
Anheuser-Busch InBev	n.a.	-5,6	-30,7
Daimler	48,5	-16,6	17,5
BNP Paribas	33,0	-4,4	-51,7
LVMH	29,9	-1,9	-8,6
Deutsche Telekom	36,2	-5,8	-11,0
BLUE CHIPS US			
		bp	bp
Apple	n.a.	n.a.	n.a.
Microsoft	n.a.	n.a.	n.a.
Johnson & Johnson	16,7	0,8	-6,2
Chevron	100,3	-0,5	n.a.
JPMorgan Chase	45,3	-4,9	-17,9
General Electric	102,0	n.a.	1,8
AT&T	62,2	-8,2	-30,7
Pfizer	22,6	-0,9	-19,8

Commodities

18/09/2017	LAST PRICE	CHANGE 1M	CHANGE YTD
Gold (USD/oz)	1.306,7	1,3%	14,0%
Copper (USD/t)	6.527,0	0,6%	17,9%
Crude Brent (USD/bbl)	55,5	5,6%	-5,8%
Com (USD/bushel)	351,5	-1,3%	-1,3%
GSCI Commodity Index	394,9	3,7%	-0,8%



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

**David Azcona, CFA**

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

**Aleksandra Tomala, CFA**

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

**Rubén Giménez**

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

**Miquel Soca, CEFA**

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

**Xavier Torres, CEFA**

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

**Gorka Apodaca, CEFA**

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

**Tomás García-Purriños, CFA, CAIA**

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

**Juan Hernando García-Cervigón, CAIA**

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

**Fernando de Frutos, PhD, CFA**

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

**Josep Lluís Trabal de Yzaguirre**

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