

Persiste la expansión de la economía mundial: los bancos centrales deben actuar. Implicaciones para los mercados financieros

David Cano Martínez
dcano@afi.es
@david_cano_m

Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)
Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI
Barcelona, 7 de febrero de 2018

0 | Claves



Claves para la gestión de activos financieros

Política

Principal factor de riesgo

1. Elecciones en Italia y en varios países latinoamericanos
2. Presidencia de Trump. Tratados comerciales.
3. Corea del Norte
4. Tensión en el Golfo Pérsico
5. BREXIT

Economía

Goldilocks... ¿o repunte de la inflación?

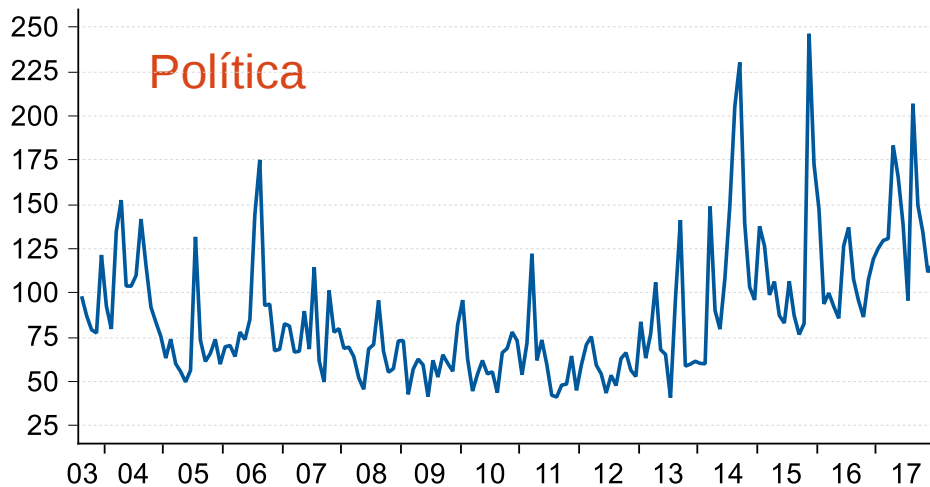
1. Aceleración de la economía mundial. Mayor sincronización entre países.
2. Ordenada desaceleración en China, con la persistencia del principal factor de riesgo: elevado endeudamiento empresarial (150% del PIB)
3. Riesgo de repunte de la inflación

Mercados

Avance en la normalización de los tipos de interés y de la volatilidad en los mercados

1. Elevación de tipos de la Fed y avance en la reducción del tamaño del balance
2. Reducción del volumen de compras por parte del BCE e incluso final del APP
3. Repunte de los tipos largos, con aumento de pendiente (Deuda Pública)
4. Elevación de diferenciales (Renta Fija Privada, periferia UME y emergentes)
5. Aumento del BPA para compensar aumento de tipos de interés (Renta Variable)
6. Mantenimiento de la fortaleza del USD
7. Normalización de la volatilidad

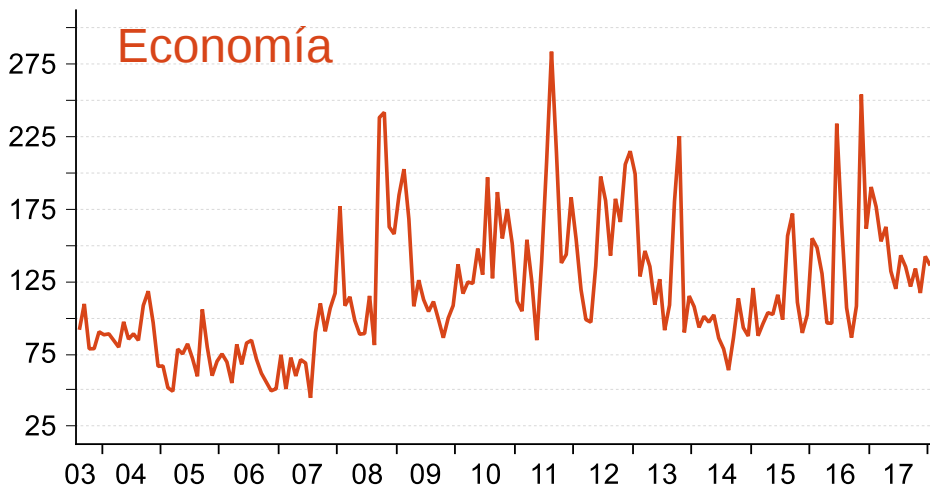
Índice de riesgo político global (GPR)



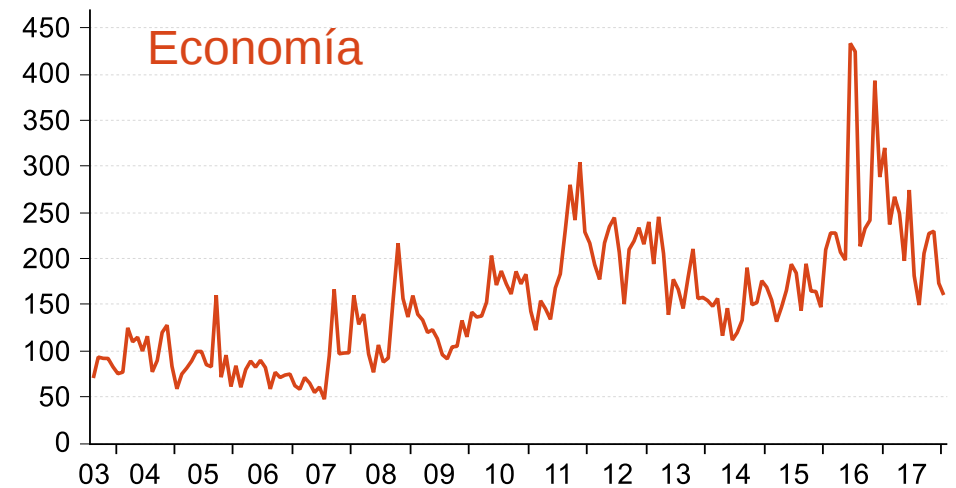
VIX



Índice de incertidumbre económica en EEUU

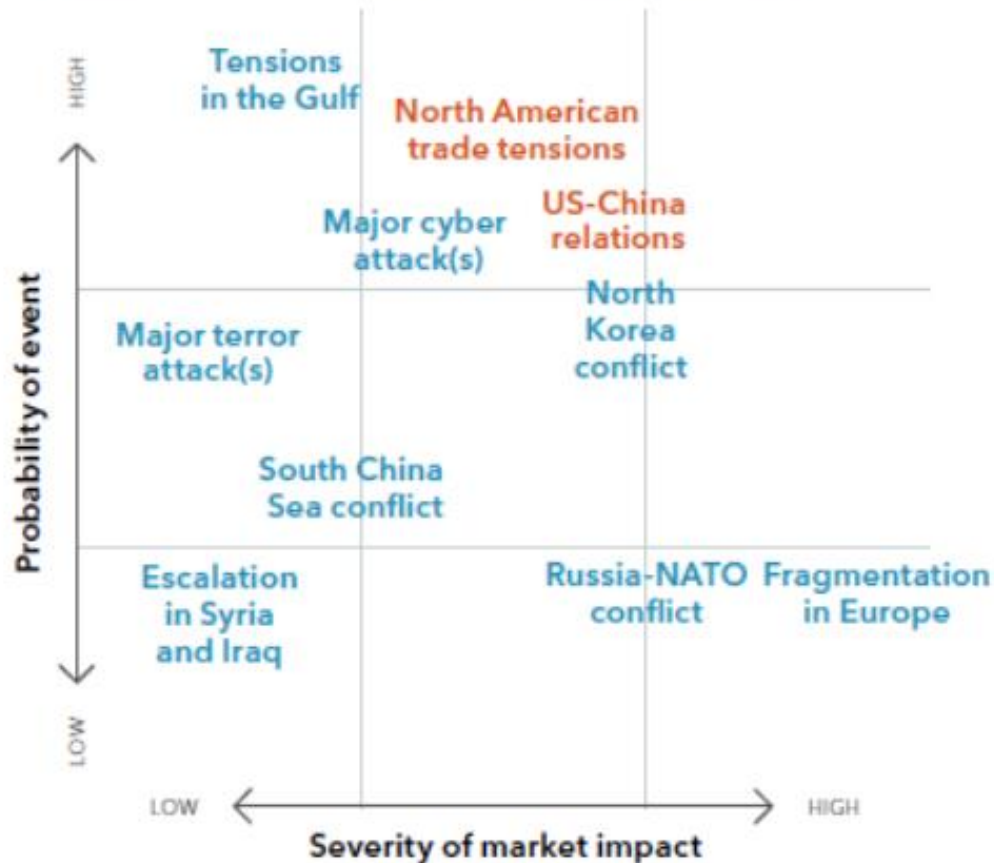


Índice de incertidumbre económica en Europa



Geopolitical perils

BlackRock's top-10 geopolitical risks, Jan. 2018



Source: BlackRock Investment Institute, January 2018. Note: The graphic depicts the BlackRock Geopolitical Risk Steering Committee's estimates of the probability and severity of the risks shown. For illustrative purposes only.

0 | Comienza la publicación de los datos del PIB

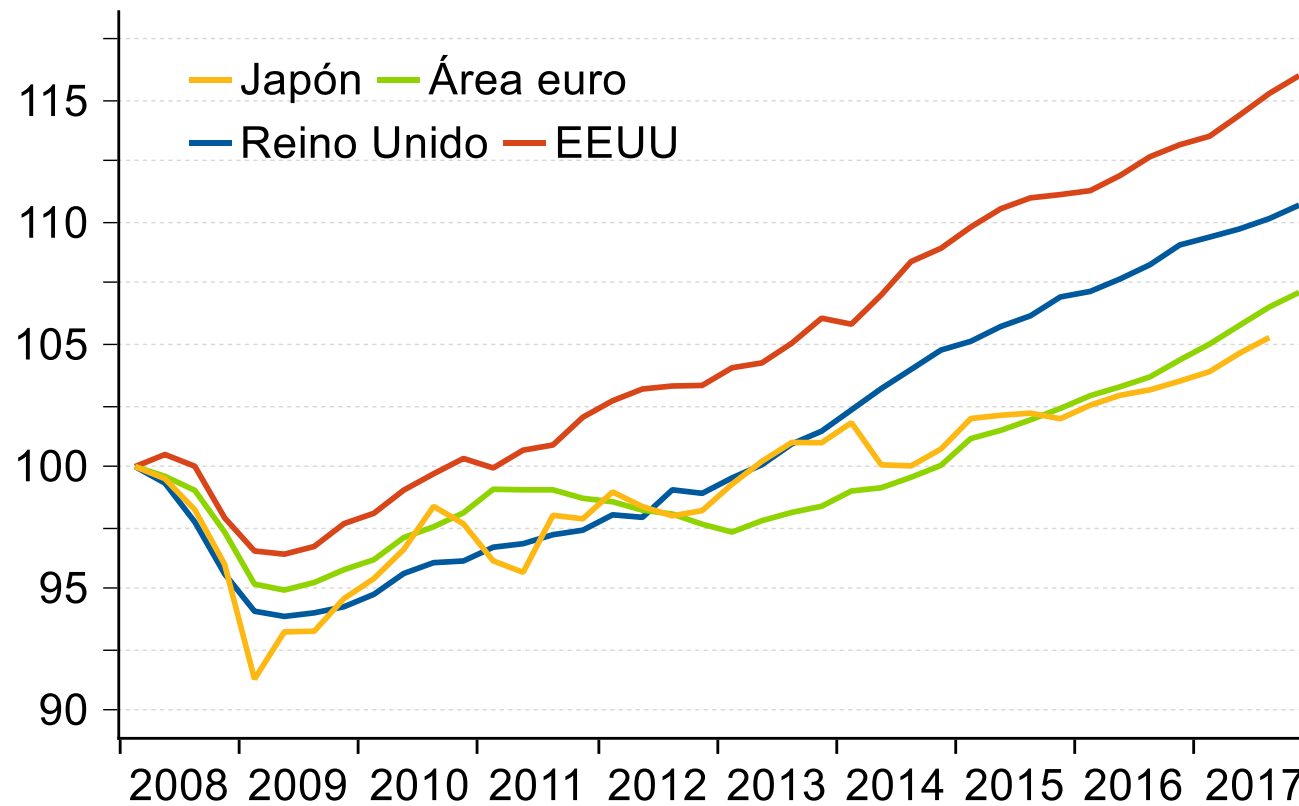
Comienza la publicación del PIB del 4T17, con ligera moderación...

Crecimiento trimestral e interanual

<i>trimestral</i>	4T 2017	ia	3T 2017	2T 2017	1T 2017
EE.UU.	0,6%	2,5%	0,8%	0,8%	0,3%
Japón	n.d	n.d	0,6%	0,7%	0,4%
Reino Unido	0,5%	1,5%	0,4%	0,3%	0,3%
UME	0,6%	2,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Alemania	n.d	n.d	0,8%	0,6%	0,9%
Francia	0,6%	2,4%	0,5%	0,6%	0,6%
España	0,7%	3,1%	0,8%	0,9%	0,8%
Italia	n.d	n.d	0,4%	0,3%	0,5%
Holanda	n.d	n.d	0,4%	1,5%	0,6%
Bélgica	n.d	n.d	0,2%	0,5%	0,7%
Portugal	n.d	n.d	0,5%	0,3%	0,9%
Grecia	n.d	n.d	0,3%	0,8%	0,7%

... que no invalida la tendencia claramente alcista

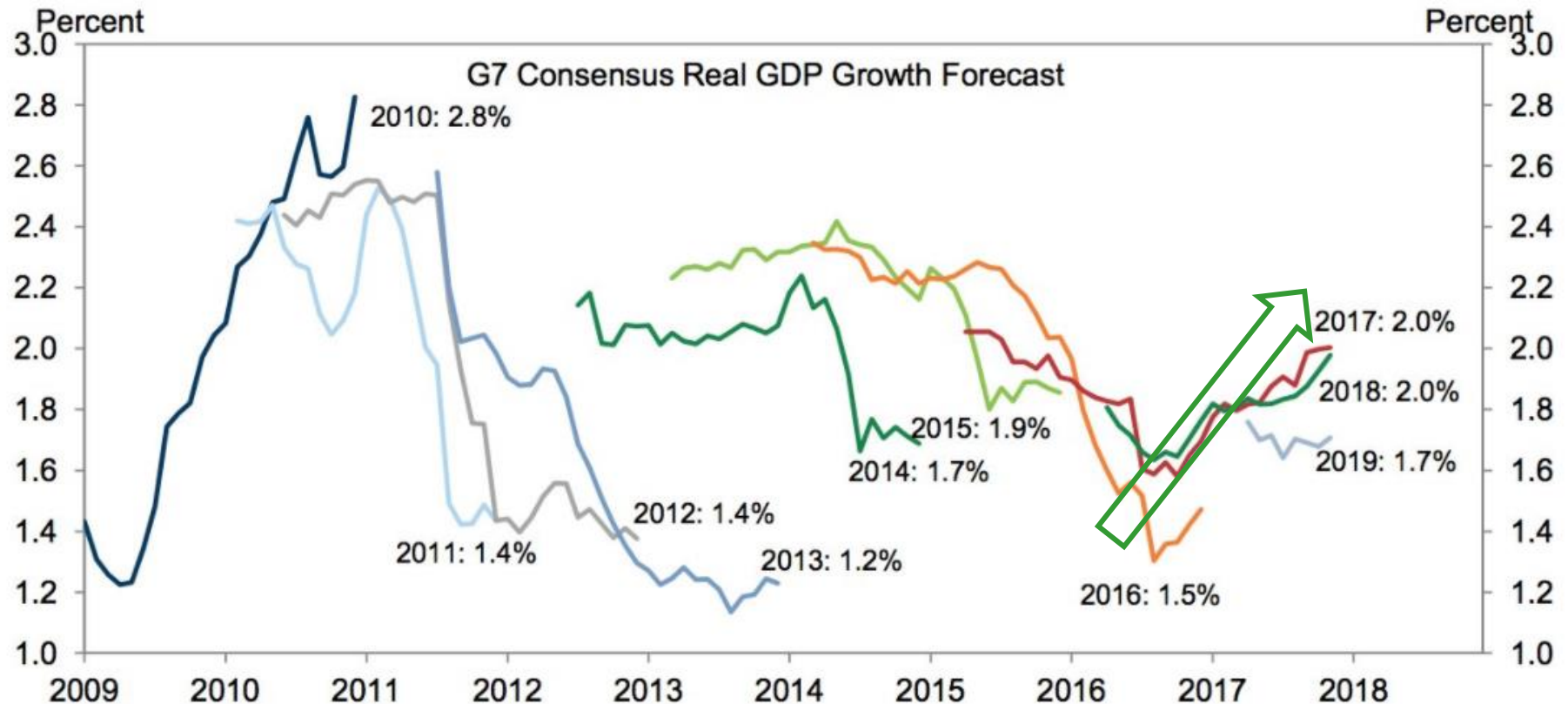
Evolución del PIB de los países del G4 (base 100 = ENE18)



1 | El contexto económico mundial es favorable

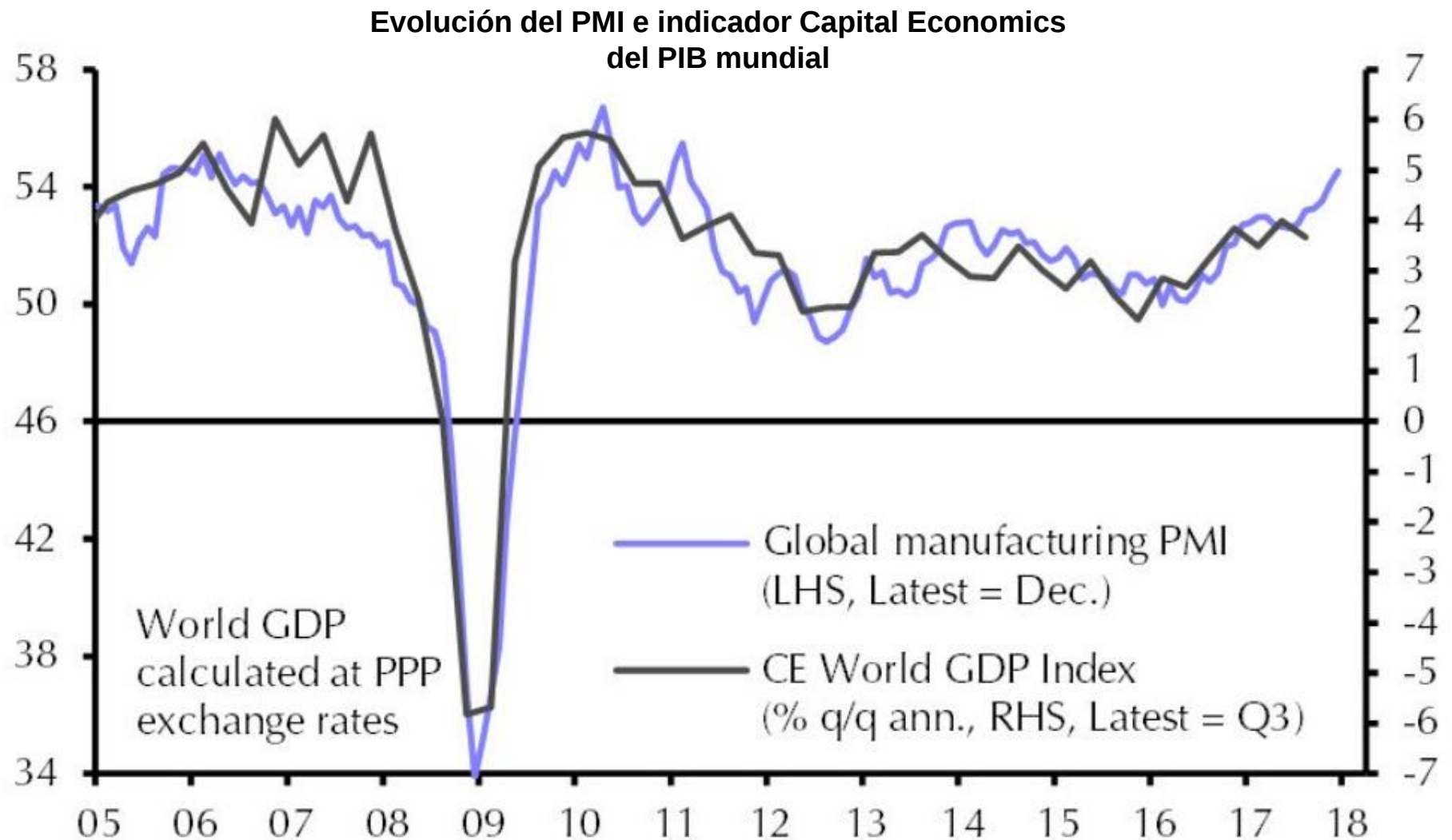
2017: el primer año desde 2010 en el que el G7 sorprendió positivamente

Exhibit 1: Global Growth Has Beaten Expectations



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

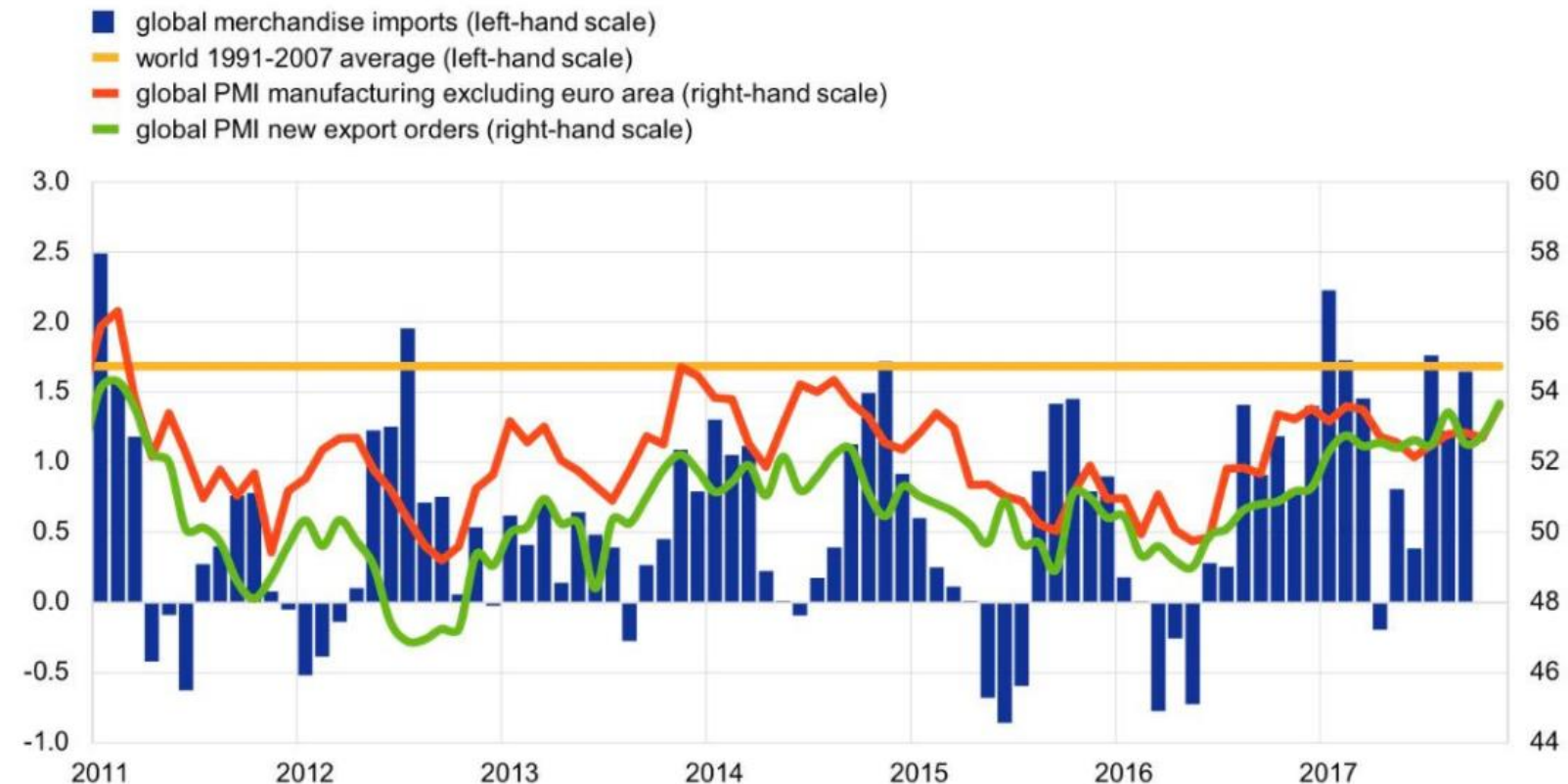
Para 2018 se puede esperar un mayor crecimiento del PIB mundial



Se acumulan varias señales en la misma dirección...

Evolución comercio mundial de bienes y del PMI

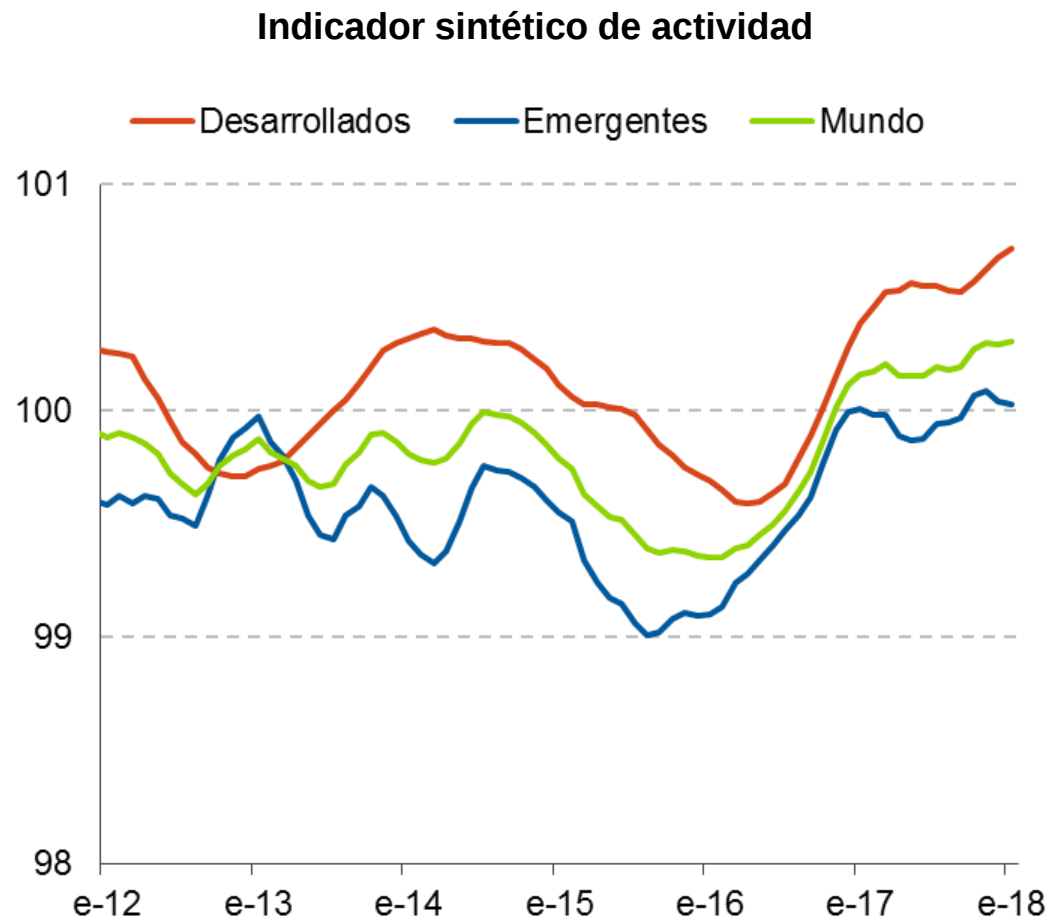
(left-hand scale: three-month-on-three-month percentage changes; right-hand scale: diffusion index)

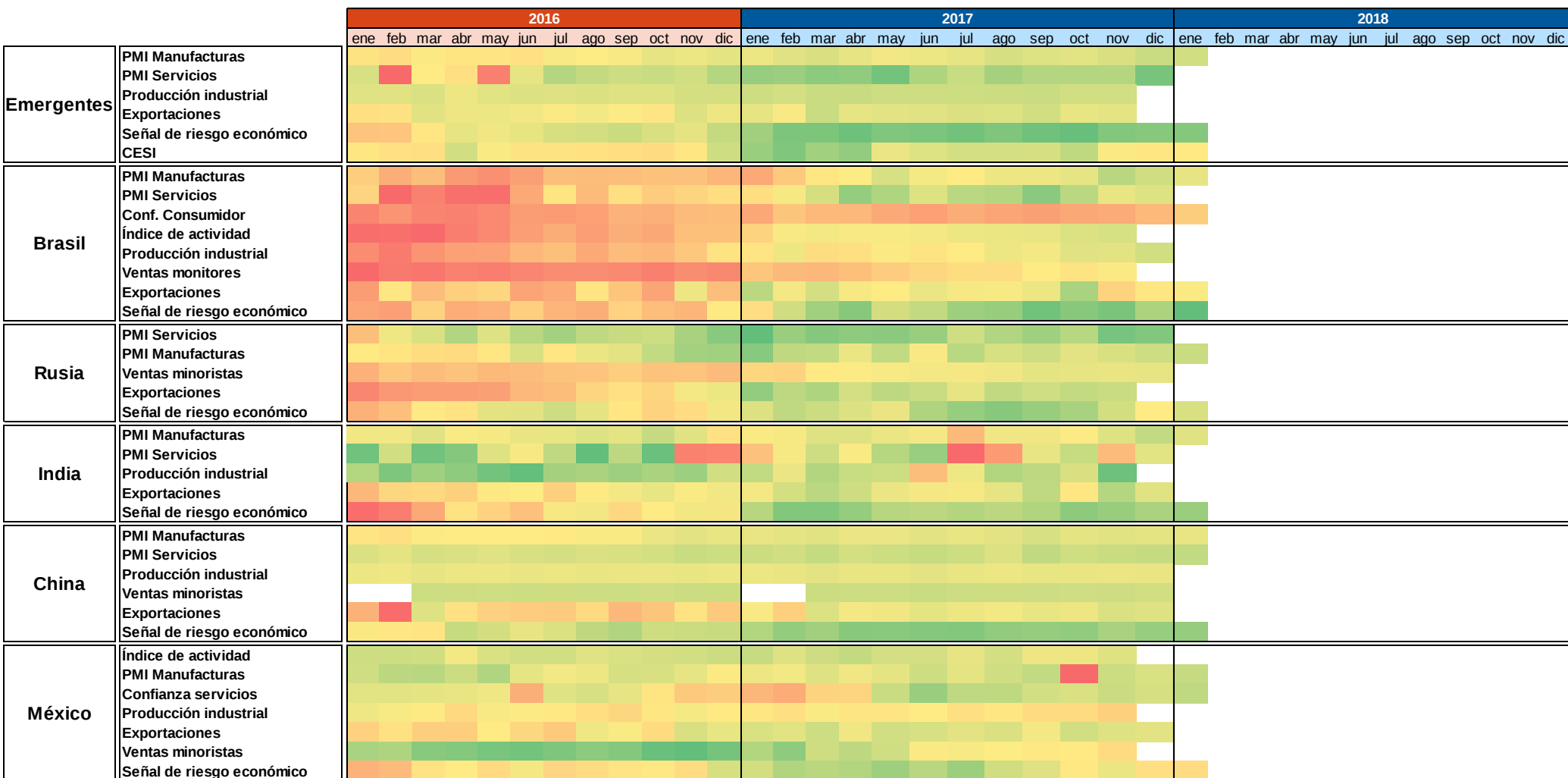


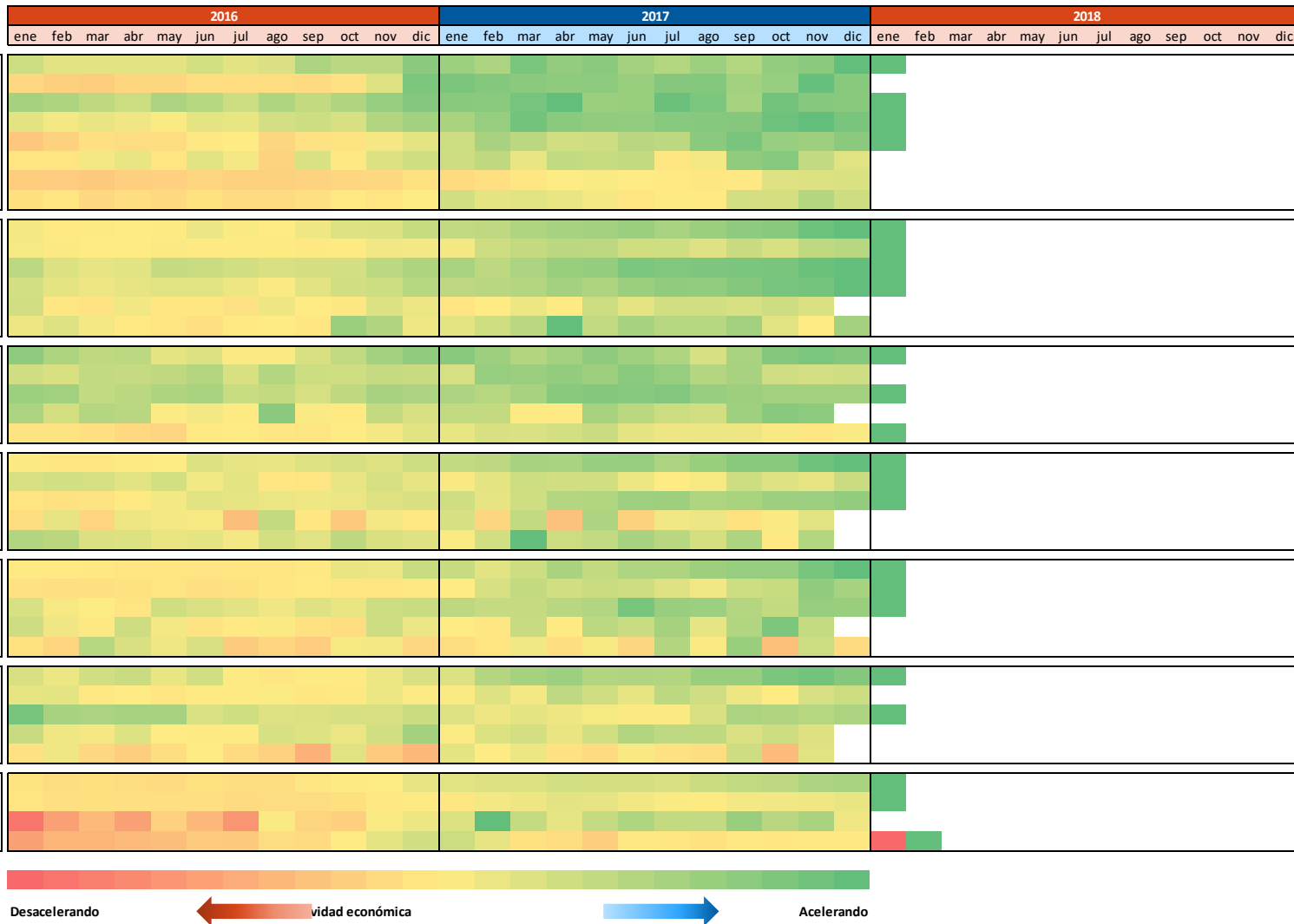
Sources: Markit, CPB and ECB calculations.

Note: The latest observations are for November 2017 (global PMI manufacturing), October 2017 (global PMI new export orders) and September 2017 (trade).

... tanto en desarrollados como en emergentes







El FMI revisa al alza su previsión de crecimiento

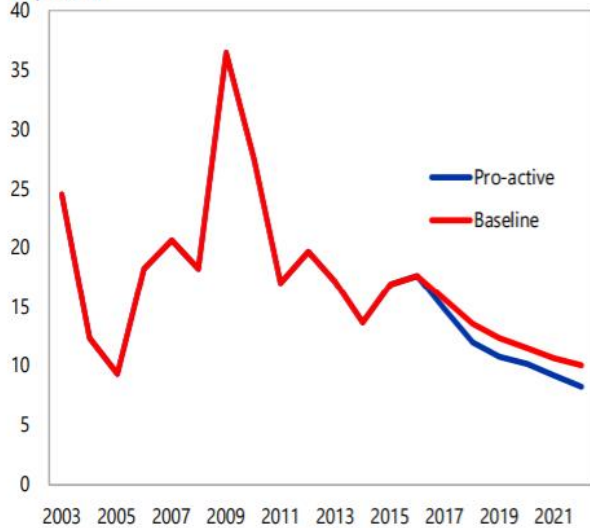
	Previsiones Afi			C. Europea (Nov. 2017)		FMI (ENE 2017)			Diferencia FMI (OCT 2017)		
	2016	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Mundo	3,2%	3,7%	3,8%	3,5%	3,7%	3,7%	3,9%	3,9%	0,1%	0,2%	0,2%
Desarrolladas	1,7%	2,3%	2,2%	2,4%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	0,1%	0,3%	0,4%
EEUU	1,5%	2,3%	2,5%	2,2%	2,3%	2,3%	2,7%	2,5%	0,1%	0,4%	0,6%
Área euro	1,8%	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%	2,4%	2,2%	2,0%	0,3%	0,3%	0,3%
Alemania	1,9%	2,6%	2,3%	2,2%	2,1%	2,5%	2,2%	2,0%	0,5%	0,5%	0,5%
Francia	1,1%	1,8%	1,8%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	0,2%	0,1%	0,0%
Italia	1,1%	1,5%	1,3%	1,5%	1,3%	1,6%	1,4%	1,1%	0,1%	0,3%	0,2%
España	3,3%	3,1%	2,8%	3,1%	2,5%	3,1%	2,4%	2,1%	0,0%	-0,1%	0,1%
Japón	0,9%	1,8%	1,6%	1,6%	1,2%	1,8%	1,2%	0,9%	0,3%	0,5%	0,1%
Reino Unido	1,9%	1,8%	1,4%	1,5%	1,3%	1,7%	1,5%	1,5%	0,0%	0,0%	-0,1%
Emergentes	4,3%	4,6%	4,9%	4,5%	4,8%	4,7%	4,9%	5,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Brasil	-3,5%	0,9%	2,0%	0,7%	1,8%	1,1%	1,9%	2,1%	0,4%	0,4%	0,1%
México	2,7%	2,3%	2,0%	2,1%	2,2%	2,0%	2,3%	3,0%	-0,1%	0,4%	0,7%
Rusia	-0,2%	1,5%	1,4%	1,7%	1,6%	1,8%	1,7%	1,5%	0,0%	0,1%	0,0%
India	7,9%	6,4%	7,7%	6,6%	7,5%	6,7%	7,4%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%
China	6,7%	6,8%	6,5%	6,8%	6,5%	6,8%	6,6%	6,4%	0,0%	0,1%	0,1%

2 | Endeudamiento empresarial en China: principal factor de riesgo

El crecimiento del PIB de China ha sido muy dependiente (cada vez más) del crédito (*credit intensity*)

Private credit growth

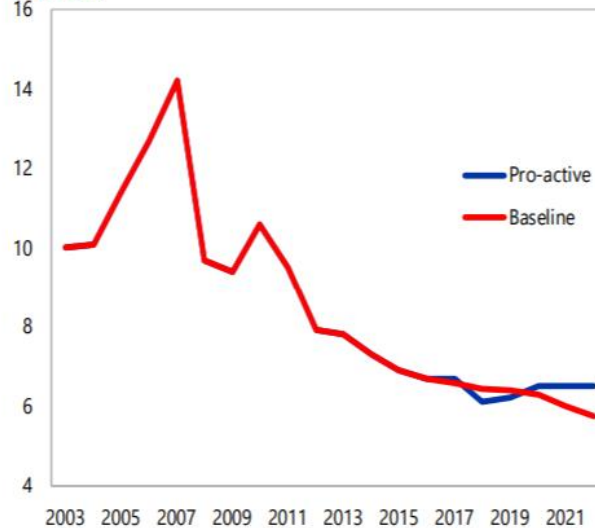
(In percent)



Sources: CEIC and IMF staff estimates.

Real GDP growth

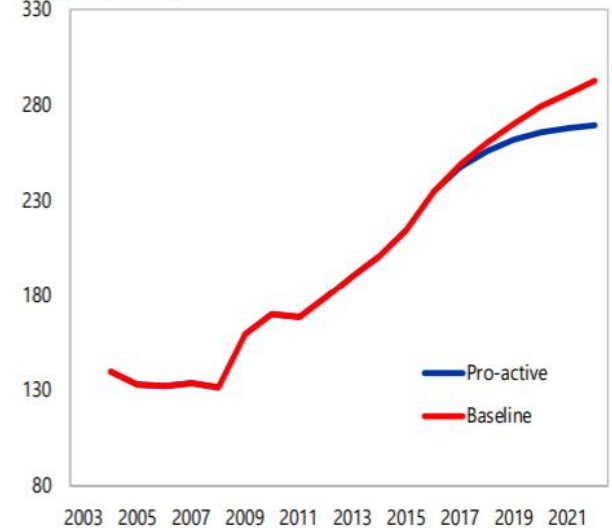
(In percent)



Sources: CEIC and IMF staff estimates.

Total domestic nonfinancial sector debt

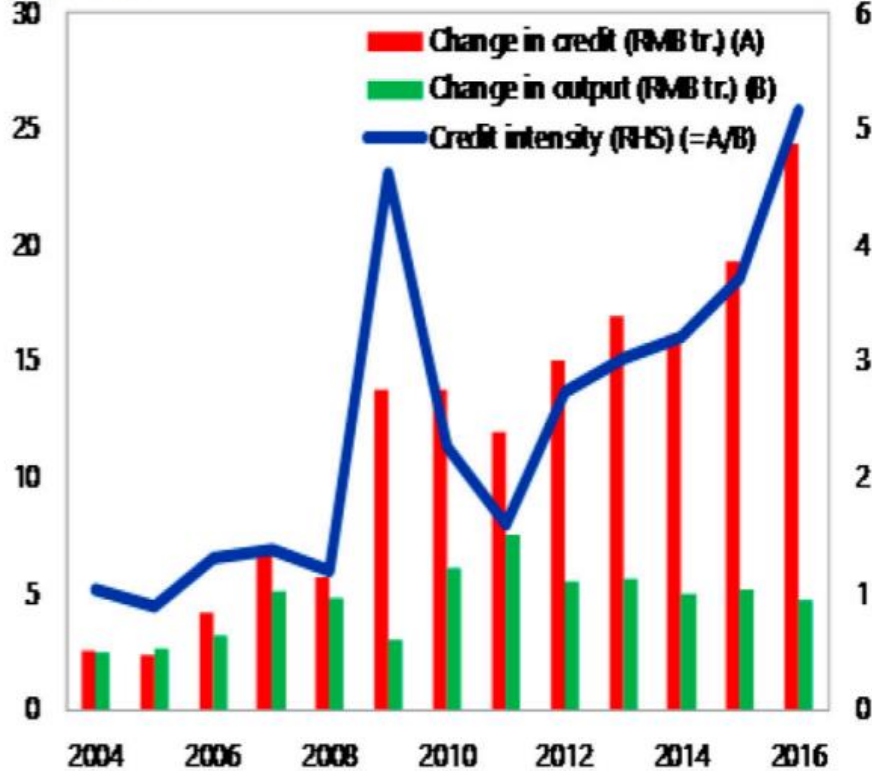
(In percent of GDP)



Sources: CEIC and IMF staff estimates.

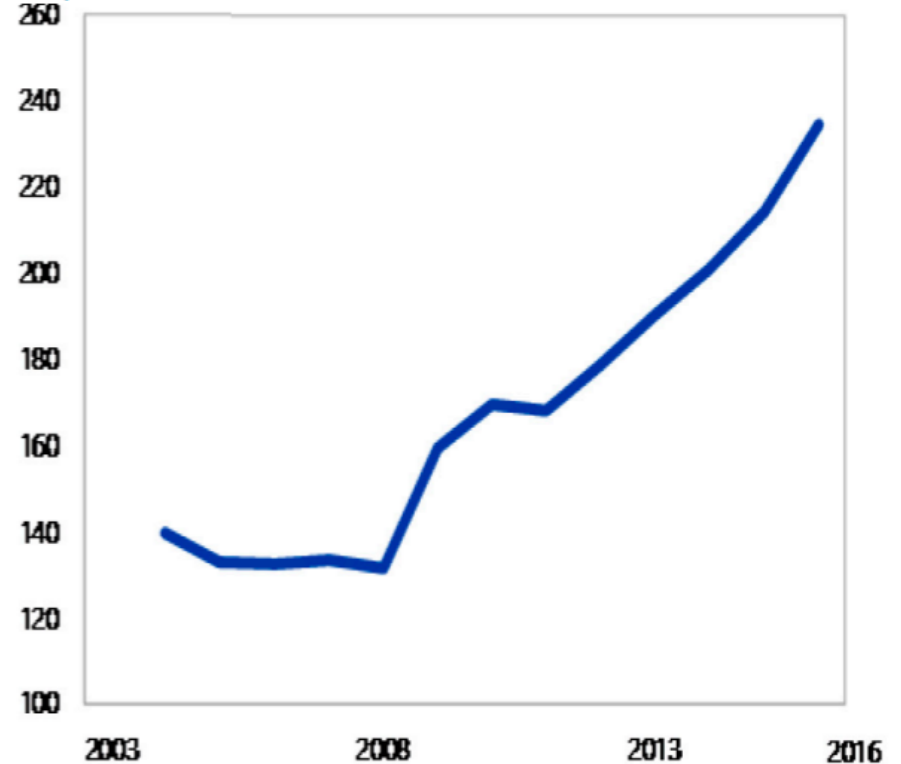
Un nuevo *working paper* advierte del elevado endeudamiento empresarial...

Credit Intensity: more credit is needed to create value added
(In percent)



Sources: CEIC and IMF staff estimates.

Total domestic nonfinancial sector debt has risen
(In percent of GDP)



Sources: CEIC and IMF staff estimates.

<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>

China's debt

% of GDP

Households
Government
Non-financial corporations



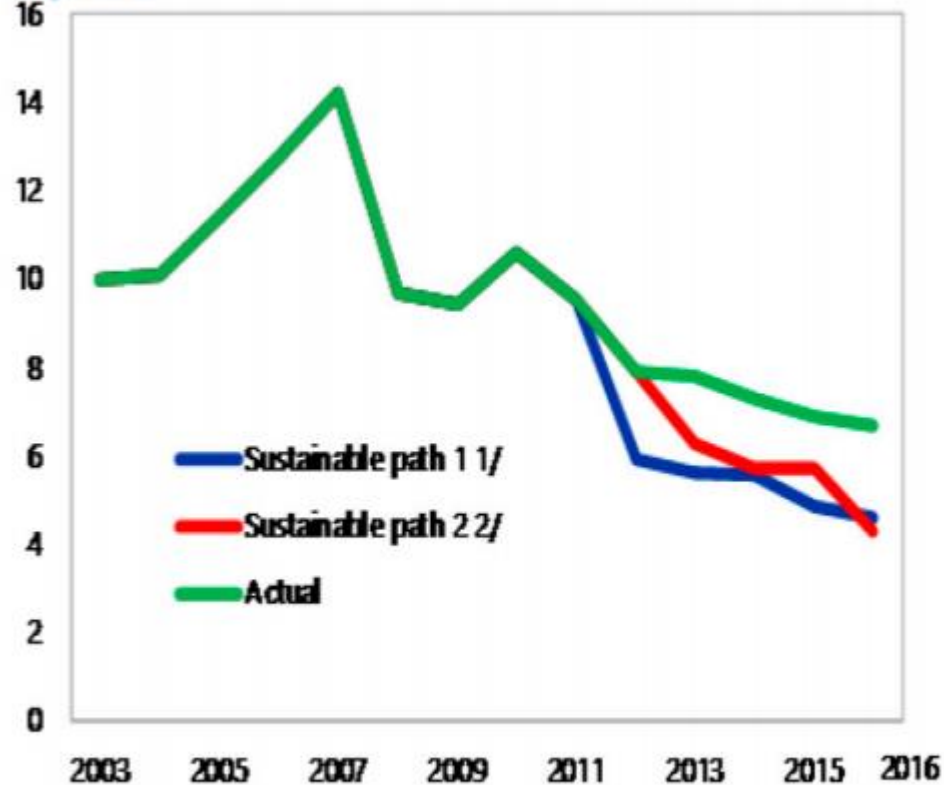
Sources: Thomson Reuters Datastream; Bank for International Settlements

© FT

... y del riesgo de impago si asistimos a una intensa desaceleración económica

Sustainable GDP growth is lower than actual growth

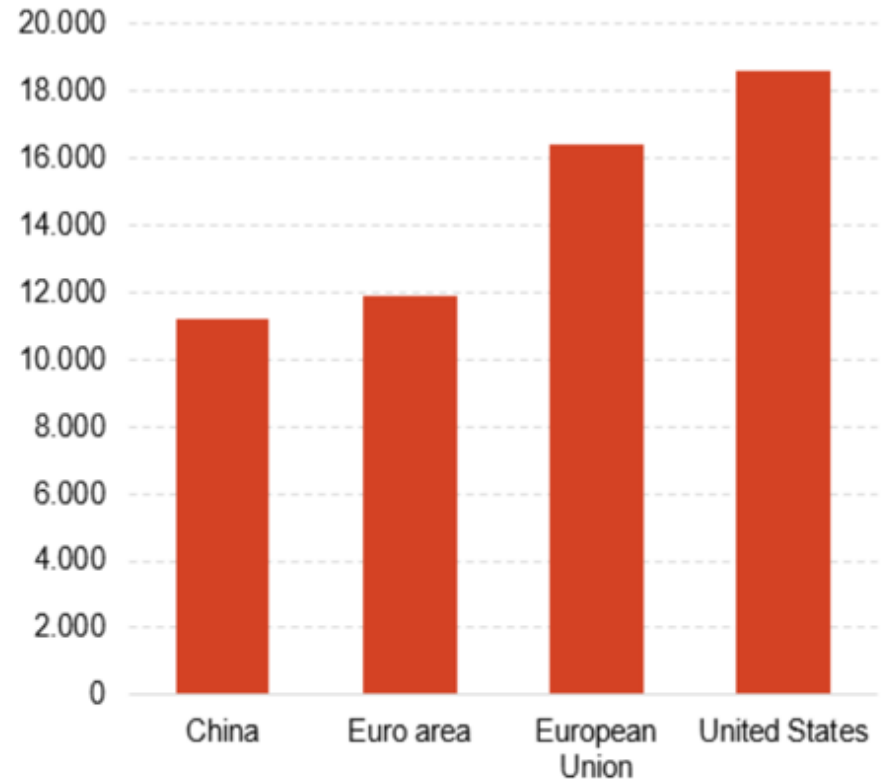
(in percent)



1/ Chen and Kang (2017).

2/ Chen, Ratnovski and Tsai (2017).

GDP 2016 (US dollars, billions)



<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>

Que de momento no se está produciendo

<i>tasa interanual</i>	dic.-16	ene.-17	feb.-17	mar.-17	abr.-17	may.-17	jun.-17	jul.-17	ago.-17	sep.-17	oct.-17	nov.-17	dic.-17
PIB	6,8	-	-	6,9	-	-	6,9	-	-	6,8	-	-	6,8
Li Kequiang (1)	10,9	10,7	10,1	12,9	11,8	10,5	10,4	11,2	12,6	9,8	9,6	8,0	7,5
Crecimiento Bloomberg (1)	7,0	7,0	6,8	7,0	7,6	7,2	7,1	7,7	7,0	6,9	7,2	7,0	6,9
Old China	2,5	3,3	3,5	2,4	3,1	3,2	4,4	4,2	4,2	3,6	3,0	2,6	n.d.
New China	8,5	9,0	8,9	8,4	9,0	9,6	10,4	10,5	10,2	9,7	10,3	11,1	n.d.
HOGARES													
Venta de vehículos	9,8	0,8	22,7	4,2	-1,8	0,2	4,9	6,4	5,6	5,7	2,0	0,6	0,2
Ventas minoristas	10,9	10,9	10,9	10,9	10,7	10,7	11,0	10,4	10,1	10,3	10,0	10,2	9,4
Pasajeros aéreos	14,5	17,5	9,7	13,9	10,0	15,4	15,1	11,6	8,7	11,6	11,6	17,0	n.d.
INDUSTRIA													
Tráfico en puertos	3,4	6,4	4,3	9,3	7,2	8,6	6,3	7,4	5,4	7,1	6,2	2,8	n.d.
Generación de electricidad	8,5	7,0	7,0	8,2	7,3	6,7	6,0	9,8	5,8	6,2	3,3	3,2	6,9
Producción industrial	6,0	6,0	6,3	7,6	6,5	6,5	7,6	6,4	6,0	6,6	6,2	6,1	6,2
Tráfico de mercancías	9,8	10,4	19,4	17,3	15,4	14,0	16,5	17,7	13,1	9,2	4,8	0,9	n.d.
Producción MMPP (2)	0,7	1,8	2,8	-2,6	-1,5	-2,5	-2,6	-1,2	0,2	-0,9	-0,7	-2,7	n.d.
INMOBILIARIO													
Consumo de cemento	1,7	-	-	-0,2	-	-	1,6	-	-	0,6	-	-	n.d.
Venta de viviendas	-4,7	-42,4	57,3	-17,6	-56,6	-51,1	-65,2	-62,2	-64,3	-70,6	-66,1	-47,5	-49,8
Espacio para construir	-0,4	-0,4	1,7	1,4	1,3	1,2	1,5	1,3	1,1	0,9	0,3	0,4	n.d.
CONFIANZA													
PMI de manufacturas	51,9	51,0	51,7	51,2	50,3	49,6	50,4	51,1	51,6	51,0	51,0	50,8	51,5
PMI de servicios	53,4	53,1	52,6	52,2	51,5	52,8	51,6	51,5	52,7	50,6	51,2	51,9	53,9
PMI de manufacturas oficial	51,4	51,3	51,6	51,8	51,2	51,2	51,7	51,4	51,7	52,4	51,6	51,8	51,6
PMI de servicios oficial	53,2	53,5	53,2	54,2	52,6	53,5	53,8	53,1	52,6	54,4	53,5	53,6	53,4
CRÉDITO Y RESERVAS													
Reservas (3)	3.010,5	2.998,2	3.005,1	3.009,1	3.029,5	3.053,6	3.056,8	3.080,7	3.091,5	3.108,5	3.109,2	3.119,3	3.139,9
Crédito al sector privado (4)	210,6	-	-	210,8	-	-	210,2	-	-	n.d.	-	-	n.d.
SECTOR EXTERIOR													
Exportaciones (USD)	-6,2	7,0	-2,1	15,7	7,0	8,0	10,9	6,6	5,2	8,1	6,8	12,3	10,9
Importaciones (USD)	3,1	17,1	38,4	20,1	11,5	14,0	17,0	11,0	13,3	18,7	17,2	17,7	4,5
Exportaciones (CNY)	0,6	15,0	3,3	21,6	13,3	14,7	16,9	10,6	6,6	9,1	6,0	10,3	7,4
Importaciones (CNY)	10,8	25,7	45,1	26,1	18,2	21,2	23,0	14,6	14,4	19,4	15,9	15,6	0,9
DIVISAS													
CNH/USD	6,9	7,0	6,8	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6
CNY/USD	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,7	6,6	6,6
Gap CNY - CNH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CNY/EUR	7,3	7,3	7,4	7,2	7,4	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,9	7,7	7,9
CFETS	96,6	96,8	96,1	97,0	96,5	95,5	95,7	95,1	94,3	96,8	95,5	96,8	95,8

(1) Proxies de crecimiento del PIB de China

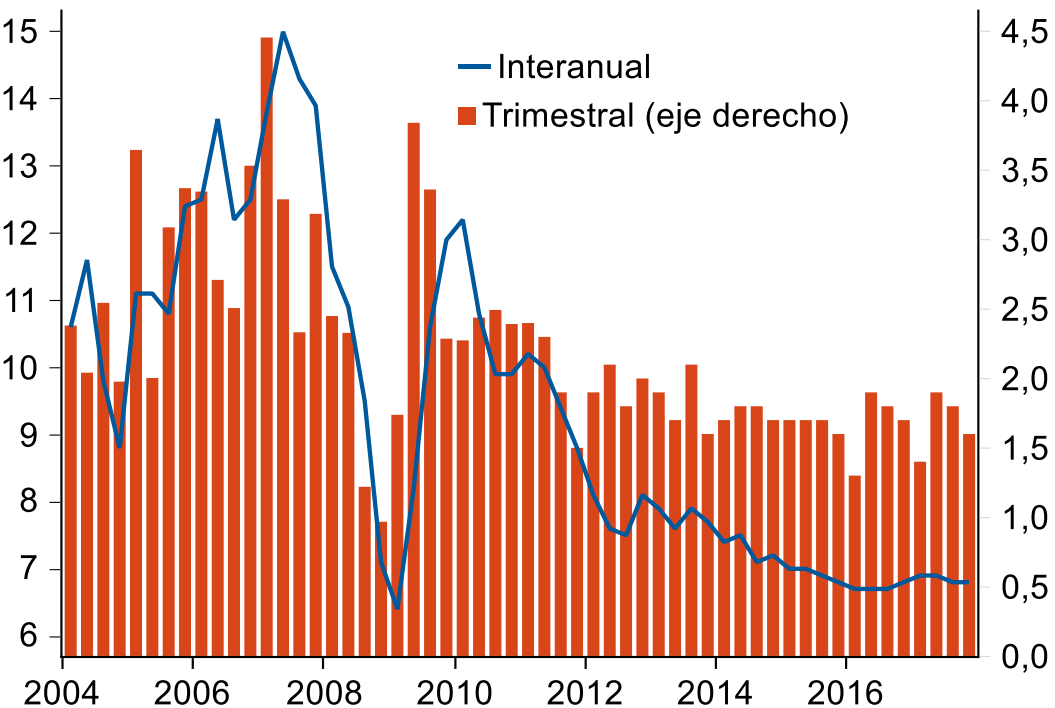
(2) Tasa mensual

(3) Miles de millones de dólares

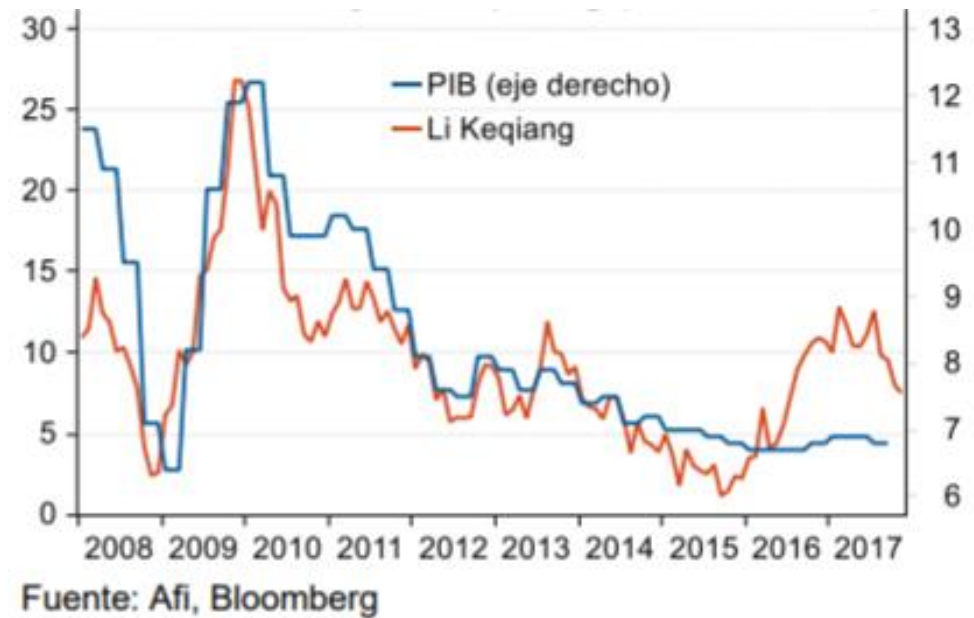
(4) Porcentaje sobre el PIB

El PIB avanza al 6,8%

Crecimiento interanual y trimestral de China (%)

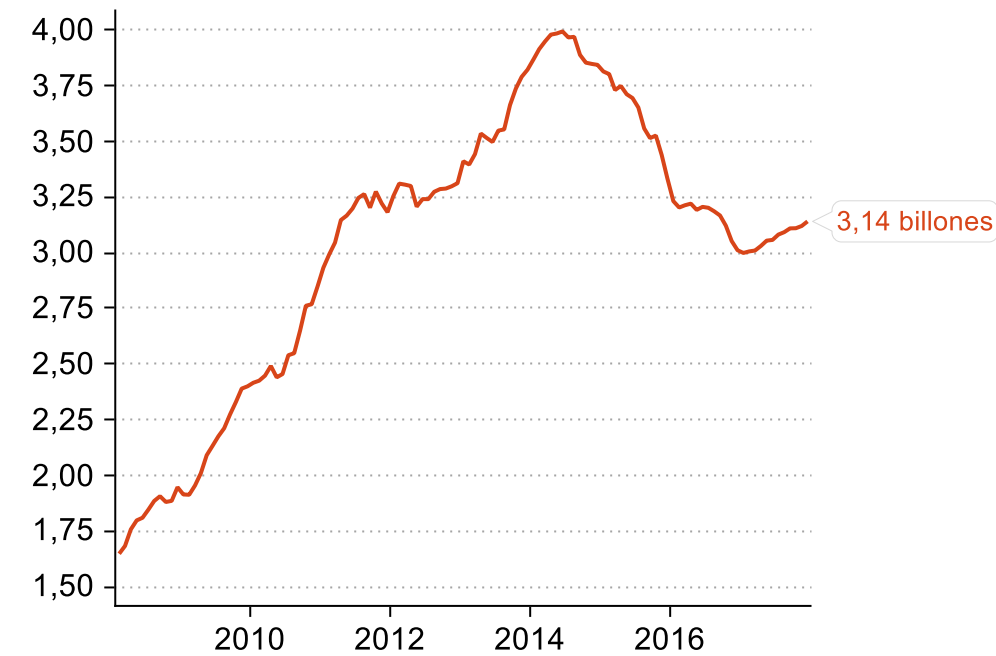


Crecimiento ia del PIB de China y Li Keqiang

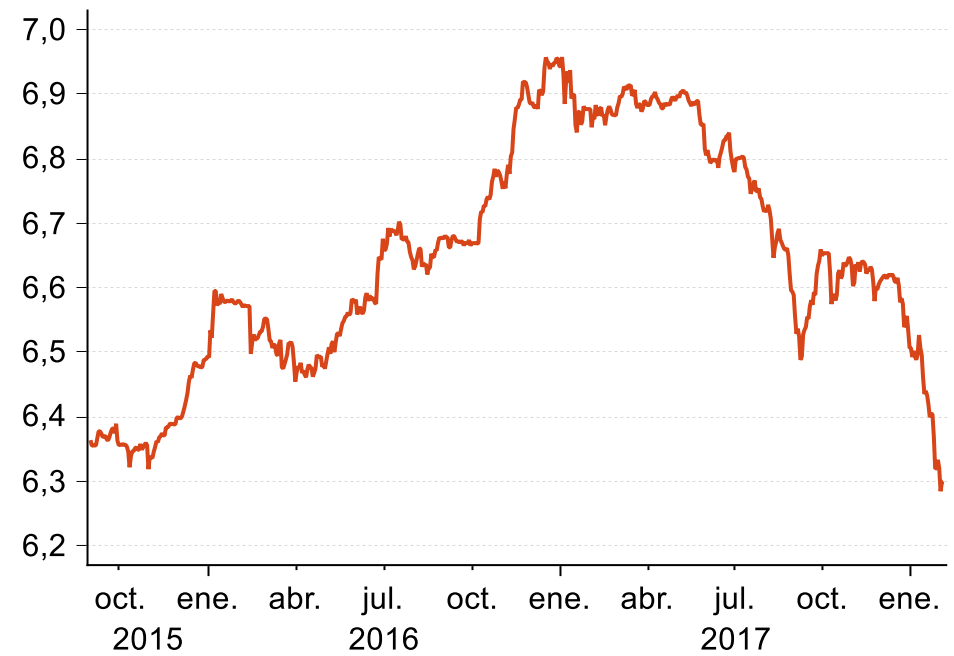


Las variables financieras también aportan señales de “tranquilidad”

Volumen de reservas de China (miles de millones USD)



CNY/USD

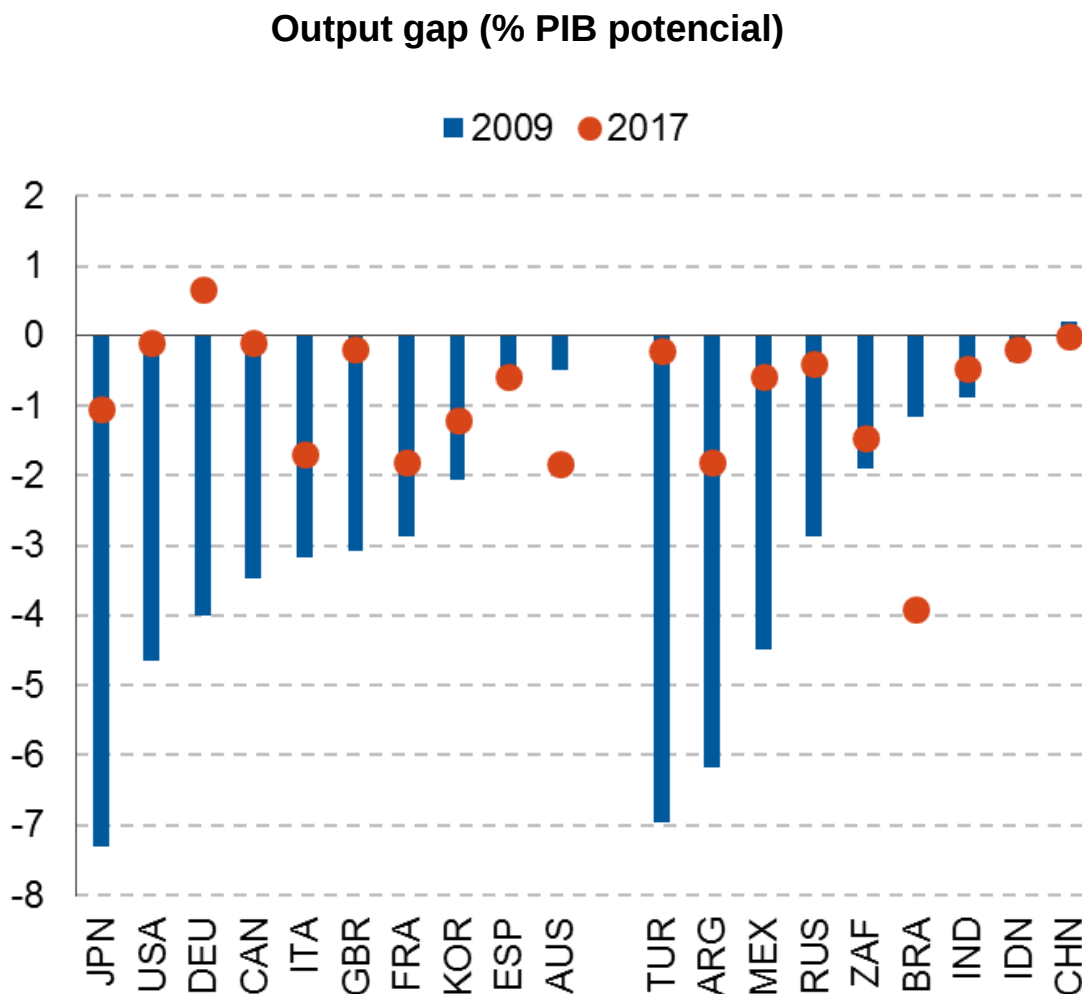


La renta variable retoma las subidas



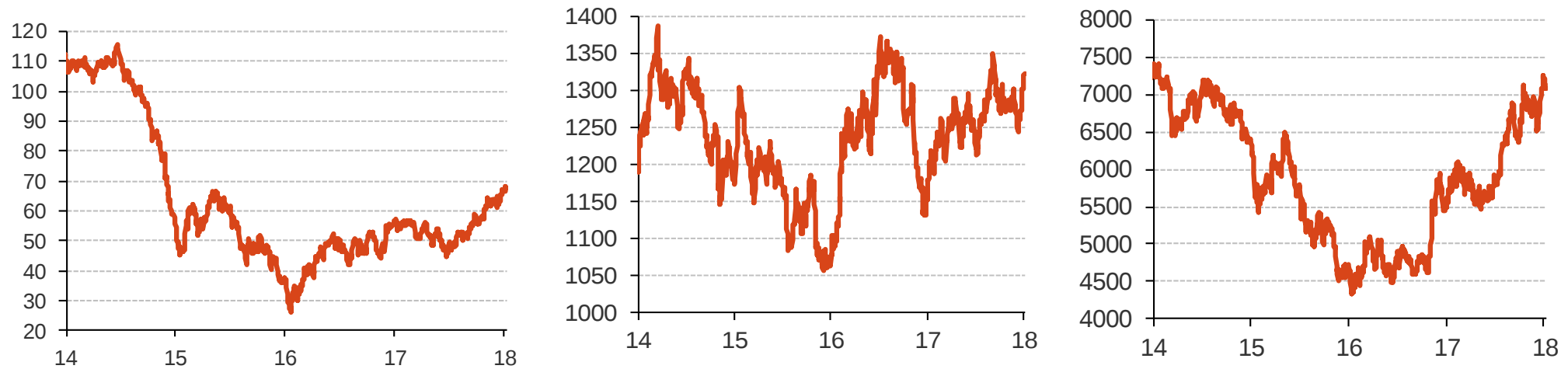
3 | Inflación: se acumulan evidencias para pensar en un repunte en el corto plazo.

A medida que se consolida el crecimiento se cierra el *output gap*...

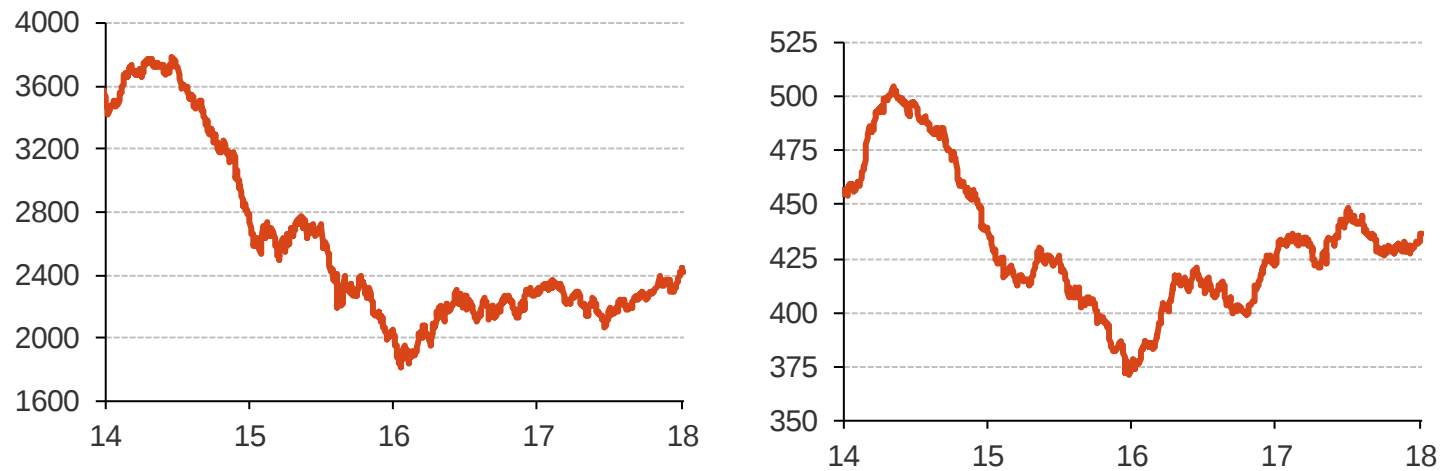


... en un contexto de leve encarecimiento de las materias primas...

Evolución del precio del petróleo, oro y cobre

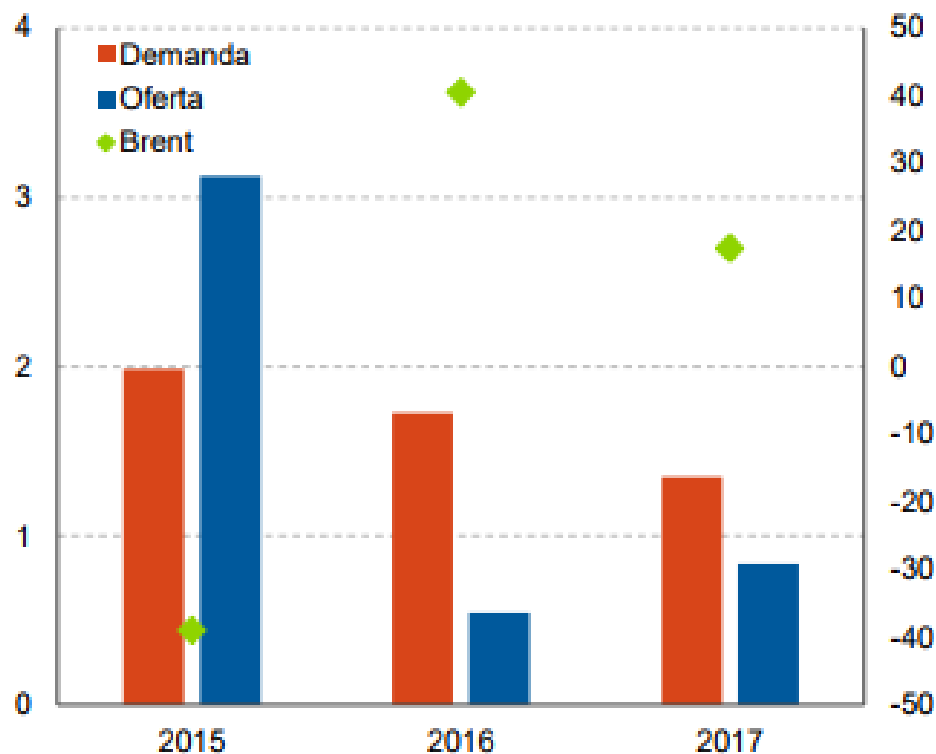


Evolución del RICI y del CRB



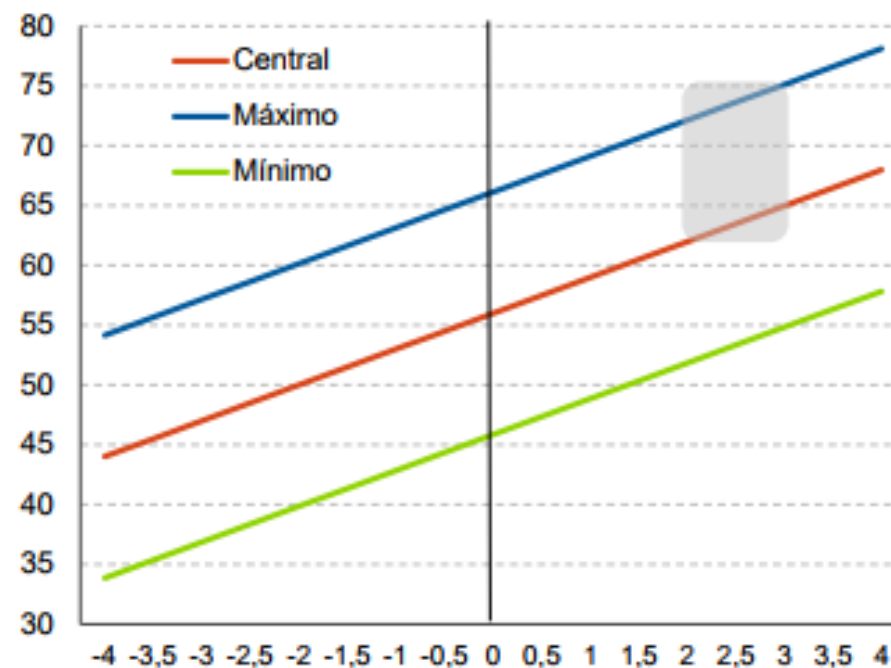
... que en el caso del petróleo podría continuar...

Gráfico 1. Demanda y la oferta de crudo (%) y variación del precio del Brent (dcha, %)



Fuente: Afi, Bloomberg

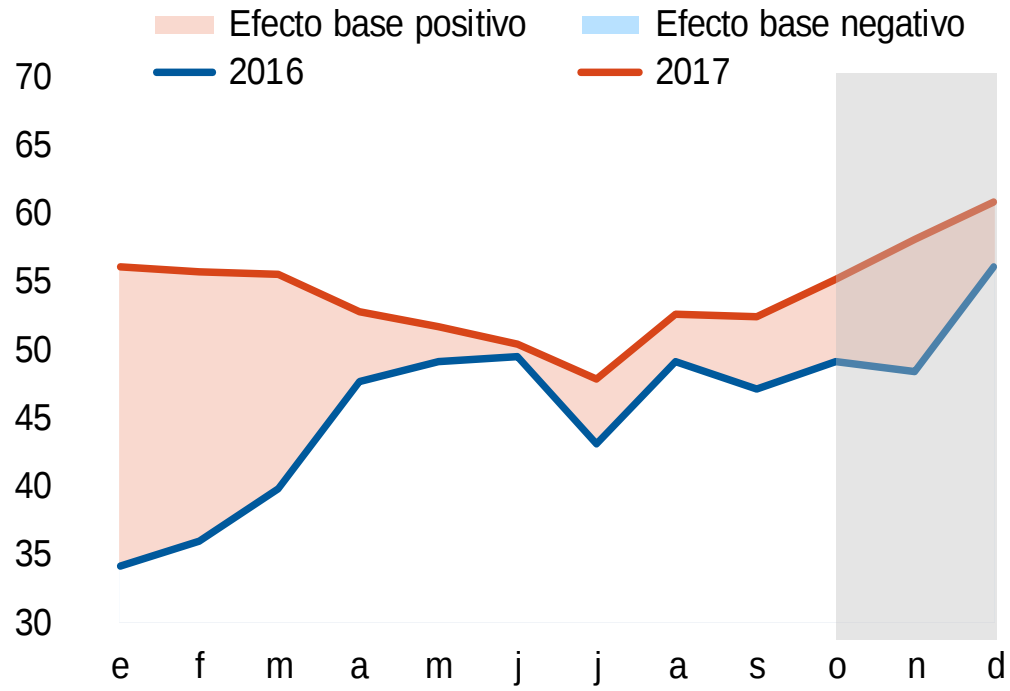
Gráfico 4. Exceso de oferta (negativo) o demanda (positivo) en millones de barriles y precio del Brent (dólares por barril). Estimaciones Afi



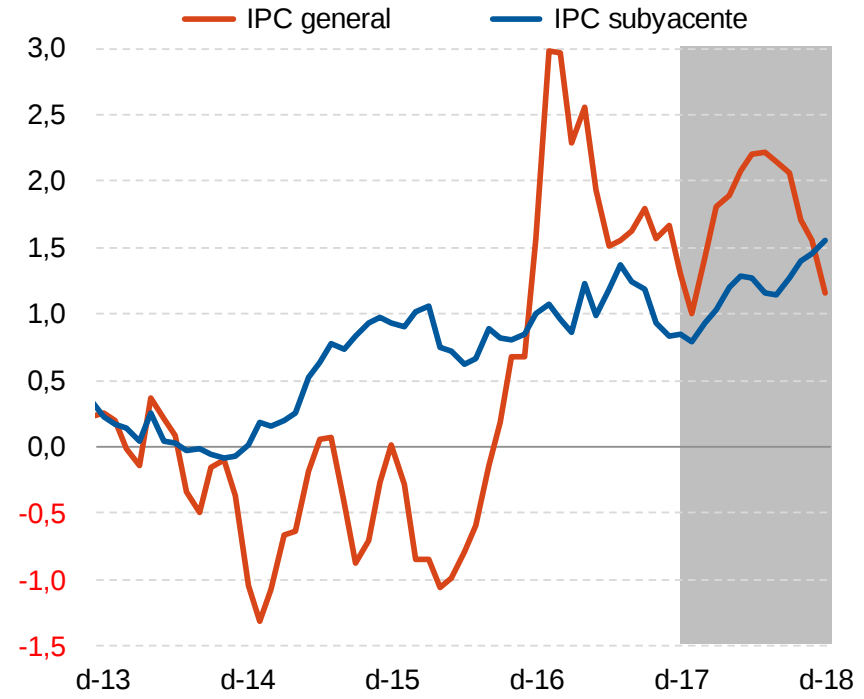
Fuente: Afi, Macrobond

... presionando al alza vía “efecto base interanual”...

Precio Brent y efecto base (USD)

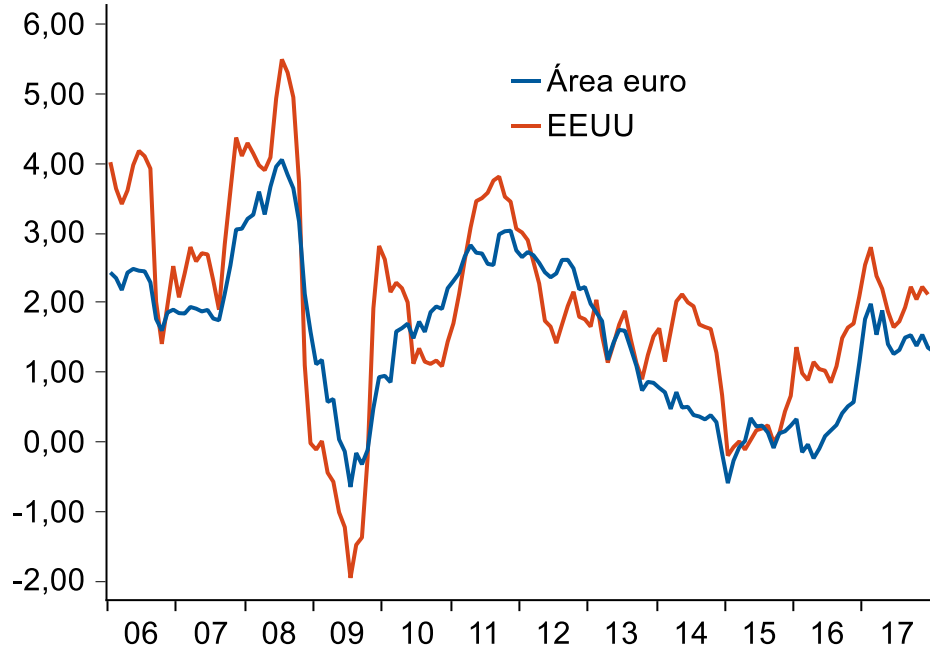


Variación interanual del IPC e IPC subyacente (%)

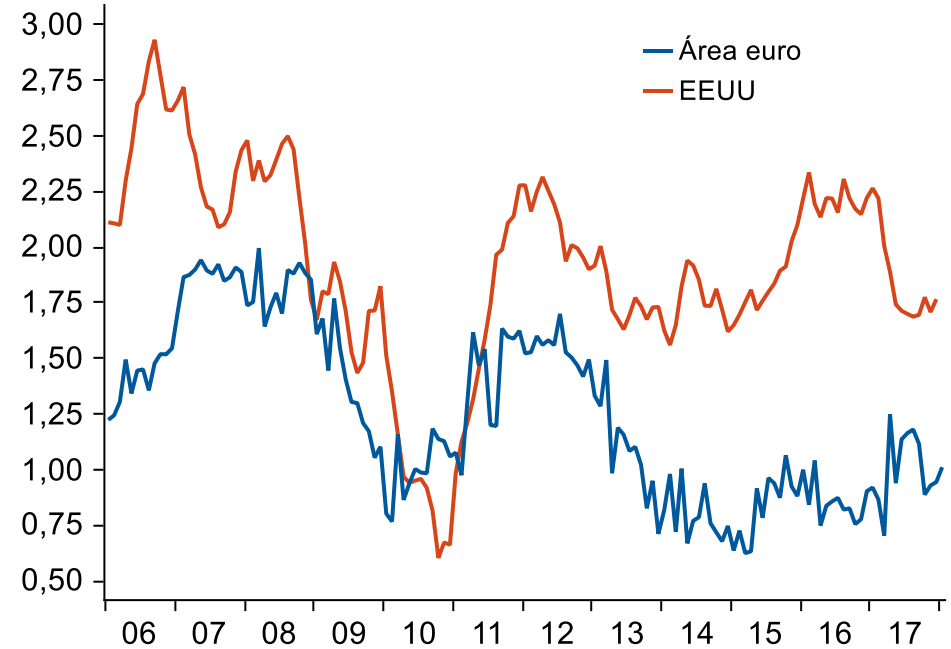


... asistiendo a un alza de las tasas interanuales.

Inflación general de EEUU y área euro (%)



Inflación subyacente de EEUU y área euro (%)



Pero los bancos centrales no ven el riesgo de inflación...

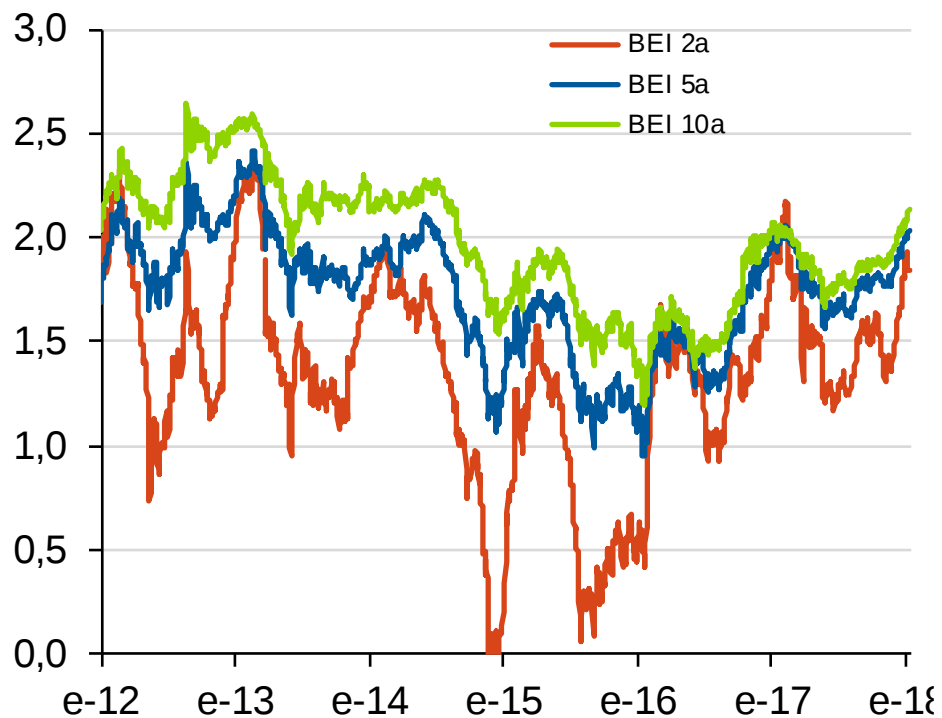
Proyecciones de inflación general y subyacente de Fed y BCE (2017-2019)

Variable		2017	2018	2019	2020
BCE	HICP	1.50	1.40	1.50	1.70
	HICP core*	1.00	1.10	1.50	1.80
Fed	PCE	1.70	1.90	2.00	2.00
	PCE core	1.50	1.90	2.00	2.00

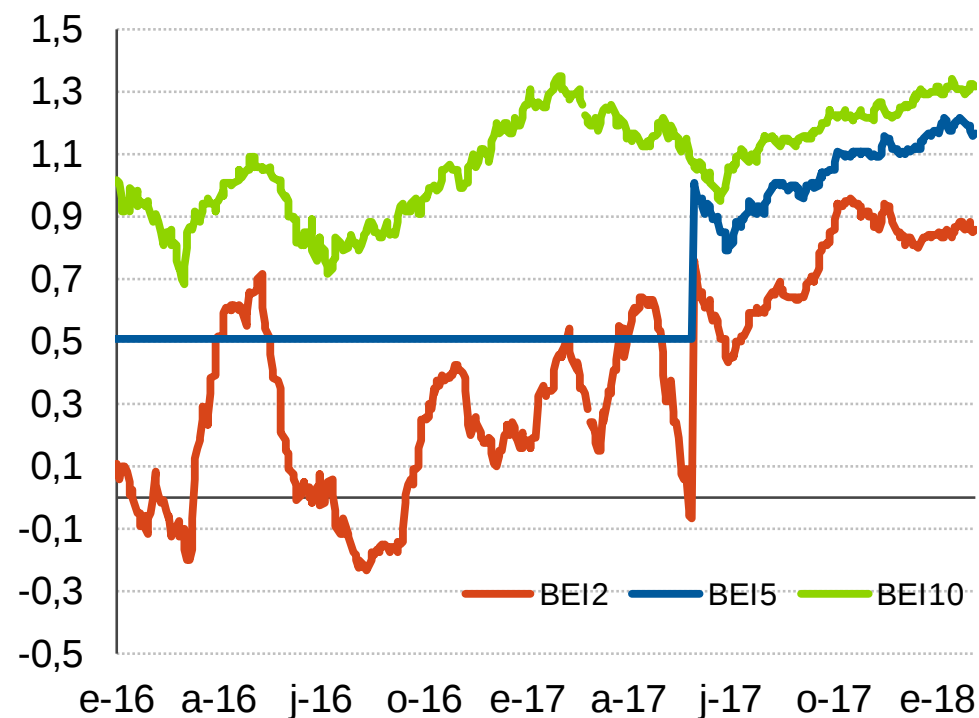
(*) *Ex energy and food*

Repunte de los breakeven de inflación

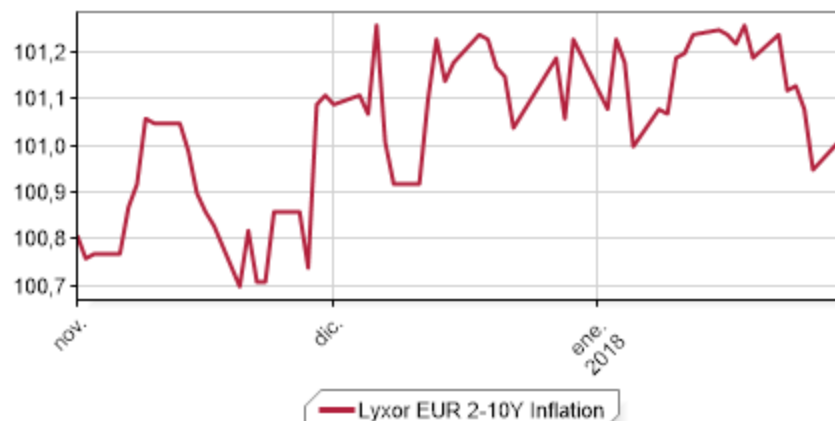
BEI EEUU (%)



BE Euro (%)

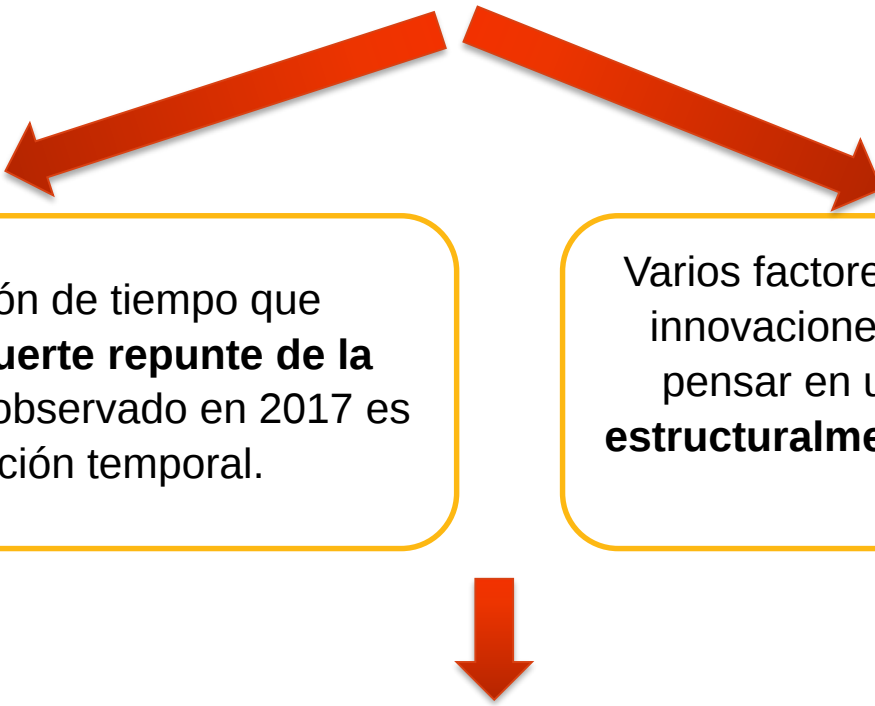


Repunte de los breakeven de inflación



Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2018% ▼	Fecha
Lyxor EUR 2-10Y Inflation	RAC	-0,3	0,1	-1,2	-	-	-0,3	30/01
Lyxor US 10Y Inflation	GALT	-2,0	-4,0	-12,2	-	-	-2,0	30/01

Escenarios para la inflación



Es sólo cuestión de tiempo que asistamos a un **fuerte repunte de la inflación** y que lo observado en 2017 es una contención temporal.

Varios factores, entre ellos las intensas innovaciones tecnológicas, permiten pensar en unas **tasas de inflación estructuralmente bajas** en los próximos años.

El escenario más probable seguramente sea uno intermedio: ***es sólo cuestión de tiempo que regrese la inflación pero no tenemos por qué asistir a una elevación intensa gracias al cambio estructural de la economía mundial*** que puede permitir hacer frente a un aumento de la demanda agregada sin provocar excesivas fricciones en los precios de los bienes y servicios.

4 | La Fed podría acelerar el ritmo de normalización de su política monetaria convencional.

Ligera aceleración del crecimiento interanual en el 4T17

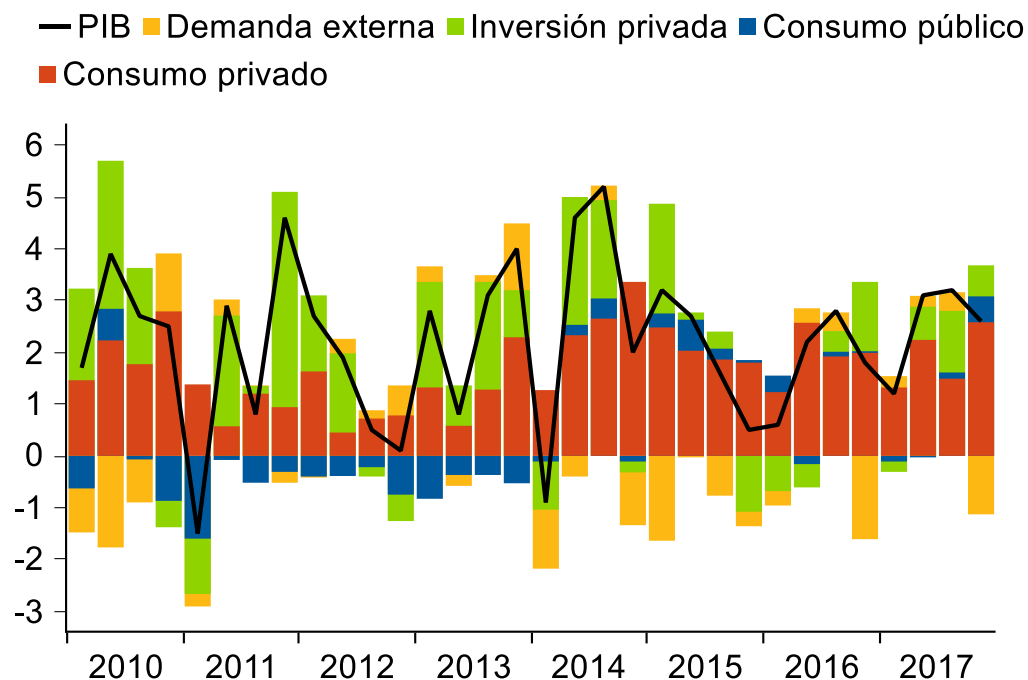
Tasa interanual (%)	d-17	s-17	j-17	m-17
PIB	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%
Consumo privado	2,8%	2,6%	2,7%	2,9%
FBCF privada	5,4%	3,8%	3,6%	3,2%
Inversión no residencial	6,3%	4,6%	4,3%	3,5%
Inversión residencial	2,3%	1,2%	1,3%	2,0%
Consumo e inversión públicos	0,7%	0,0%	0,0%	-0,2%
Existencias (1)	-0,2	-0,3	0,2	0,5
Demanda interna (1)	2,6	2,5	2,4	2,2
Exportaciones	4,9%	2,2%	3,2%	3,1%
Importaciones	4,6%	3,2%	4,1%	3,8%
Demanda externa (1)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2

(1) Aportación al crecimiento interanual del PIB

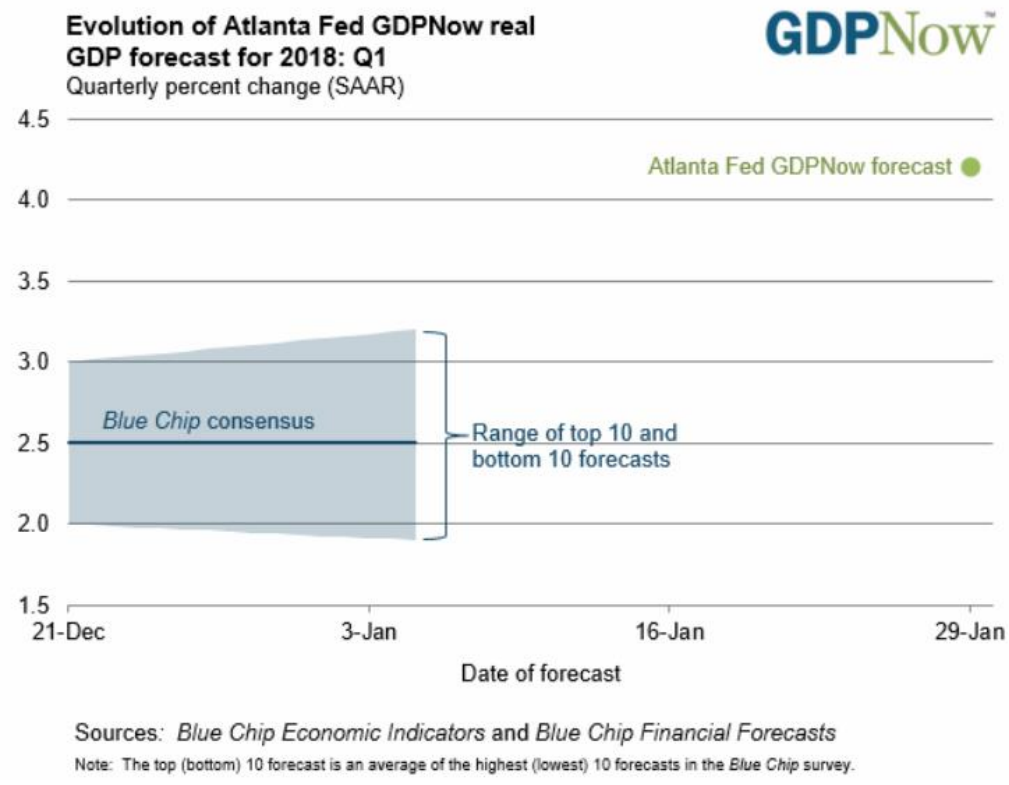
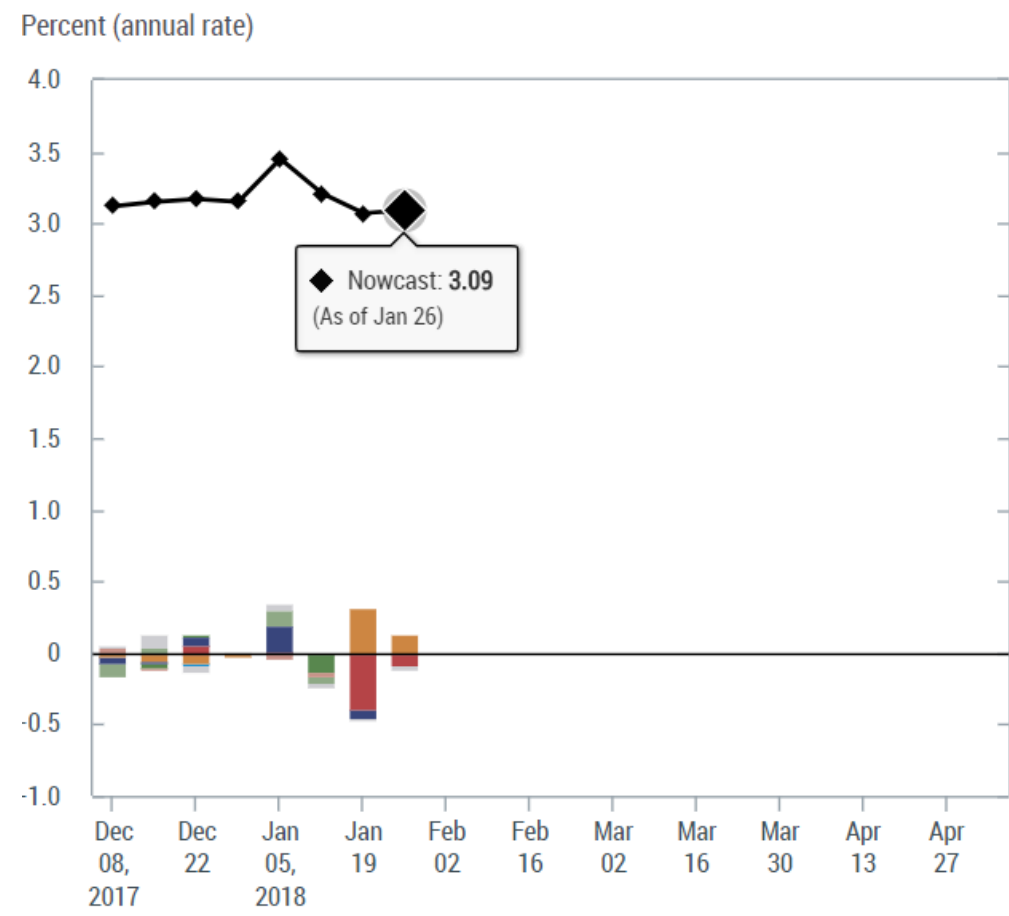
Tasa trimestral (%)	d-17	s-17	j-17	m-17
PIB	0,6%	0,8%	0,8%	0,3%
Consumo privado	0,9%	0,5%	0,8%	0,5%
FBCF privada	1,9%	0,6%	0,8%	2,0%
Inversión no residencial	1,7%	1,1%	1,6%	1,7%
Inversión residencial	2,8%	-1,2%	-1,9%	2,7%
Consumo e inversión públicos	0,7%	0,2%	0,0%	-0,2%
Existencias (1)	-0,2	0,0	0,0	-0,4
Demanda interna (1)	0,9	0,7	0,7	0,3
Exportaciones	1,7%	0,5%	0,9%	1,8%
Importaciones	3,3%	-0,2%	0,4%	1,1%
Demanda externa (1)	-0,2	0,1	0,0	0,0

(1) Aportación al crecimiento trimestral del PIB

PIB de EEUU y aportaciones al crecimiento TA (%)



En el 1T18 podríamos asistir a un mayor crecimiento del PIB (0,7% - 1,0% T)

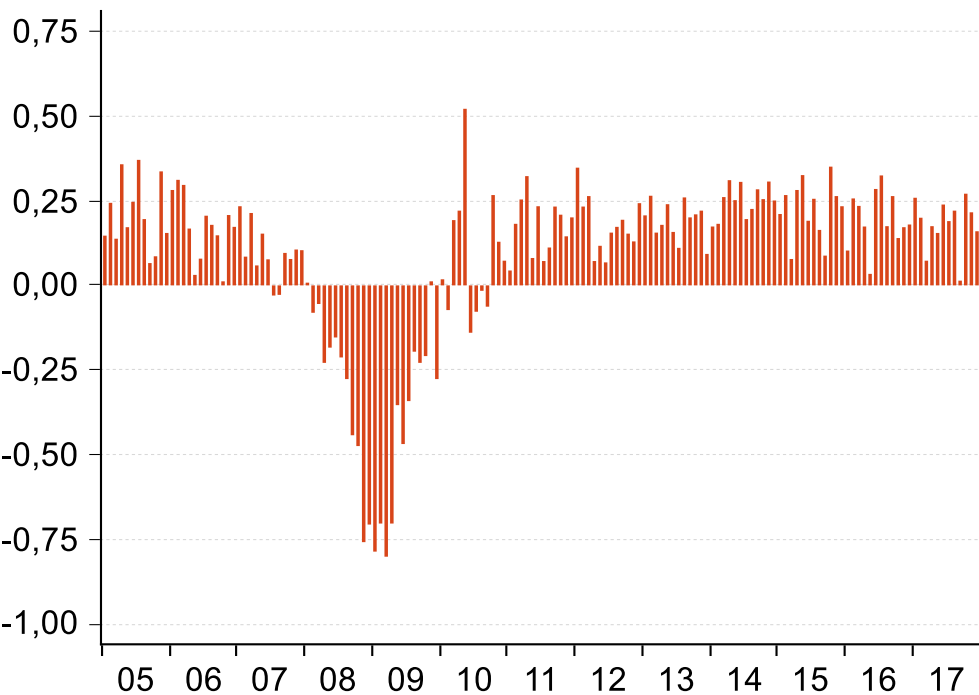


<https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast>

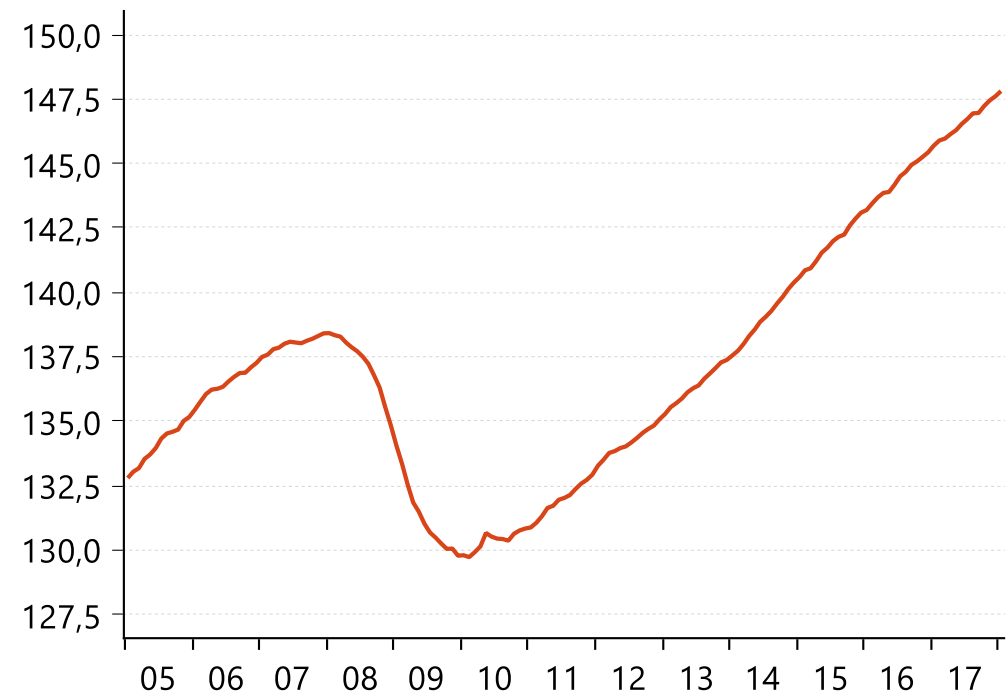
<https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow.aspx?d=1&s=tw>

Varias señales positivas, entre ellas, el mercado laboral...

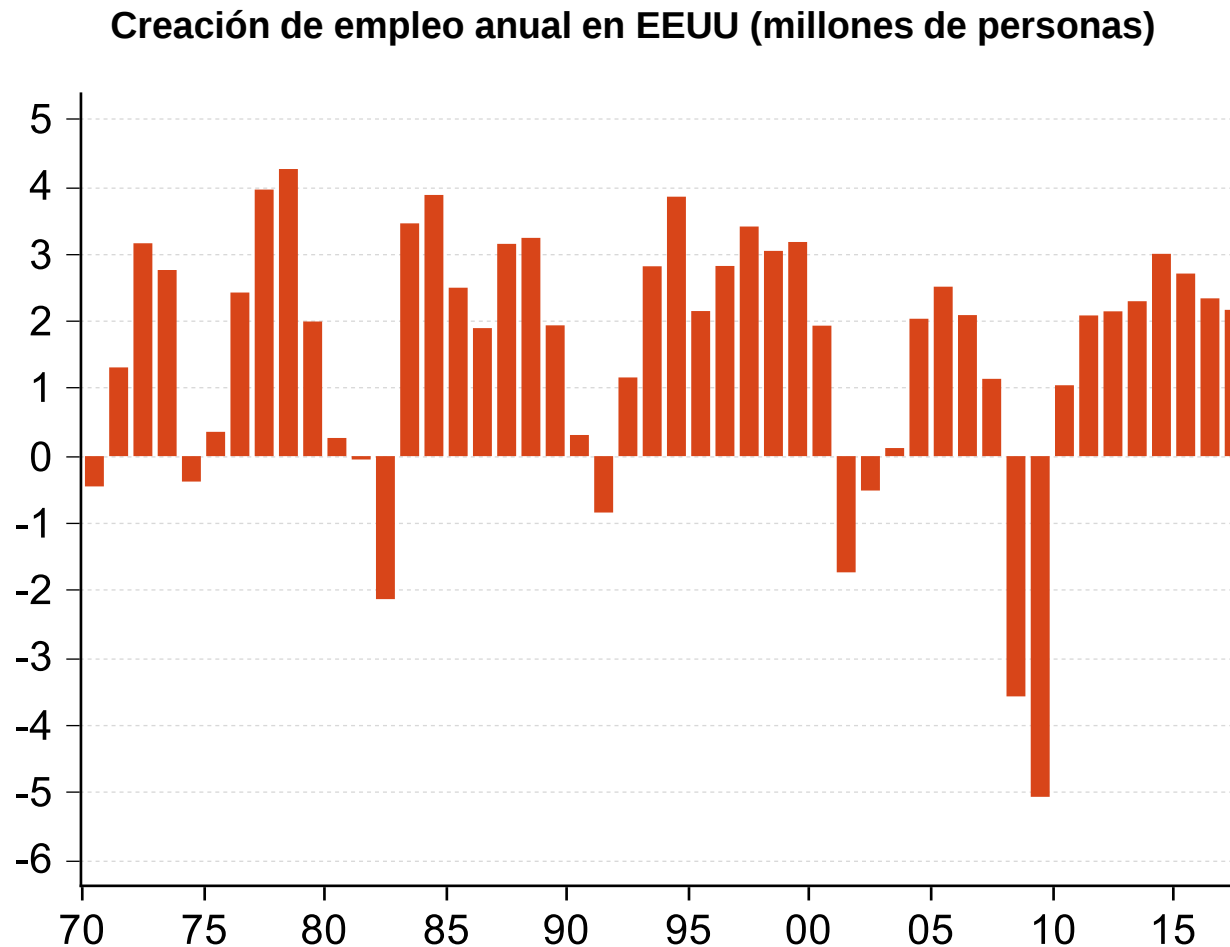
Creación mensual de empleo



Empleo en EEUU (millones de personas)



... que encadena siete años consecutivos de creación de puestos de trabajo



El estímulo fiscal podría permitir un avance del PIB del 2,5%

- Un estímulo fiscal podría llevar a un crecimiento del 2,5% en 2018, fundamentalmente por una aceleración del avance del consumo de los hogares. **El estímulo no repercutiría en un mayor crecimiento a largo plazo y sí presionará ligeramente al alza inflación y salarios.**

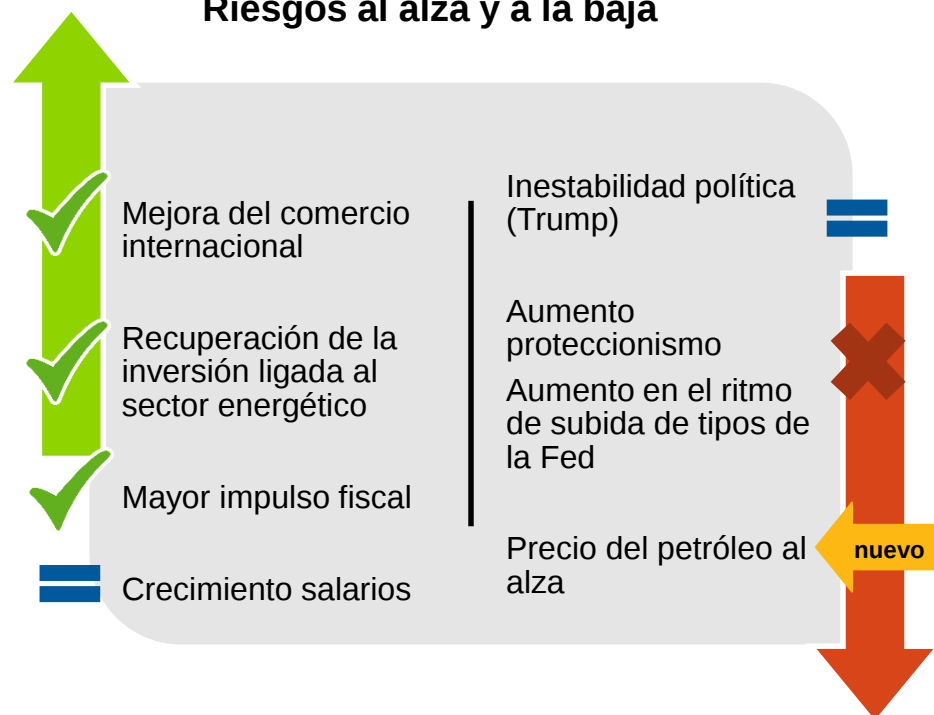
Cuadro macroeconómico

% anual	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real	2,6	2,9	1,5	2,3	2,5
Consumo privado	2,9	3,6	2,7	2,7	2,4
Consumo e inversión pública	-0,6	1,4	0,8	1,2	1,8
Inversión privada	5,5	5,3	-1,6	3,8	4,6
Inversión capital fijo	6,2	4,0	0,7	2,3	5,1
Demanda nacional (*)	2,7	3,6	1,7	2,5	2,8
Exportaciones	4,3	0,4	-0,3	3,0	3,3
Importaciones	4,5	5,0	1,3	3,9	4,3
Demanda externa (*)	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2
IPC (media anual)	1,1	0,2	1,4	2,1	2,2
Tasa de paro	6,1	5,2	4,9	4,4	4,2
Saldo público (% PIB)	-5,1	-4,7	-5,6	-4,7	-4,4

(*) Aportaciones al PIB

Fuente: Afi, BEA

Riesgos al alza y a la baja





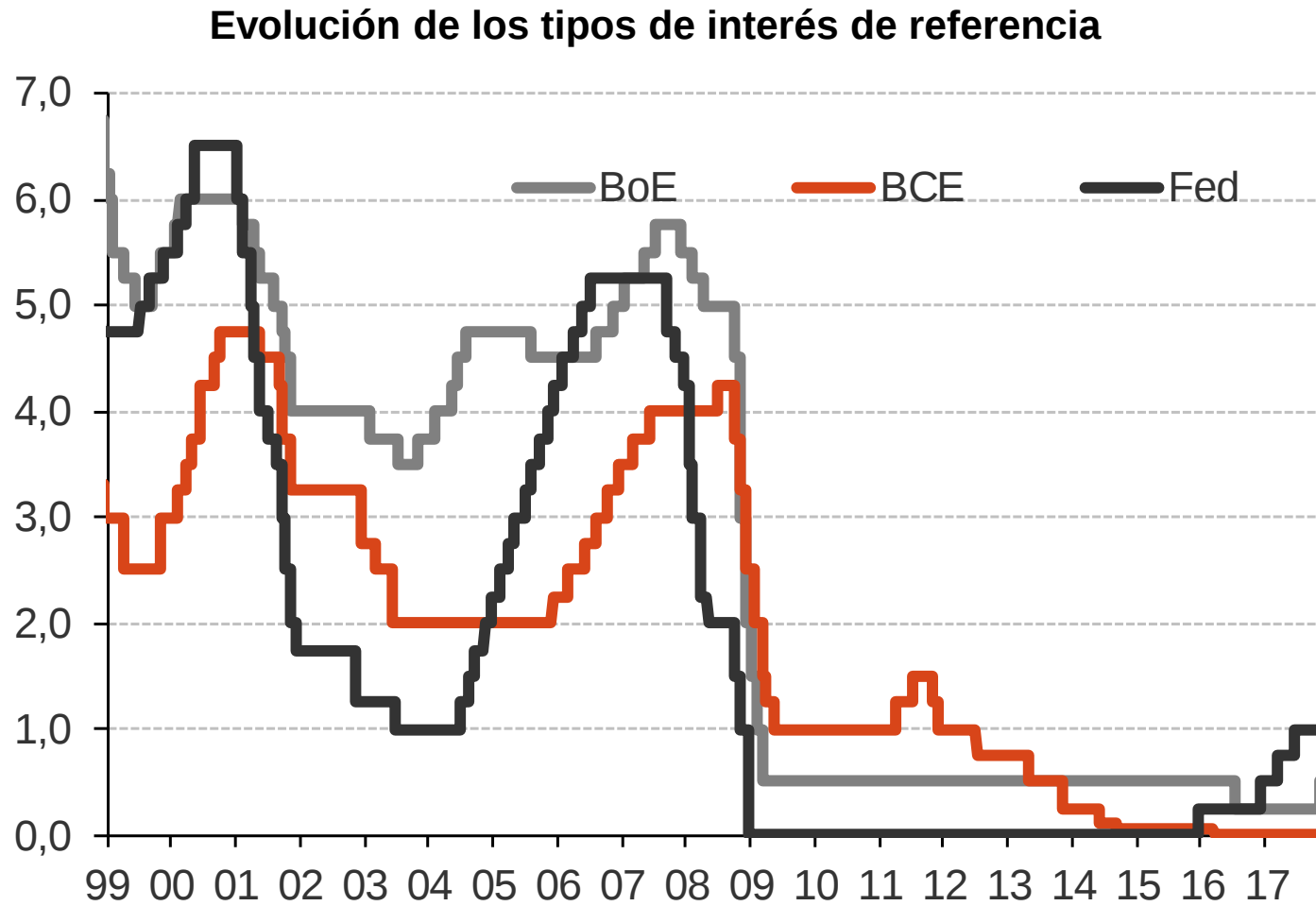
El comunicado del FOMC prepara la subida de tipos en marzo...

Federal Reserve issues FOMC statement

Information received since the Federal Open Market Committee met in December indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been **rising at a solid rate**. Gains in employment, household spending, and business fixed investment **have been solid**, and the unemployment rate has stayed low. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have continued to run below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation have increased in recent months but remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.

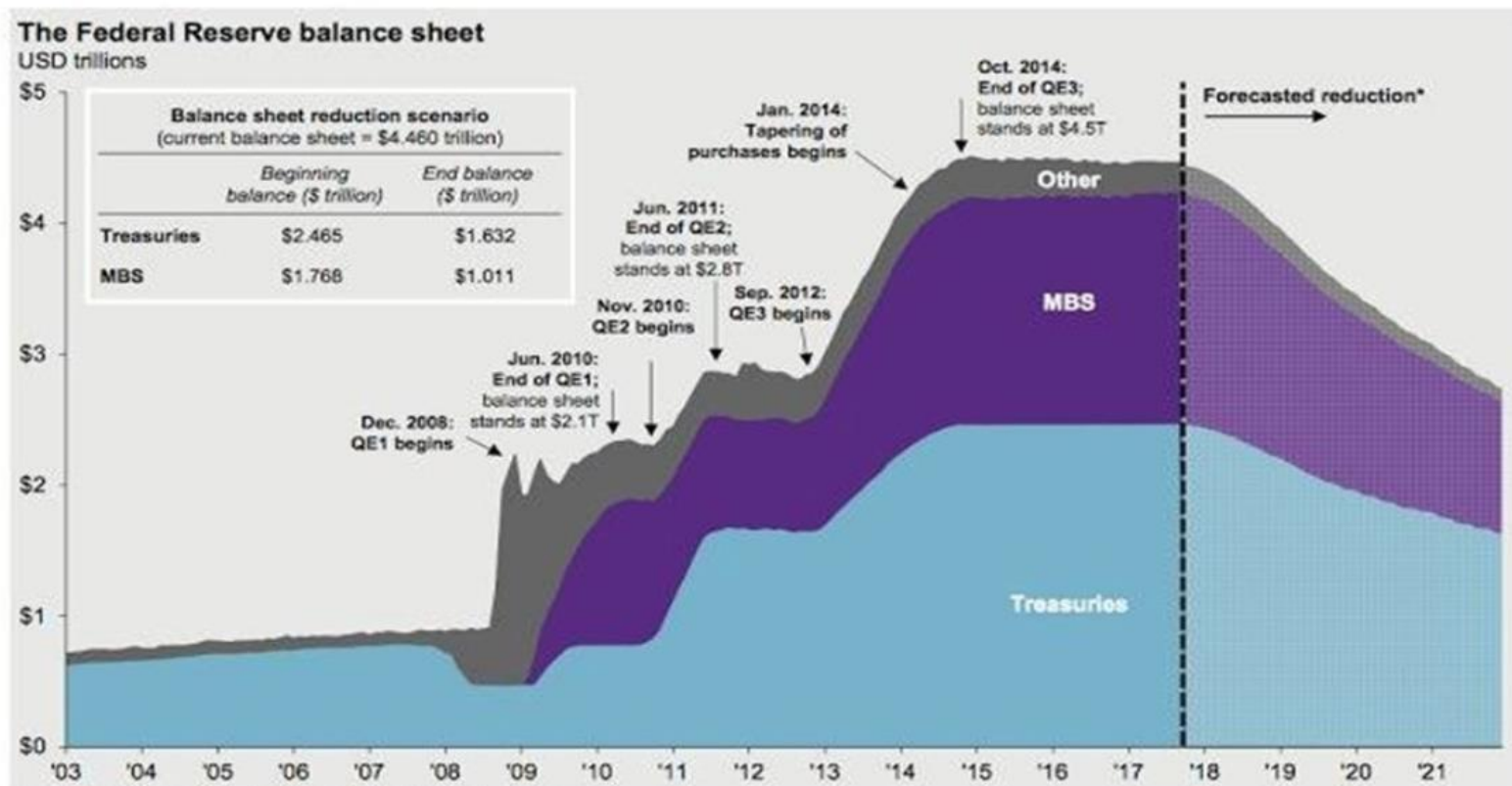
Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with **further** gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will remain strong. Inflation on a 12-month basis is expected to move up this year and to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.

... en lo que sería la sexta elevación





El principal reto, la disminución del tamaño del balance.



Source: Federal Reserve, FactSet, J.P. Morgan Asset Management.

*Balance sheet reduction assumes reduction from current level, beginning October 2017 until December 2021. Reduction of Treasuries and MBS is per FOMC guidelines from the September 2017 meeting minutes: the cap on Treasury securities will begin at \$6 billion per month initially and reduction rate will increase in steps of \$6 billion at three-month intervals over 12 months until reaching \$30 billion per month; the MBS cap will begin at \$4 billion per month initially and will increase in steps of \$4 billion at three-month intervals over 12 months until reaching \$20 billion per month; Other assets are reduced in proportion. In those months where the amount of maturing assets do not exceed the stated cap then the balance sheet will be reduced by the total amount of maturing assets.

Guide to the Markets – U.S. Data are as of September 30, 2017.

Divergencias en política monetaria no convencional

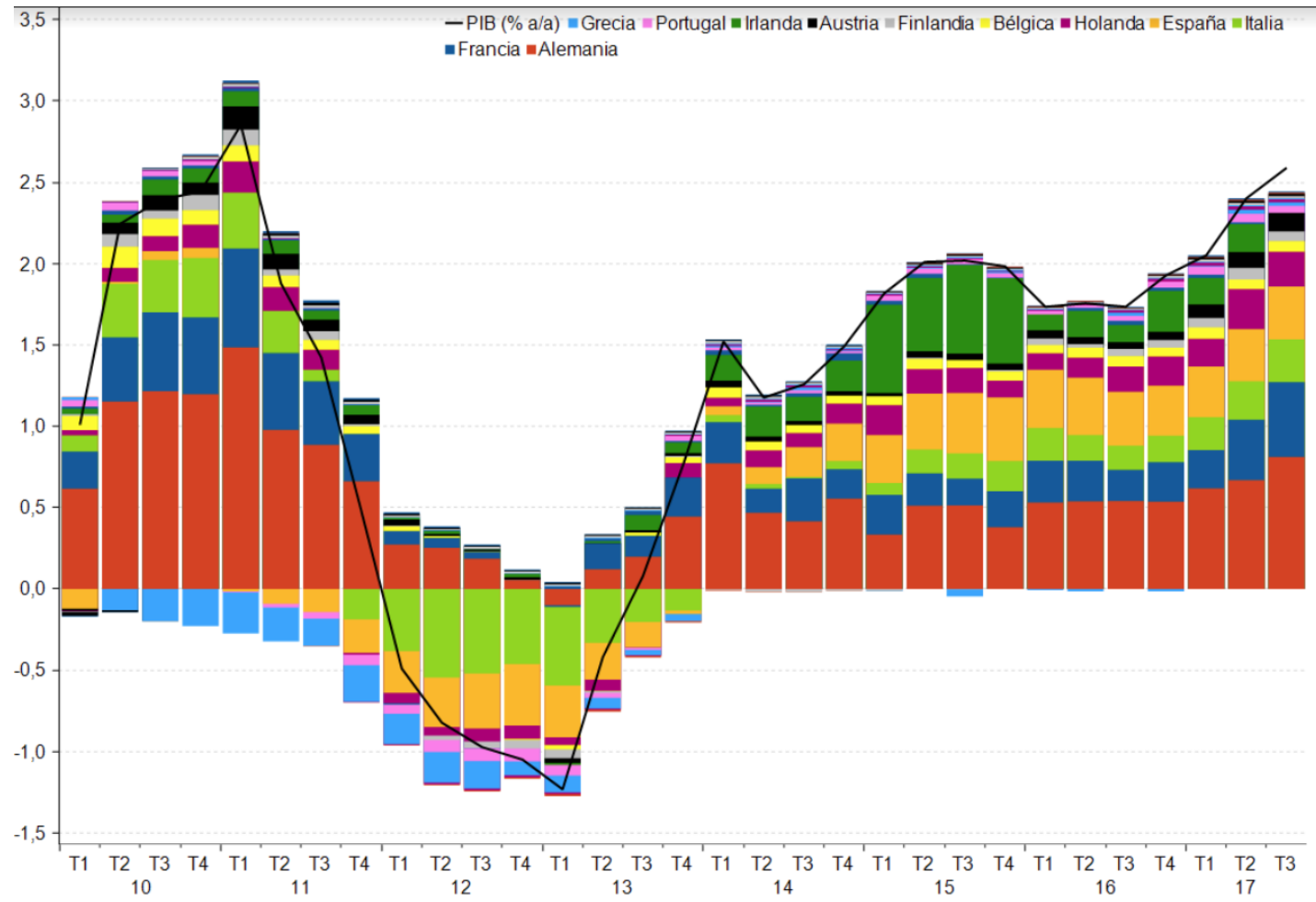
Evolución del tamaño del balance de la Fed y del BCE



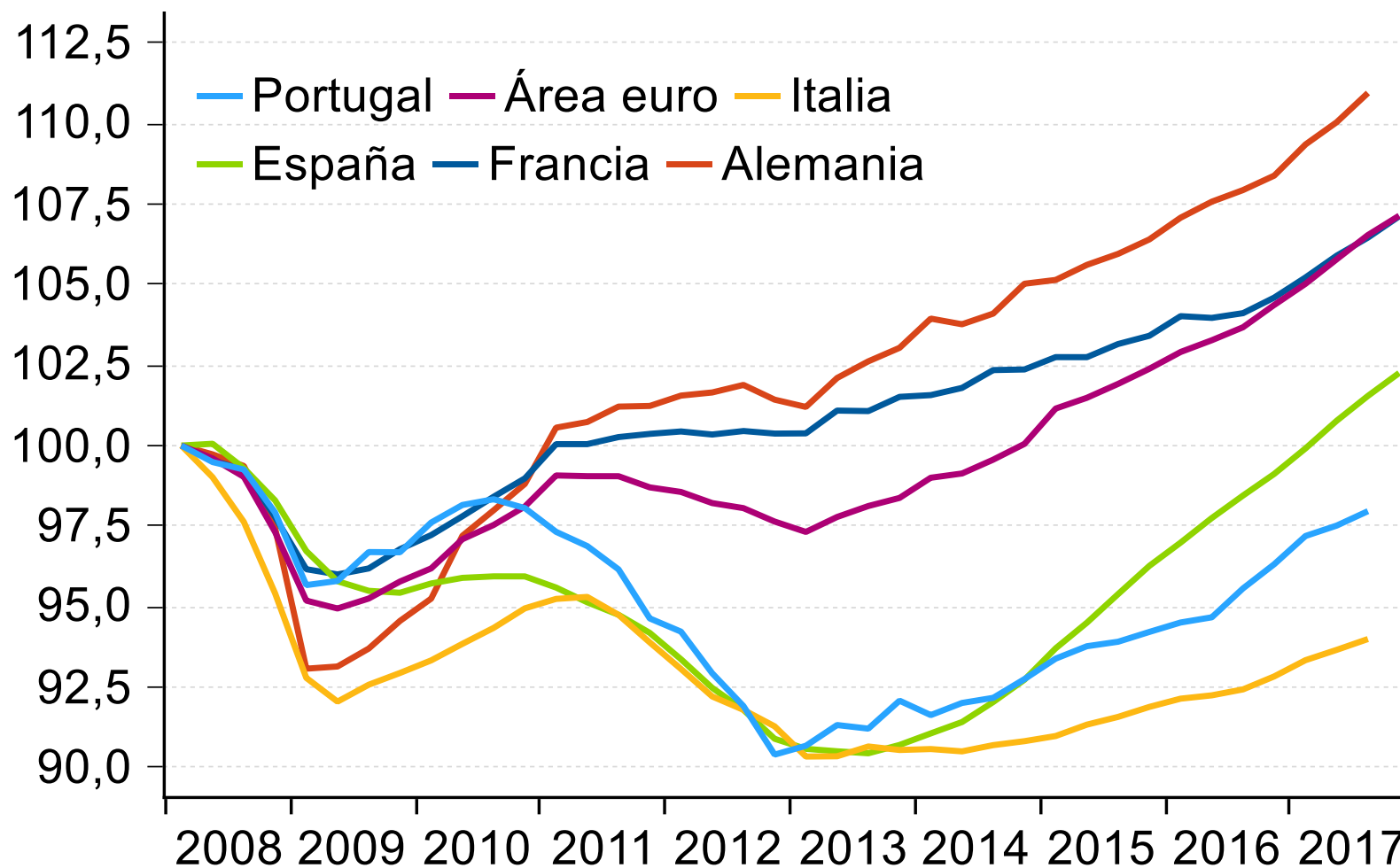
5 | El BCE se “enfrenta” a una clara mejoría cíclica en la UME

Aceleración del crecimiento de la UME por aportación de todos los países...

Crecimiento del PIB de la UME. Aportación por países



Evolución del PIB de los países del área euro (base 100 = ENE18)

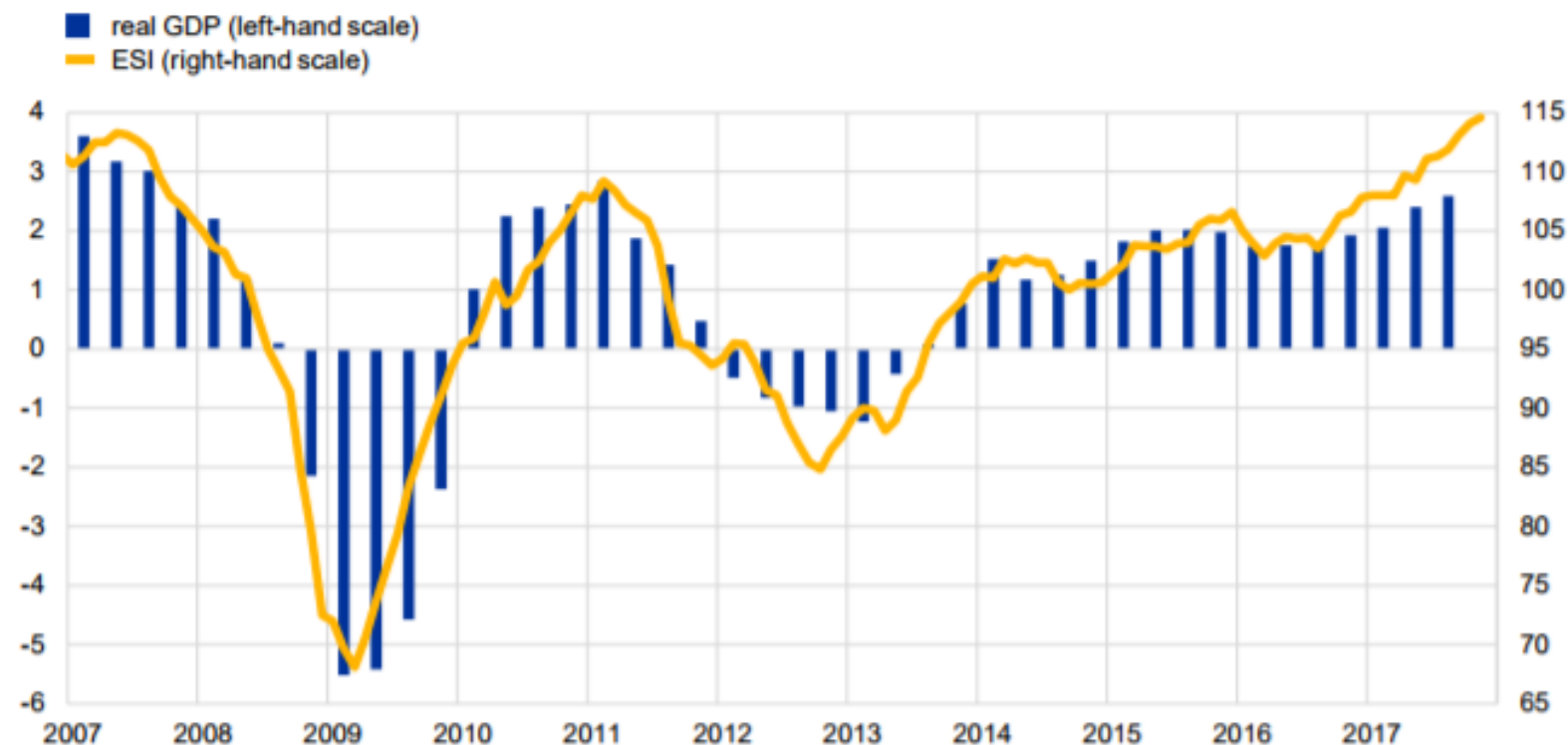


... y los indicadores adelantados apuntan a un dinamismo adicional...

Chart A

Euro area real GDP and the Economic Sentiment Indicator

(year-on-year percentage changes; diffusion index)

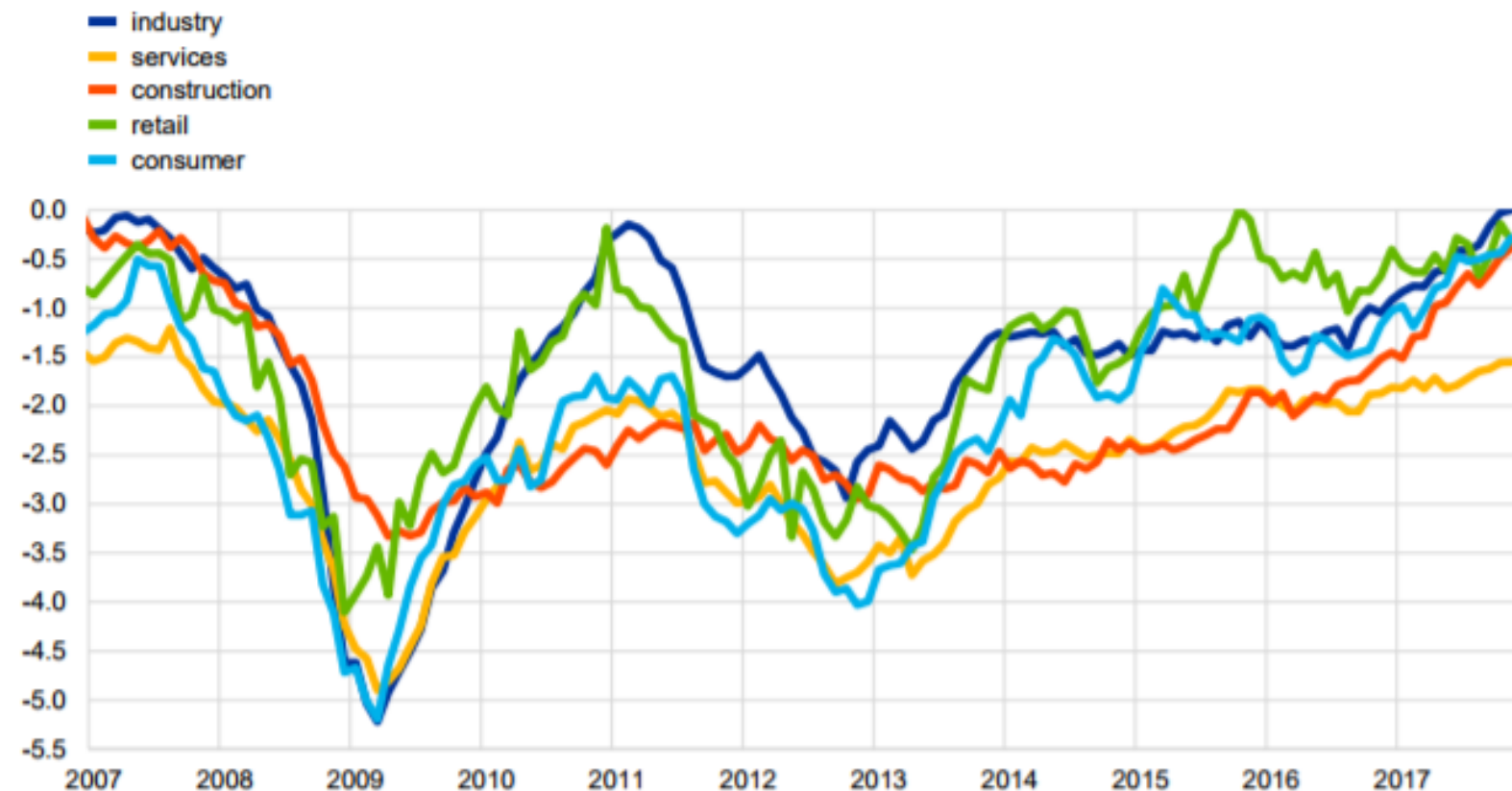


Sources: Eurostat and European Commission.

Chart D

Confidence across sectors

(standardised values of deviations from the maximum)



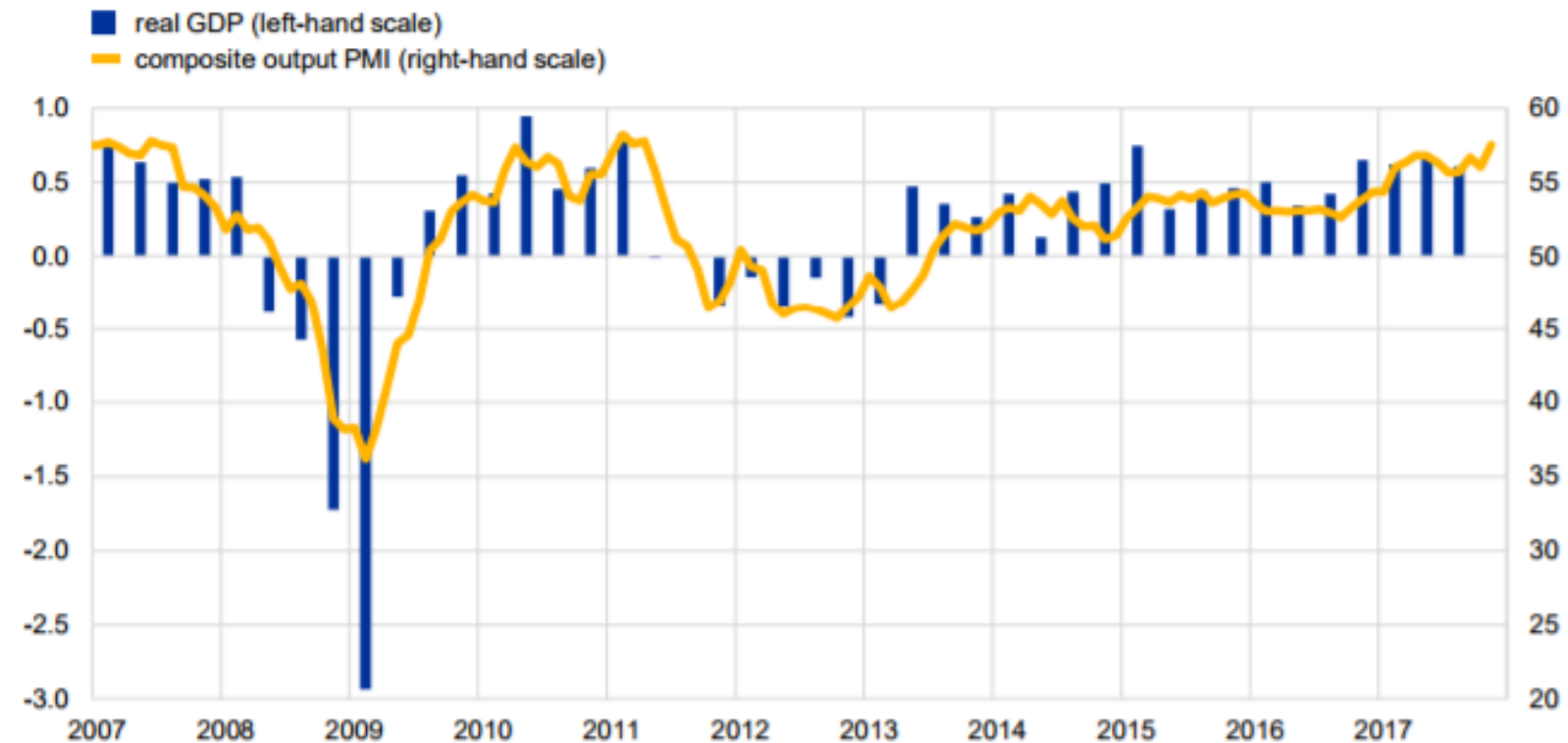
Notes: The calculations for the confidence data start in January 1985 for all sectors except services (for which they start in April 1995).
Sources: European Commission and ECB staff calculations.

El avance del PIB podría acelerarse...

Chart B

Euro area real GDP and the composite output PMI

(quarter-on-quarter percentage changes; diffusion index)



Sources: Eurostat and IHS Markit.

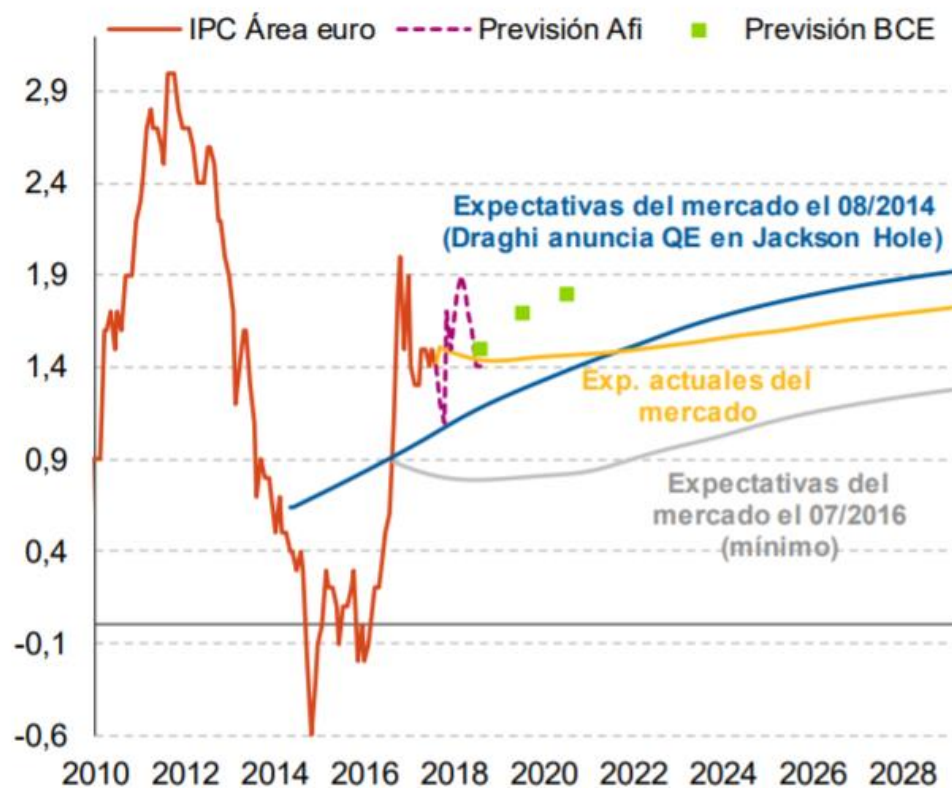
... lo que lleva al BCE a elevar las previsiones de crecimiento...

**Proyecciones de crecimiento e inflación del BCE
para 2018-202**

	Diciembre 2017				Septiembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB	2.4	2.3	1.9	1.7	2.2	1.8	1.7
Consumo privado	1.9	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5
Consumo público	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
FBCF	4.4	4.3	3.4	2.9	4.0	3.9	3.1
Exportaciones	5.0	5.1	4.1	3.7	4.7	3.7	3.8
Importaciones	5.1	5.2	4.4	3.9	5.2	4.6	4.2
Tasa de paro	9.1	8.4	7.8	7.3	9.1	8.6	8.1
Inflación	1.5	1.4	1.5	1.7	1.5	1.2	1.5
Inflación subyacente	1.0	1.1	1.5	1.8	1.1	1.3	1.5

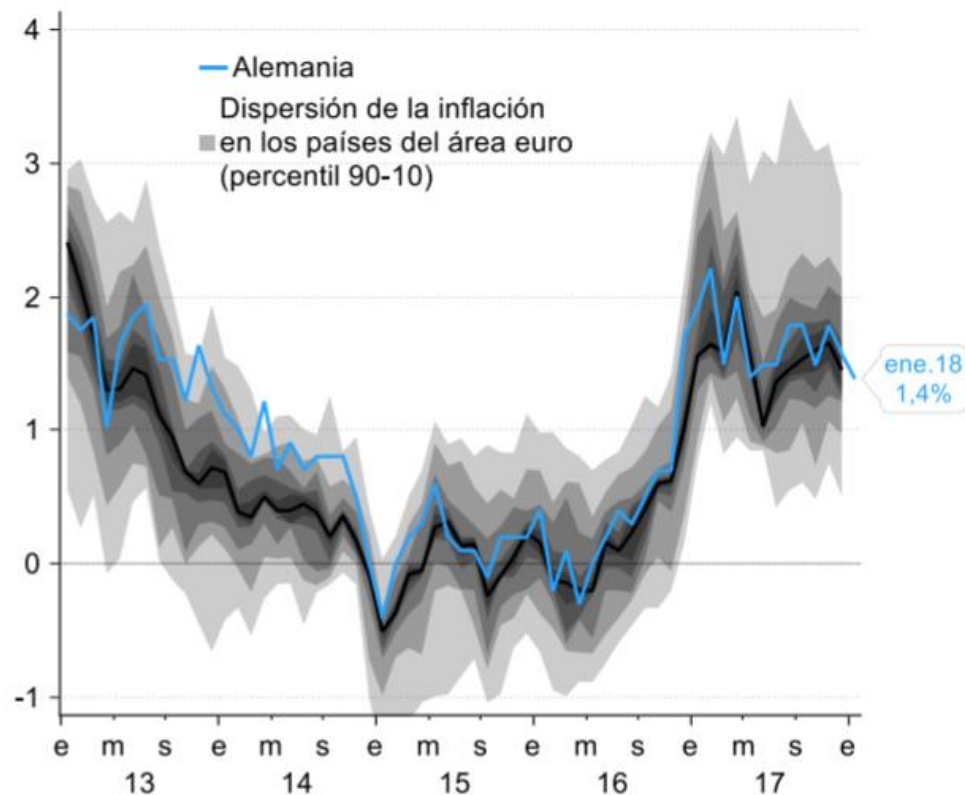
... en un contexto de ausencia de inflación.

Gráfico 1. Inflación realizada y esperada en el área euro (la expectativa del mercado es la curva cupón cero del swap de inflación)



Fuente: Afi, Bloomberg

Gráfico 2. Inflación armonizada en Alemania y el resto de países del área euro



Fuente: Afi, Macrobond, Eurostat

Área euro: tras registrarse el crecimiento más elevado desde 2007 (2017: 2,4%), 2018 será un año de consolidación

Cuadro macroeconómico

% anual	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real	1,4	2,0	1,8	2,4	2,2
Consumo Final	1,0	2,0	1,9	2,0	1,8
Hogares	1,1	2,2	2,0	2,0	1,8
AA.PP.	0,9	1,6	1,7	1,8	1,8
FBCF	2,1	3,4	4,5	5,5	5,6
Demanda nacional (*)	1,3	1,9	2,2	2,3	2,2
Exportaciones	4,9	6,8	3,3	5,0	4,6
Importaciones	5,2	7,2	4,7	5,2	5,0
Demanda externa (*)	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,0
IPC (media anual)	0,2	0,1	0,4	1,6	1,5
Tasa de paro	11,5	10,8	10,0	9,2	8,7
Saldo público (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,3	-1,0

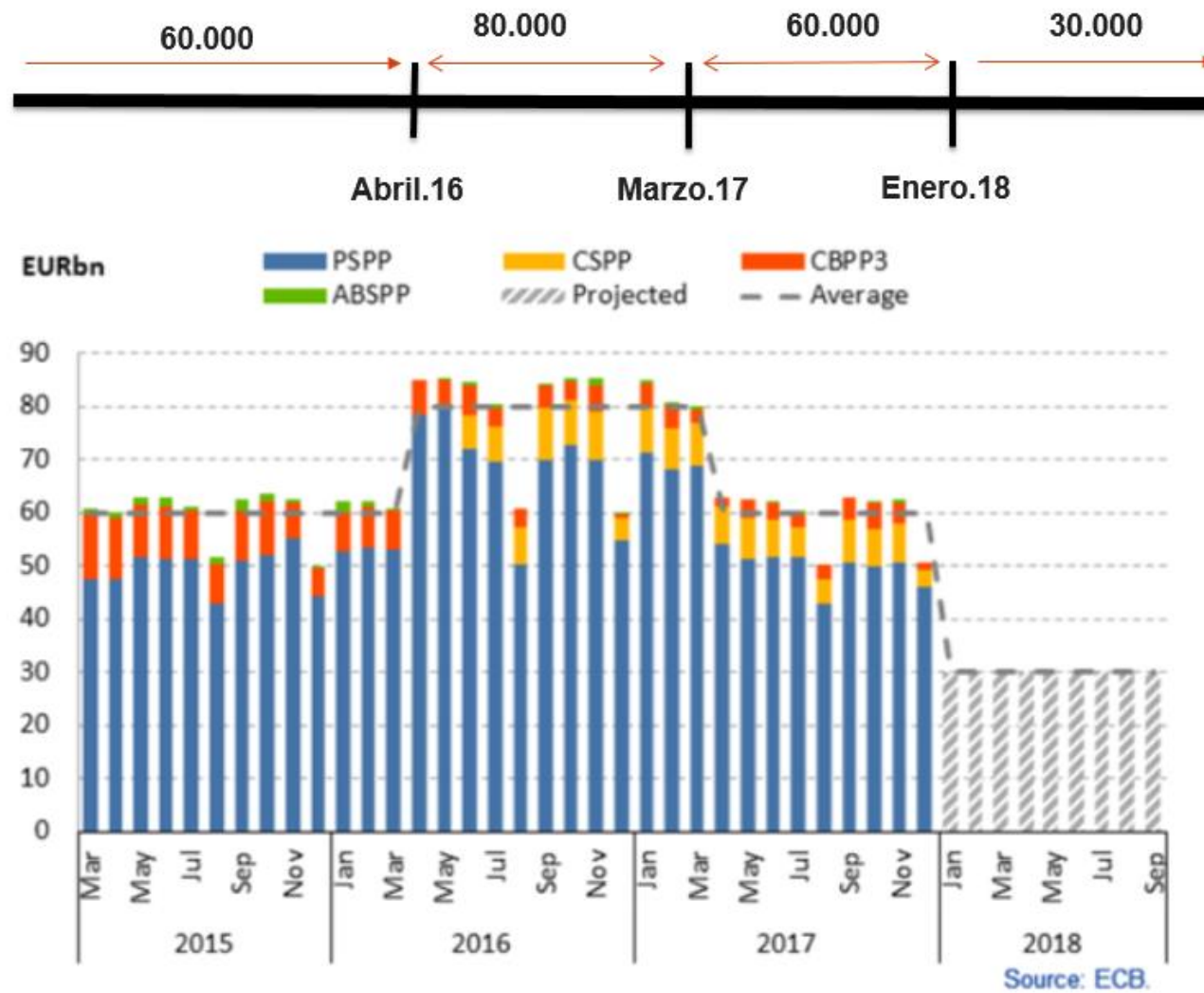
(*) Aportaciones al PIB

Fuente: Afi, Eurostat

Riesgos al alza y a la baja

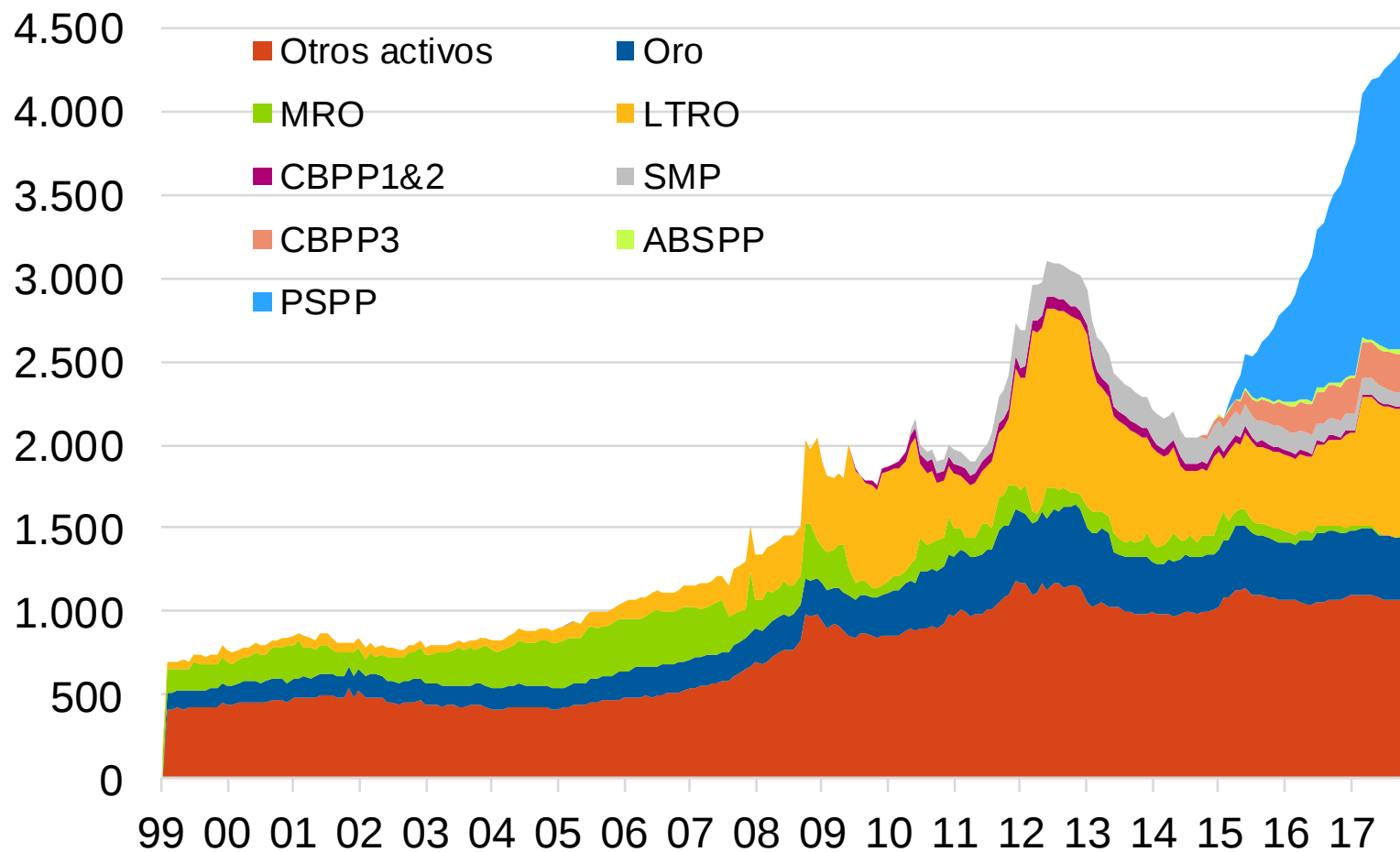


El BCE reducirá la compra mensual de bonos...



... por lo que el balance continuará creciendo, aunque a menor ritmo

Evolución del tamaño y composición del balance del BCE



Previsiones Afi para los Fed Funds y la curva de deuda del Tesoro EEUU

	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
09-Jan-18	1.375	1.96	2.31	2.52	2.85
Mar-18	1.375	2.00	2.35	2.55	2.90
Jun-18	1.625	2.10	2.40	2.65	3.00
Sep-18	1.875	2.20	2.50	2.75	3.15
Dec-18	2.125	2.30	2.55	2.85	3.30
Mar-19	2.125	2.45	2.65	2.95	3.35
Jun-19	2.375	2.60	2.80	3.00	3.35
Sep-19	2.625	2.75	2.90	3.10	3.40
Dec-19	2.625	2.90	3.00	3.15	3.40

Previsiones Afi para los tipos interbancarios del EUR y la curva de deuda del Tesoro Alemania

	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)			
	BCE	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a
02-feb-18	0,00	-0,33	-0,28	-0,19	-0,54	-0,02	0,66	1,35
mar-18	0,00	-0,31	-0,26	-0,17	-0,50	0,00	0,70	1,35
jun-18	0,00	-0,27	-0,22	-0,12	-0,47	0,10	0,75	1,45
sep-18	0,00	-0,22	-0,17	-0,07	-0,40	0,15	0,80	1,50
dic-18	0,00	-0,18	-0,13	-0,03	-0,33	0,20	0,90	1,60
mar-19	0,00	-0,14	-0,08	0,00	-0,28	0,25	1,00	1,65
jun-19	0,00	-0,11	0,00	0,10	-0,22	0,30	1,10	1,70
sep-19	0,00	-0,07	0,08	0,15	-0,20	0,35	1,15	1,75
dic-19	0,25	0,00	0,15	0,25	-0,10	0,45	1,20	1,75
dic-20	0,50	0,40	0,50	0,60	0,35	0,75	1,40	1,85

Secuencia de política monetaria prevista para el BCE



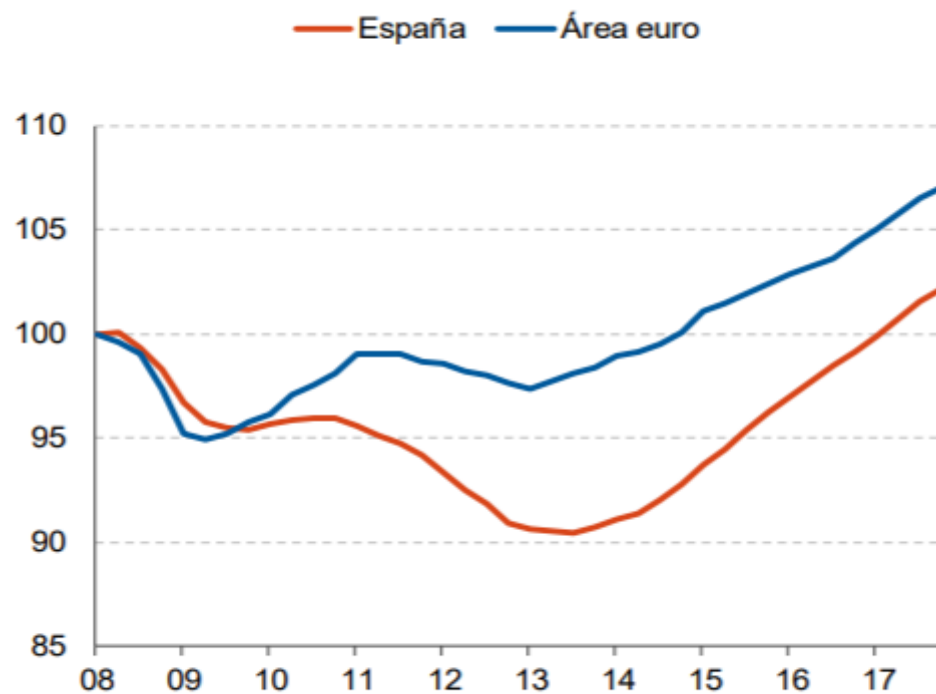


%	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)				Deuda Española (TIR, %)				Spread ESP-ALE (pb)		
	BCE	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a	2a	5a	10a	30 a	2a	5a	10a
02-feb-18	0,00	-0,33	-0,28	-0,19	-0,54	-0,02	0,66	1,35	-0,24	0,42	1,40	2,52	31	44	74
mar-18	0,00	-0,31	-0,26	-0,17	-0,50	0,00	0,70	1,35	-0,21	0,45	1,45	2,55	29	45	75
jun-18	0,00	-0,27	-0,22	-0,12	-0,47	0,10	0,75	1,45	-0,12	0,60	1,55	2,60	35	50	80
sep-18	0,00	-0,22	-0,17	-0,07	-0,40	0,15	0,80	1,50	-0,05	0,65	1,60	2,70	35	50	80
dic-18	0,00	-0,18	-0,13	-0,03	-0,33	0,20	0,90	1,60	0,03	0,75	1,70	2,80	36	55	80
mar-19	0,00	-0,14	-0,08	0,00	-0,28	0,25	1,00	1,65	0,10	0,80	1,85	2,90	38	55	85
jun-19	0,00	-0,11	0,00	0,10	-0,22	0,30	1,10	1,70	0,20	0,90	2,00	2,95	42	60	90
sep-19	0,00	-0,07	0,08	0,15	-0,20	0,35	1,15	1,75	0,30	0,95	2,15	2,95	50	60	100
dic-19	0,25	0,00	0,15	0,25	-0,10	0,45	1,20	1,75	0,40	1,05	2,25	3,05	50	60	105
dic-20	0,50	0,40	0,50	0,60	0,35	0,75	1,40	1,85	0,85	1,45	2,50	3,25	50	70	110

Fuente: Afi

6 | Continúa la medición del impacto de la crisis de Cataluña sobre la previsión de crecimiento del PIB de España en 2018

Gráfico 2. PIB área euro y España (1T08=100)



Fuente: Afi, Eurostat

Cuadro macro España

% anual	2016	2017	2018
PIB real	3,3	3,1	2,8
Consumo Final	2,5	2,1	1,8
Hogares	3,0	2,4	2,0
AA.PP.	0,8	1,0	1,0
FBCF	3,3	4,8	4,4
Bienes de equipo	5,0	5,6	5,5
Construcción	2,4	4,5	4,2
Demanda nacional (*)	2,5	2,5	2,2
Exportaciones	4,8	5,3	5,3
Importaciones	2,7	4,0	4,0
Demanda externa (*)	0,8	0,6	0,6
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,8
Deflactor PIB	0,3	0,9	1,1
PIB nominal	3,6	4,0	3,9
Empleo	2,7	2,6	2,4
Tasa de paro	19,6	17,1	15,1
Saldo público PDE (% PIB)	-4,5	-3,1	-2,2
Deuda pública PDE (% PIB)	99,7	98,7	97,2
Balanza por cc (% PIB)	2,0	1,9	1,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Afi

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- El ciclo se mantiene robusto, con señales de una ligera desaceleración en la creación de empleo. La tasa de paro cerrará el año por debajo del 15%, cada vez más próxima de su nivel estructural.
- Principales riesgos:** i) enquistamiento de la situación en Cataluña, ii) atención a la RBD de los hogares e impacto sobre consumo privado.

DEMANDA INTERNA

Desaceleración gradual del consumo privado...

- × Erosión del poder adquisitivo de los hogares (remuneración media por asalariado crece por debajo de la inflación)
 - × La tasa de ahorro de los hogares, ¿seguirá en mínimos?
 - ✓ Mejoran las perspectivas de concesión de crédito
- ... pero fortalecimiento de la inversión (estimulada por el entorno global).

DEMANDA EXTERNA

La recuperación del ciclo económico en el área euro y en los demás países desarrollados permiten a la demanda externa mantener su aportación positiva.

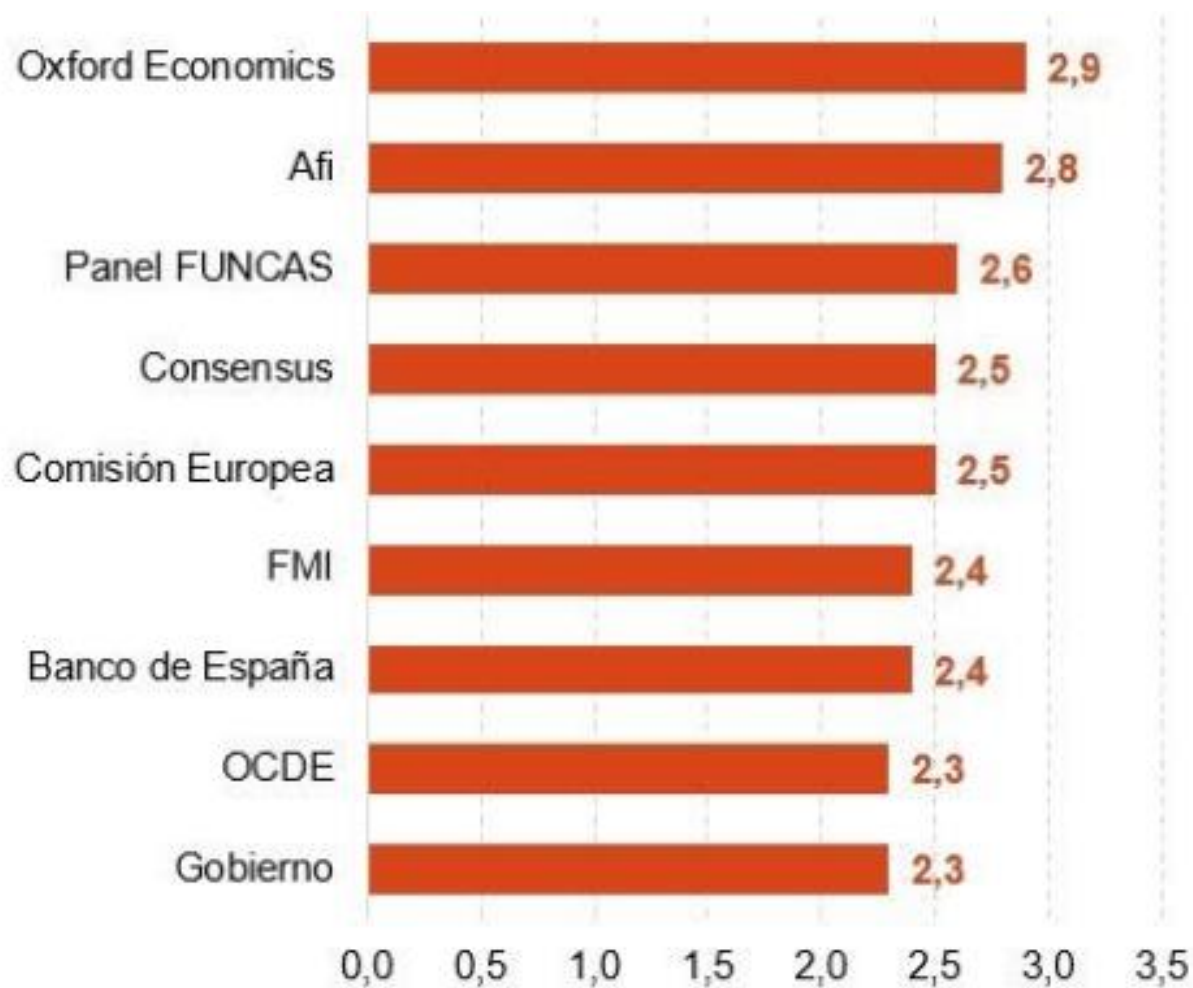
INFLACIÓN

Estimamos IPC subyacente de 1,2% en 2018. Asumimos un petróleo ligeramente por encima de 60 USD en media.

SECTOR PÚBLICO

- La buena evolución de los ingresos tributarios y el crecimiento nominal facilitan la consecución de los objetivos PDE, a pesar del déficit estructural de la Seguridad Social.
- El crecimiento nominal y los bajos tipos de interés permiten que la ratio de deuda se reduzca paulatinamente.

Previsiones de crecimiento del PIB de España en 2018



8 | Factores de riesgo

Riesgos para un entorno económico positivo

Elevado endeudamiento empresarial chino: poco probable, pero con carácter sistémico

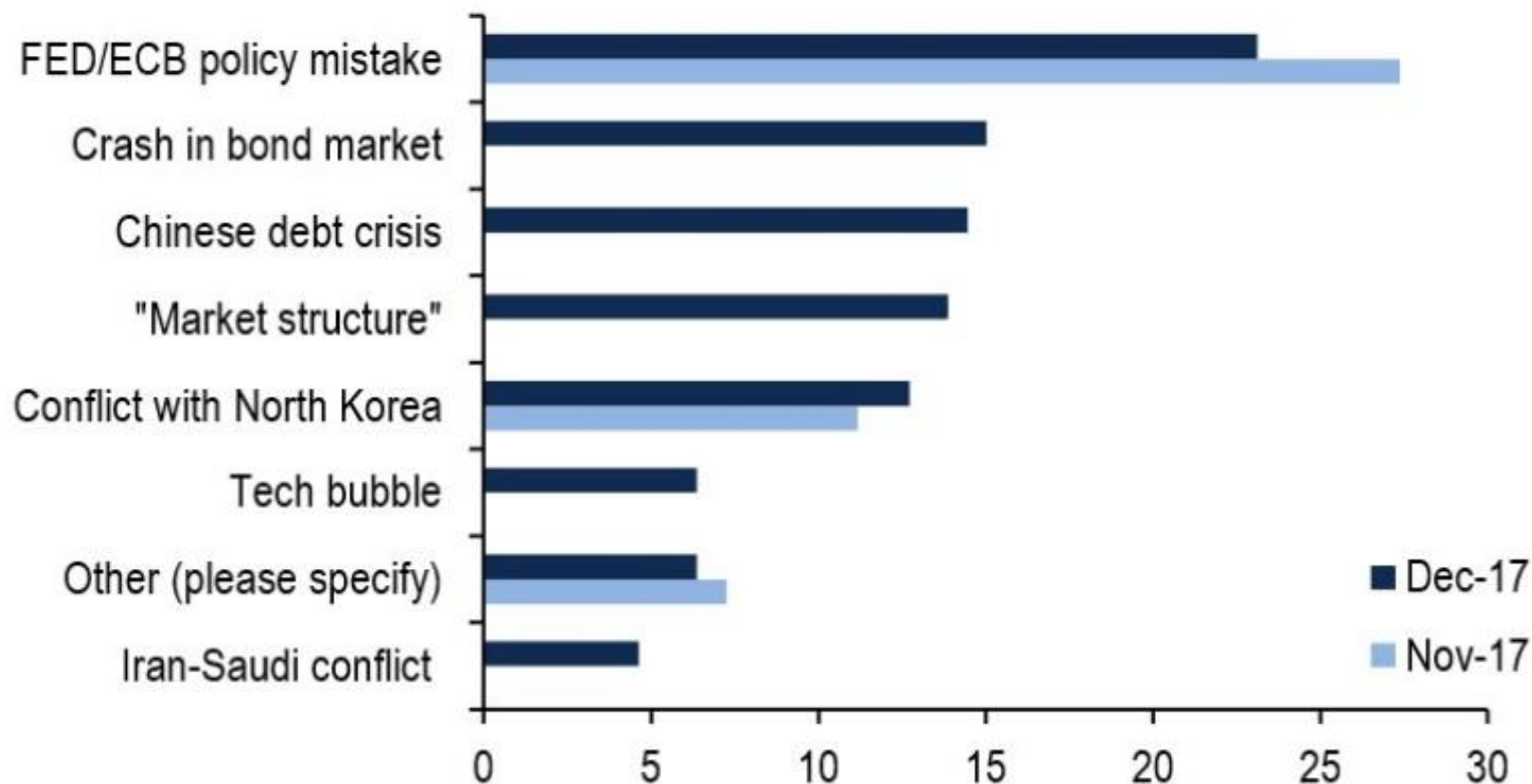
Repunte de la inflación: de elevada probabilidad, pero de poca intensidad

Endurecimiento de la política monetaria: “cierto”, pero paulatino

Tensión política: el más incierto

Bancos centrales & bonos, China, Corea del Norte y burbuja en tecnología, como factores de riesgo

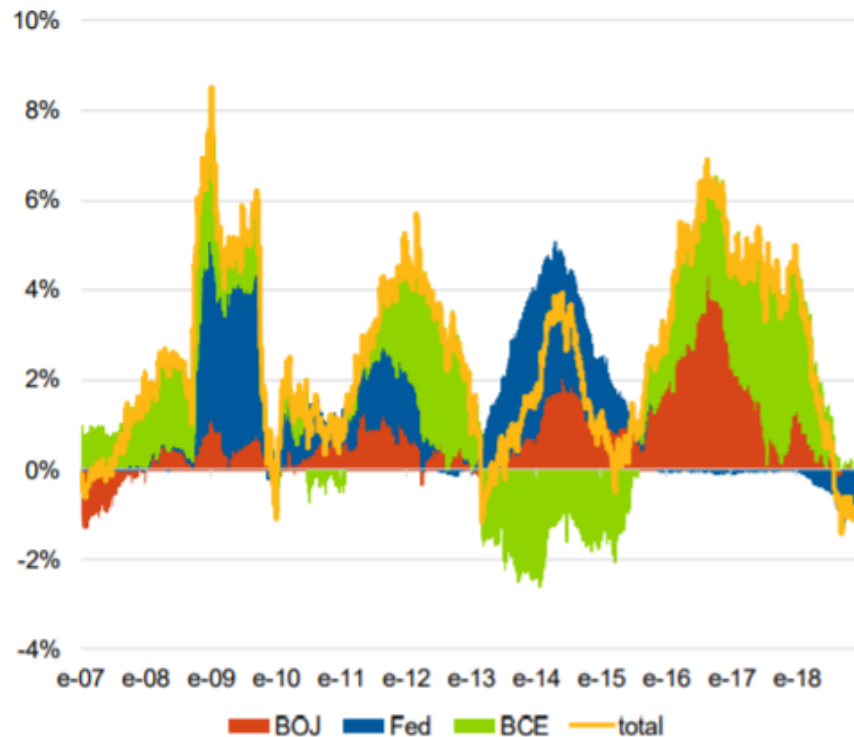
Exhibit 14: What do you consider the biggest "tail risk"?



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

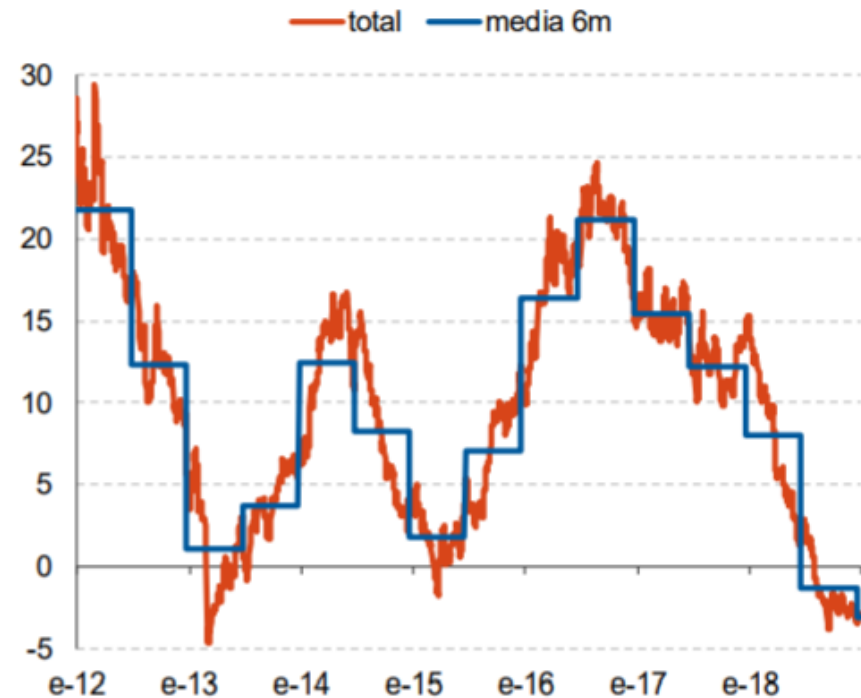
No esperamos risk off asociado a retirada de liquidez de los bancos centrales

Gráfico 1. Balance de los principales bancos centrales (variación, % del PIB)



Fuente: Afi, BCE, BoJ, Fed

Gráfico 2. Balance de los principales bancos centrales (% variación)



Fuente: Afi, BCE, BoJ, Fed

La retirada de estímulos de los bancos centrales se hará de forma gradual, de forma que no generará un endurecimiento sustancial de las condiciones financieras. Además, el punto de partida de éstas es extremadamente laxo y la provisión de liquidez muy elevada.

9 | Mercados financieros

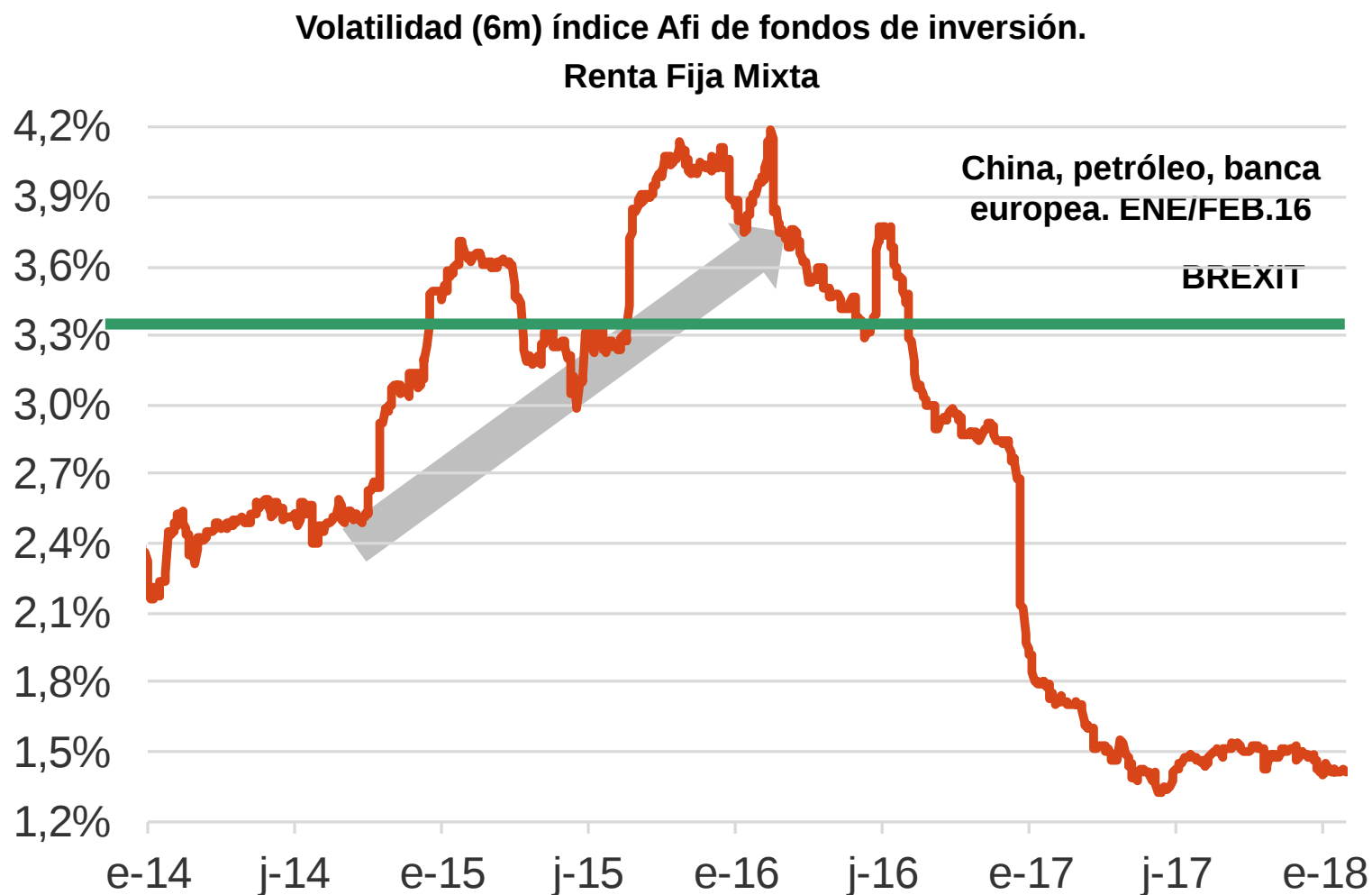


Inicio de 2018 en modo risk-on: re-precitación al alza de expectativas de tipos de interés, bolsas en máximos, spreads cediendo y recuperación de EM

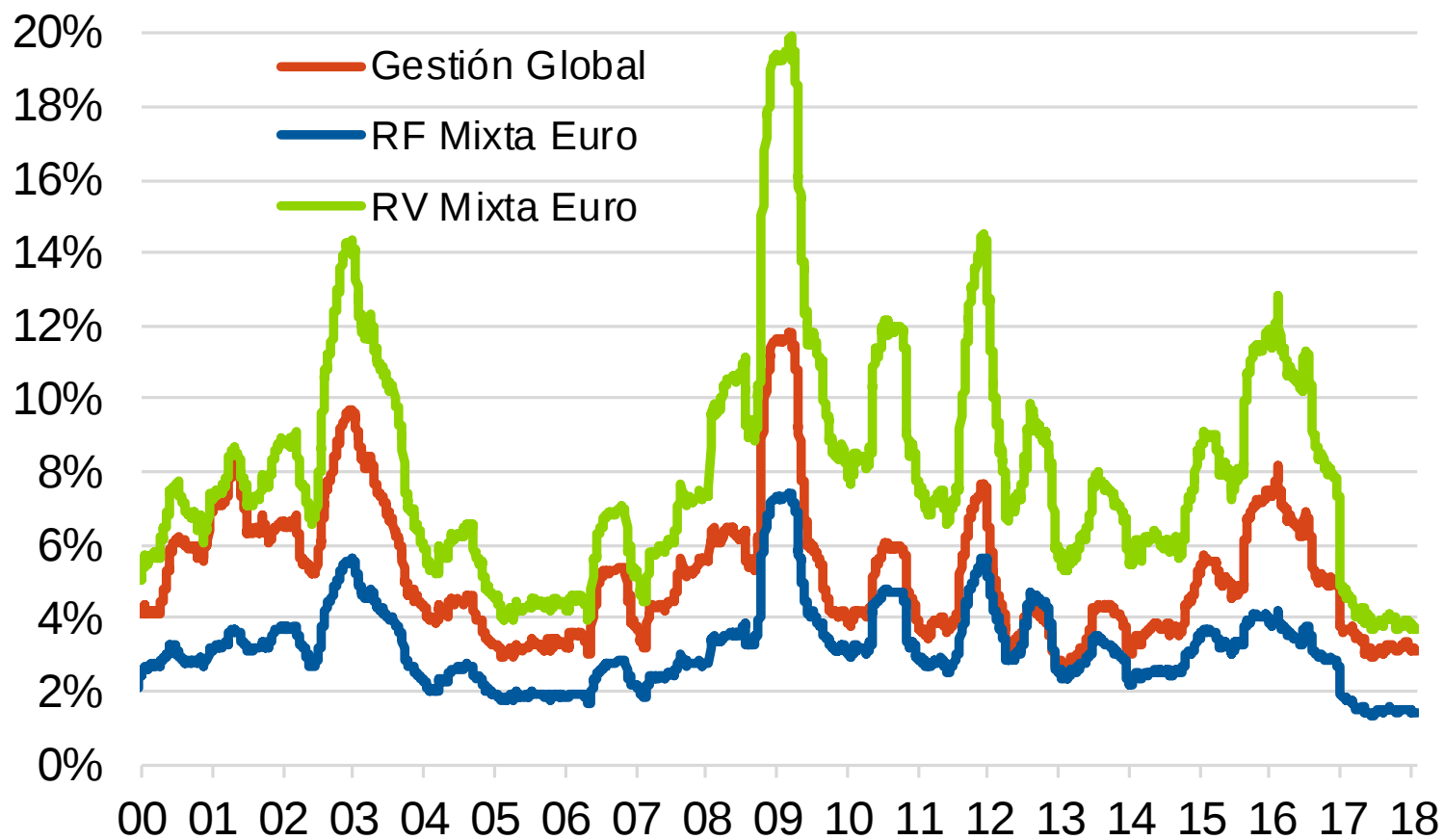
Evolución YTD de índices Afi de fondos de inversión (hasta 29 de enero)

Categoría	2018	Categoría	2018	Categoría	2018
RV Brasil	10,6%	RV Taiwan	3,0%	Garantizado RF y obj. rentab. no gar	0,3%
RV Emergentes Latinoamérica	9,0%	RV Corea	3,0%	Monetarios Internacional	0,3%
RV Autos	9,0%	RV Europa	2,8%	RV Australia	0,3%
RV Italia	8,7%	RV Consumo	2,7%	RF GBP	0,1%
RV Grecia	8,4%	RF NOK	2,7%	RF Corto Euro	0,1%
RV China	7,9%	RV Turquía	2,7%	RF JPY	0,0%
RV Rusia	7,7%	RV Energía	2,5%	Monetarios Euro	-0,1%
RV Emergentes Europa del Este	6,4%	RV Suecia	2,3%	RF Deuda pública EUR	-0,1%
RV Malasia	5,6%	RV Mixta Euro	2,0%	RF Largo Euro	-0,2%
RV Financieros	5,3%	RV Materias Primas	1,6%	RF Corporativa High Yield	-0,4%
RV Health Care and Biotech	5,2%	Gestión Global	1,6%	RF Corporativa global	-0,4%
RV Tecnología	5,1%	RV Mixta Internacional	1,6%	RF Corporativa investment grade	-0,5%
RV Emergentes Global	4,8%	RV Reino Unido	1,5%	RF Global	-0,7%
RV México	4,8%	RV Indonesia	1,5%	RF Emergentes Moneda fuerte	-0,8%
RV Tailandia	4,7%	Materias primas	1,4%	RF Inflación	-0,8%
RV España	4,4%	RF Convertibles	1,4%	RF Emergentes Corporate	-1,1%
RV Telecom	4,3%	Garantizado parcial	1,4%	RF Emergentes Global	-1,3%
RV Emergentes Asia y Oceanía	4,2%	RF CNY	1,2%	RF Deuda pública global	-1,4%
RV Francia	4,0%	RV Industria e Infraestructuras	1,1%	RV Utilities	-1,5%
RV Euro	4,0%	RF Emergentes Moneda local	1,0%	RV Real Estate	-1,8%
RV EEUU	4,0%	Monetario GBP	0,9%	RV Canadá	-1,8%
RV Holanda	3,9%	Gestión Alternativa	0,8%	RF Corto USD	-2,8%
RV Japón	3,8%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	0,7%	RF Deuda pública USD	-2,8%
RV Singapur	3,5%	Garantizado rendimiento variable	0,7%	Monetarios USD	-3,0%
RV Emergentes MENA y Africa	3,5%	RF Mixta Euro	0,6%	RF HK	-3,1%
RV Asia	3,4%	RF CHF	0,5%	RF Largo USD	-3,6%
RV Alemania	3,2%	RF Mixta Internacional	0,5%		
RV Suiza	3,2%	Retorno Absoluto Conservador	0,4%		
RV Sudáfrica	3,1%	RV India	0,3%		
RV Global	3,0%	RF SEK	0,3%		

La volatilidad, en mínimos



Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión. Renta Fija Mixta, Gestión Global y Renta Variable Mixta



Y persiste el entorno de reducida volatilidad

Volatilidad índices Afi de fondos de inversión

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 *	Diferencia (2017-2013)	1999-2018	Diferencia (2017-histórica)
Monetarios EUR	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%
Monetarios USD	12,2%	10,9%	9,8%	6,6%	7,1%	5,6%	11,2%	8,7%	7,1%	6,3%	0,0%	9,5%	-2,4%
Monetarios GBP	12,0%	9,4%	5,6%	4,6%	7,0%	5,3%	10,3%	11,8%	7,4%	5,4%	0,3%	7,6%	-0,2%
Monetarios Intern.	6,6%	6,8%	7,4%	3,1%	4,4%	2,8%	8,1%	7,5%	4,5%	3,1%	0,1%	5,5%	-1,0%
RF Corto	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	0,9%	0,7%	0,8%	0,5%	0,6%	0,3%	-0,3%	0,6%	0,0%
RF Largo	2,2%	1,7%	2,2%	1,8%	1,9%	1,3%	2,3%	1,8%	1,5%	1,3%	-0,5%	1,7%	-0,2%
RF HY	6,2%	4,3%	4,6%	2,5%	2,6%	2,8%	4,2%	3,9%	2,6%	2,4%	0,0%	4,1%	-1,5%
RF Emergente	7,1%	6,5%	5,7%	3,9%	5,3%	4,6%	7,2%	5,8%	4,7%	4,4%	-0,7%	7,4%	-2,7%
RF Emergente Corp	n.d.	n.d.	6,0%	4,1%	4,6%	3,1%	4,3%	3,3%	3,0%	2,9%	-1,6%	4,2%	-1,2%
RF Convertible	4,5%	4,9%	5,0%	3,0%	3,5%	3,9%	5,6%	4,7%	3,1%	3,4%	-0,4%	4,9%	-1,8%
RF Mixta Euro	3,6%	3,9%	4,3%	3,4%	2,9%	3,0%	3,6%	3,0%	1,4%	1,4%	-1,5%	3,3%	-1,9%
RV Mixta Euro	10,1%	10,0%	11,0%	7,5%	6,8%	7,3%	9,9%	8,8%	3,8%	3,2%	-3,0%	8,5%	-4,7%
Gestión Global	5,1%	5,0%	5,9%	3,4%	3,8%	4,5%	6,2%	5,6%	3,1%	2,7%	-0,6%	5,4%	-2,3%
Renta variable	14,3%	11,2%	13,4%	7,2%	7,7%	8,2%	13,1%	11,3%	6,5%	5,6%	-1,2%	11,8%	-5,3%
Euro	20,1%	17,1%	20,6%	13,3%	11,6%	11,9%	16,3%	16,6%	7,9%	6,7%	-3,7%	15,5%	-7,6%
España	21,1%	23,7%	22,4%	19,0%	14,6%	14,9%	17,4%	17,4%	9,2%	6,0%	-5,4%	17,4%	-8,2%
Alemania	22,0%	15,9%	22,6%	12,9%	11,9%	13,2%	19,4%	17,7%	8,9%	9,6%	-3,1%	17,4%	-8,5%
Francia	21,4%	19,4%	21,8%	12,9%	12,3%	12,9%	17,4%	17,3%	8,9%	6,8%	-3,4%	17,3%	-8,4%
Italia	15,1%	11,2%	19,1%	14,1%	14,3%	16,9%	18,9%	22,3%	11,1%	9,4%	-3,2%	15,8%	-4,7%
Suiza	16,5%	11,8%	15,0%	8,4%	9,7%	9,3%	16,6%	14,3%	8,2%	6,0%	-1,5%	13,7%	-5,5%
R. Unido	21,6%	16,0%	15,6%	9,7%	10,6%	11,4%	16,5%	18,2%	8,5%	5,6%	-2,2%	16,6%	-8,1%
Suecia	29,2%	21,1%	23,2%	12,7%	12,2%	12,5%	15,7%	17,3%	8,7%	5,7%	-3,4%	20,4%	-11,6%
Holanda	28,1%	19,5%	21,4%	13,5%	13,0%	14,4%	20,9%	18,3%	8,8%	6,7%	-4,2%	20,5%	-11,6%
Grecia	40,1%	40,1%	43,7%	40,3%	32,7%	34,9%	48,9%	31,8%	17,5%	13,0%	-15,2%	37,0%	-19,5%
EEUU	16,6%	12,5%	15,0%	8,2%	8,9%	9,8%	15,0%	12,1%	8,2%	6,7%	-0,6%	14,2%	-5,9%
Canadá	30,4%	17,8%	19,8%	11,5%	12,2%	14,2%	19,5%	19,2%	11,5%	11,3%	-0,6%	20,3%	-8,7%
Japón	17,2%	13,4%	16,0%	8,5%	15,7%	13,8%	16,7%	18,2%	9,0%	11,3%	-6,7%	16,7%	-7,8%
Australia	20,0%	16,9%	18,5%	9,1%	13,3%	12,3%	18,7%	17,0%	10,5%	7,3%	-2,8%	16,8%	-6,3%
Emergentes	18,2%	13,2%	15,2%	8,8%	10,8%	10,0%	15,6%	13,3%	8,7%	7,4%	-2,1%	15,1%	-6,4%

* Última fecha: 29/01/18



Asset allocation recomendado

Categoría	feb-18	Var. mes	ene-18	sep-17	ago-17	feb-17	feb-16	feb-15	BMK	AFI vs BMK	Perfilados España
Liquidez	15%	-2%	17%	13%	15%	15%	5%	3%	5%	10%	8%
Monetarios USD	2%	2%	0%	3%	3%	0%	8%	7%	0%	2%	0%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	3%	3%	0%	0%	3%	0%	0%	0%
Mdo. Monetario	17%	0%	17%	19%	21%	15%	13%	13%	5%	12%	8%
DP Corto EUR	2%	0%	2%	0%	0%	0%	2%	0%	15%	-13%	9%
DP Largo EUR	2%	0%	2%	2%	2%	4%	7%	9%	10%	-8%	9%
DP USD	7%	2%	5%	5%	5%	11%	0%	0%	5%	2%	3%
RF Investment Grade	13%	0%	13%	15%	15%	17%	13%	6%	15%	-2%	25%
RF High Yield	5%	0%	5%	5%	7%	9%	19%	13%	7%	-2%	6%
RF Emergente	8%	-2%	10%	12%	10%	4%	7%	5%	3%	5%	2%
Renta fija	37%	0%	37%	39%	39%	45%	47%	32%	55%	-18%	54%
RV EUR	23%	0%	23%	21%	21%	20%	29%	35%	15%	8%	20%
RV EEUU	15%	0%	15%	13%	11%	14%	0%	6%	15%	0%	11%
RV Japón	5%	0%	5%	5%	5%	3%	10%	14%	5%	0%	3%
RV Emergente	3%	0%	3%	3%	3%	3%	1%	0%	5%	-2%	4%
Renta variable	46%	0%	46%	42%	40%	40%	40%	55%	40%	6%	38%

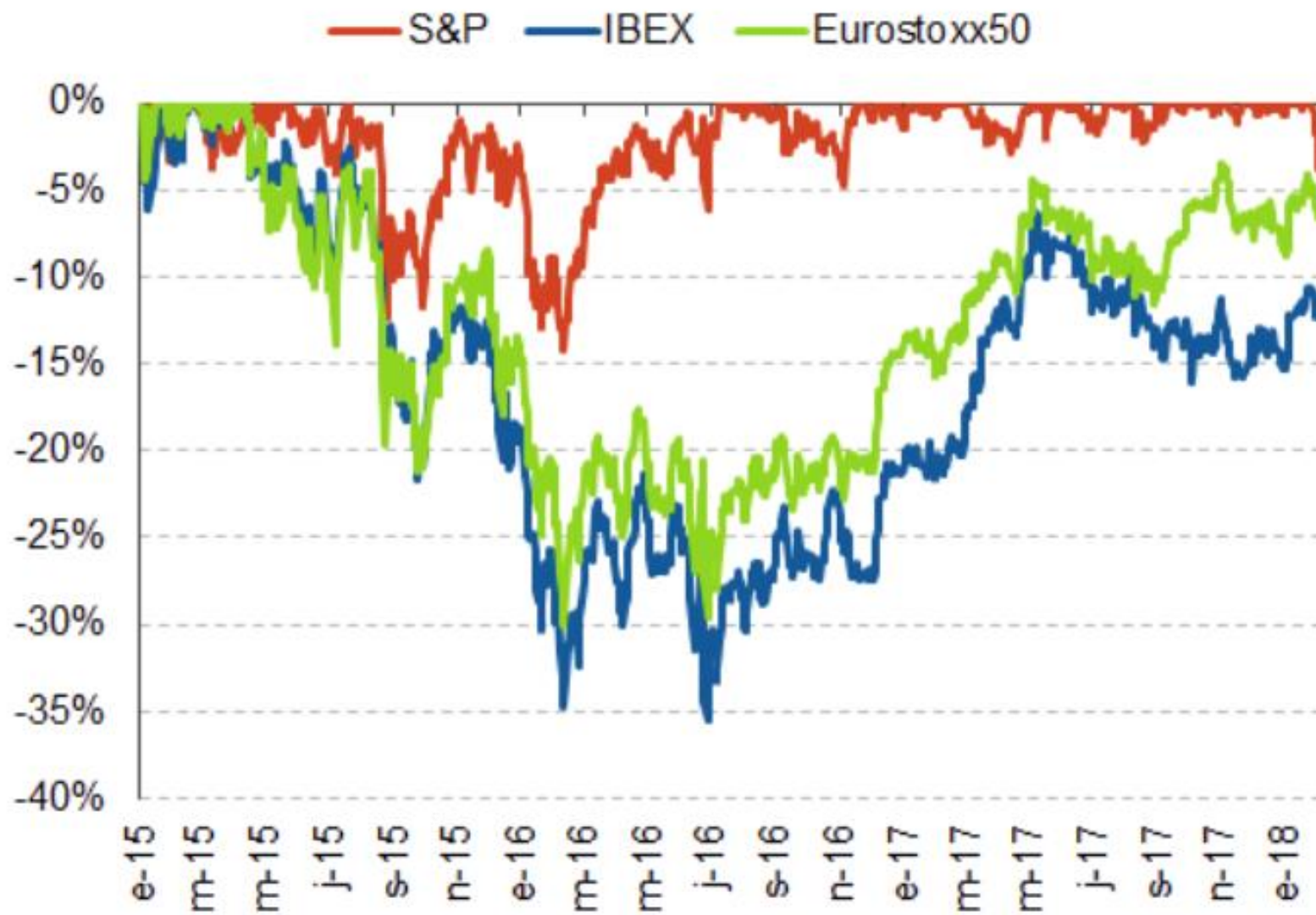
Sube peso en el mes

Pierde peso en el mes

9.1. | Renta variable

United States Stock Market With Drawdown







¿A las puertas de una corrección?

Eurostoxx



Ibex

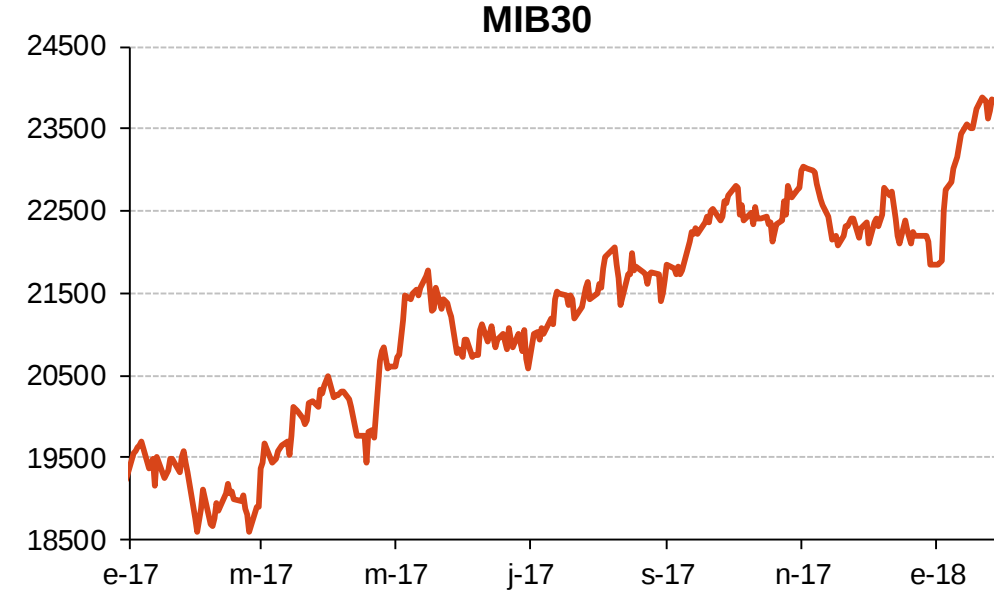
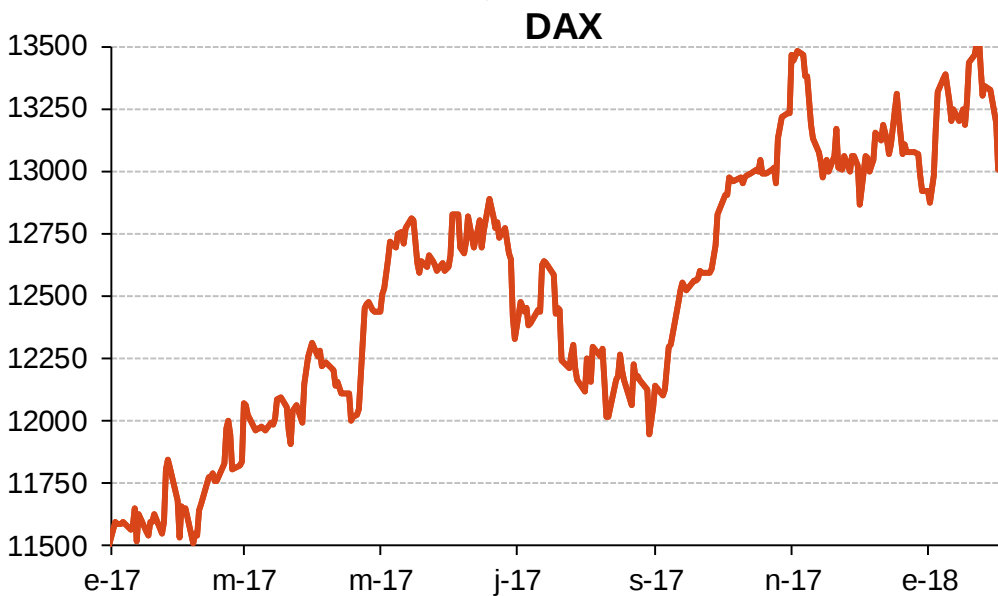
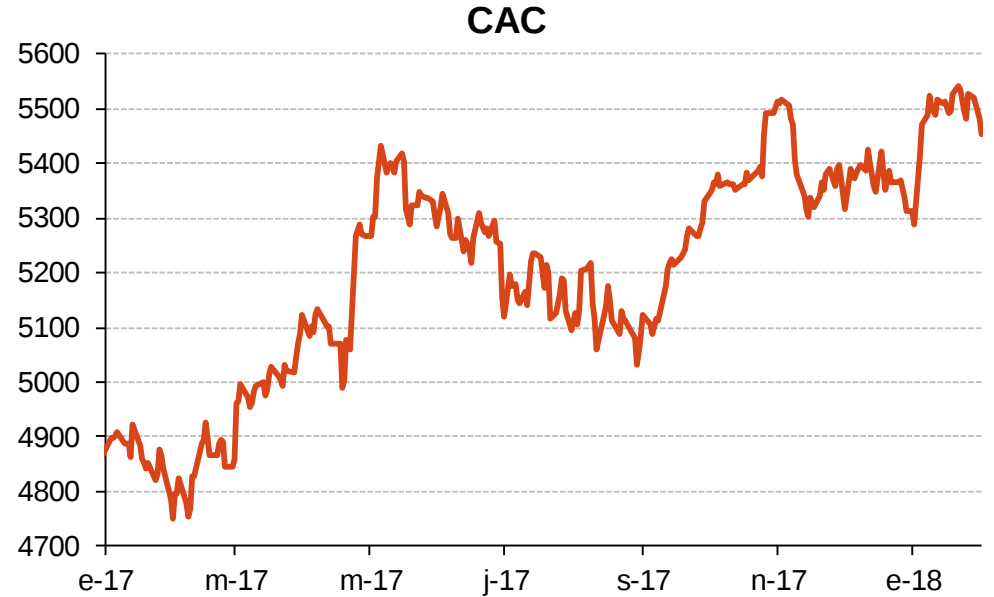
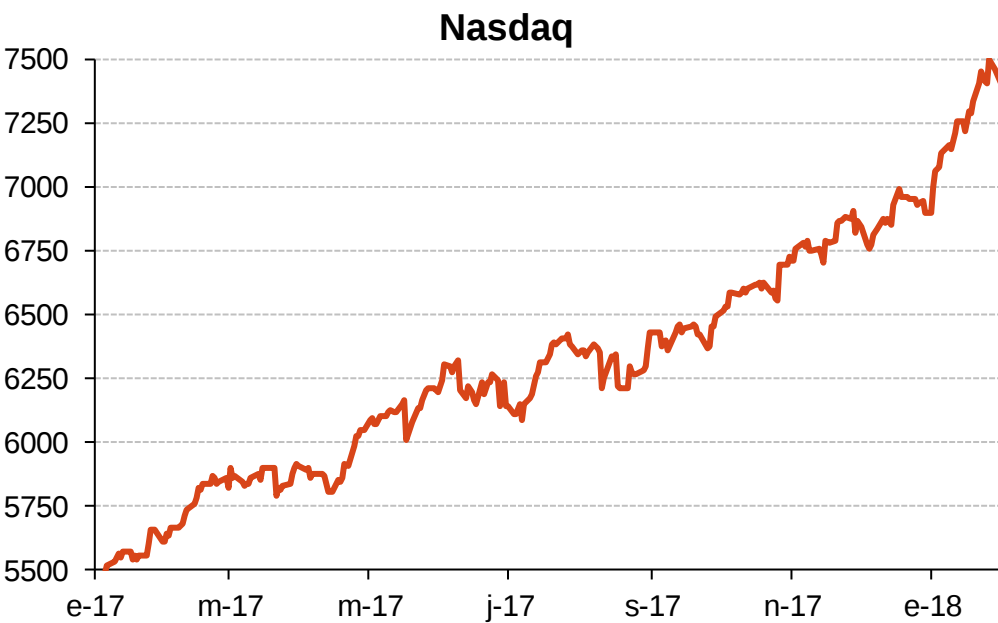


S&P 500

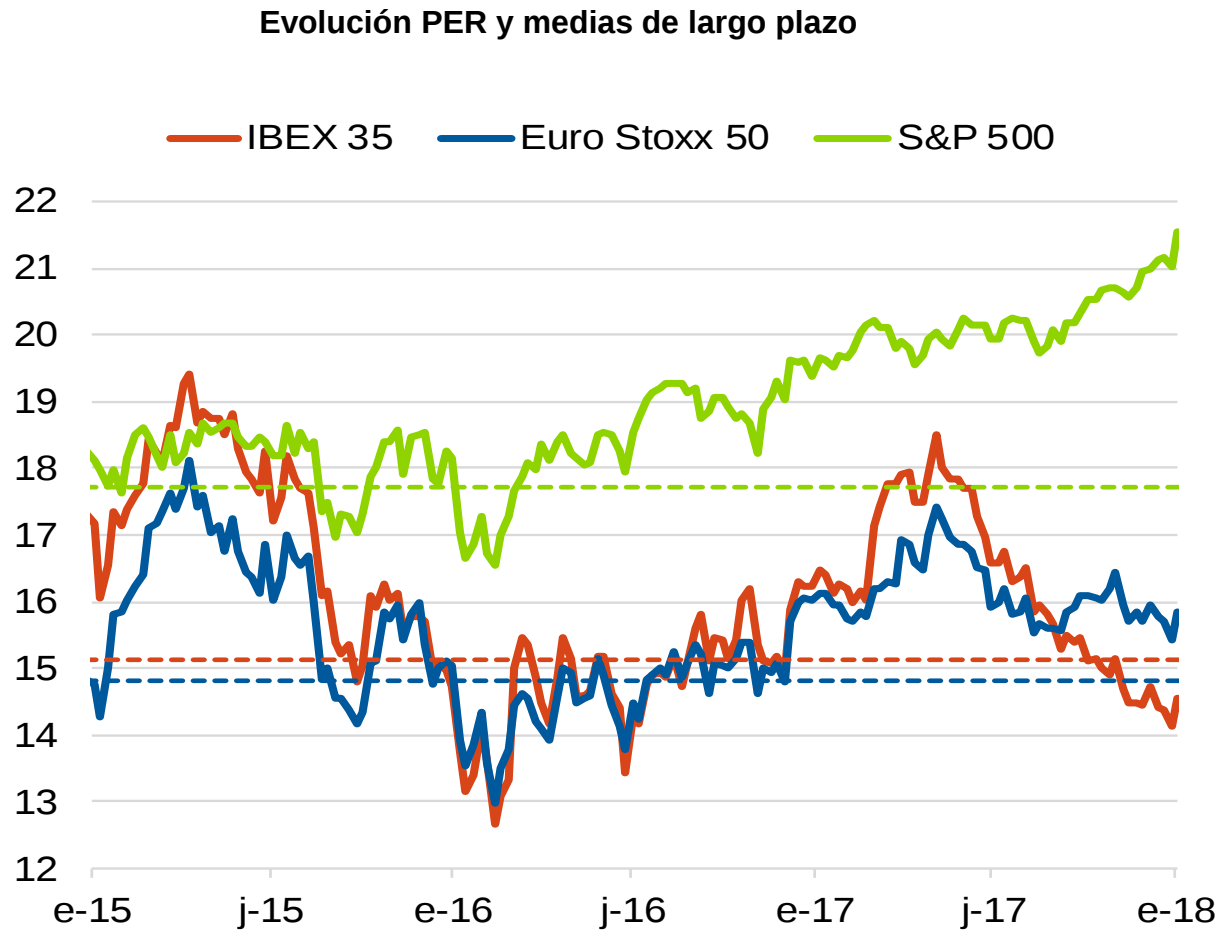


NIKKEI





Los ratios de valoración no están demasiado altos.



La subida de la bolsa ya no parece tan vinculada al QE



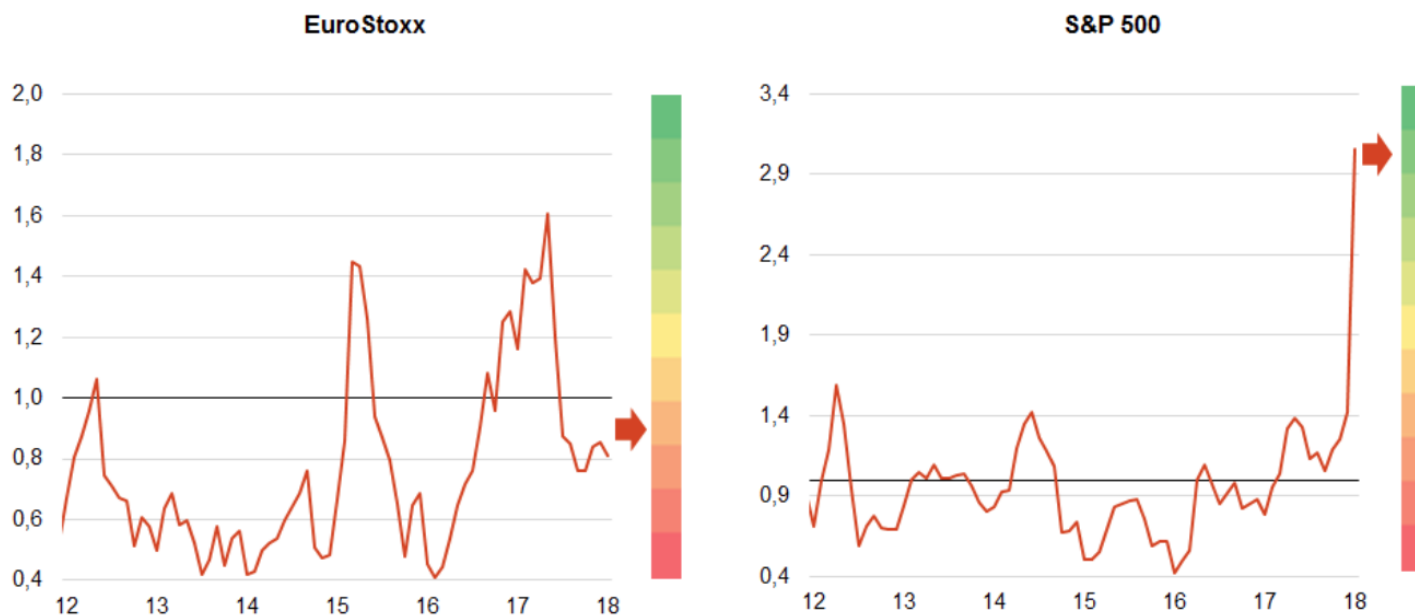
Las revisiones de los beneficios esperados se realizan al alza en 2017 por primera vez en los últimos años

Variación de la estimación de beneficios del consenso desde inicio hasta final de año

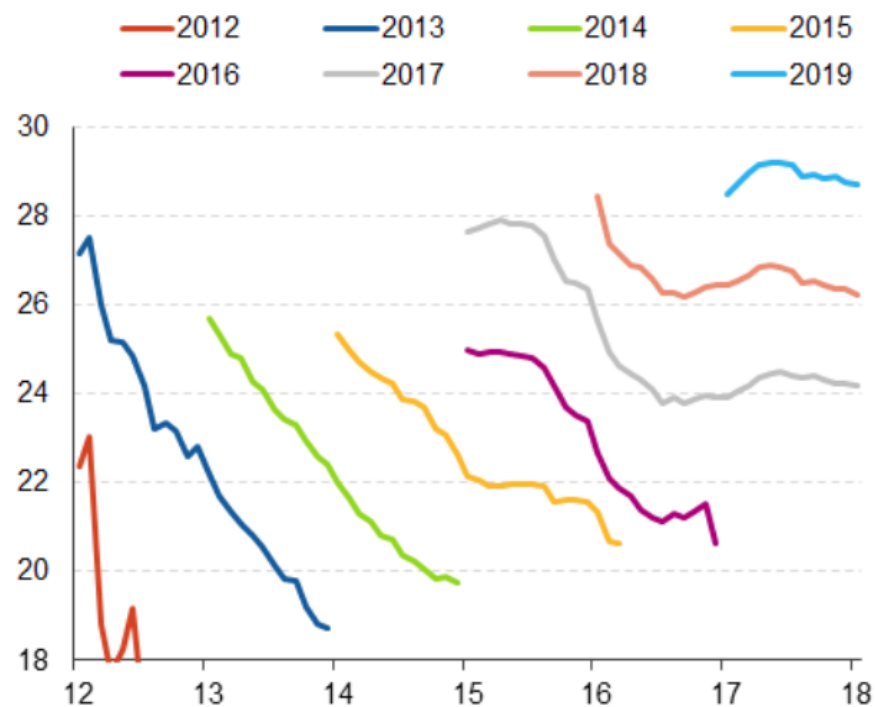
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IBEX 35	-48%	-20%	-9%	-8%	-14%	3%
DAX	-4%	-8%	-7%	-2%	-4%	1%
CAC	-19%	-16%	-11%	-1%	0%	1%
EuroStoxx	-86%	-16%	-10%	-3%	-9%	1%
S&P 500	-4%	-3%	-2%	-4%	-2%	0%

Fuente: Afi, Factset

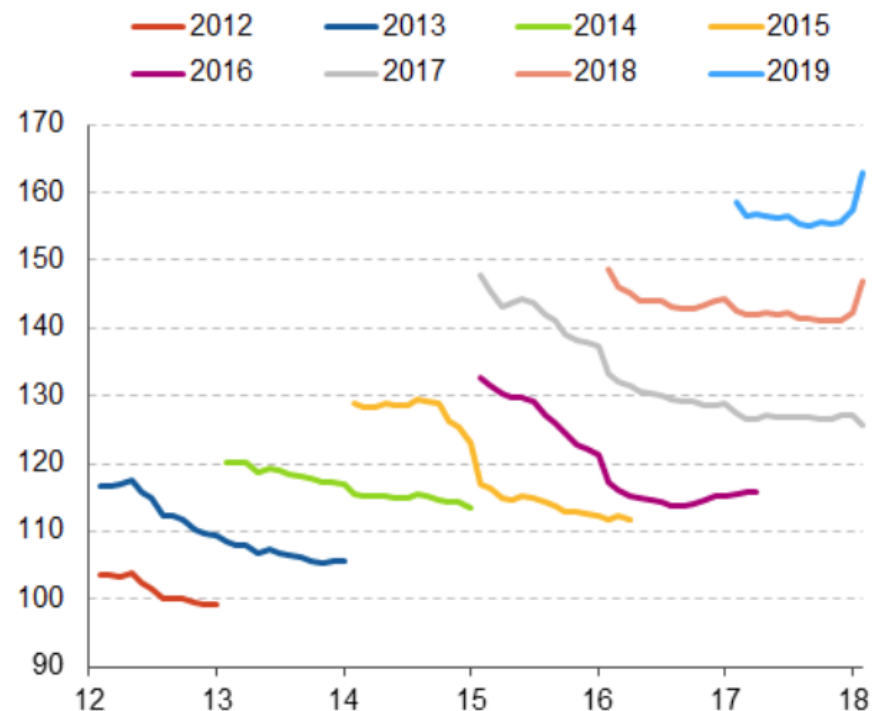
Ratio de revisiones de beneficios del consenso de analistas para EuroStoxx 50 y S&P 500



EuroStoxx



S&P 500



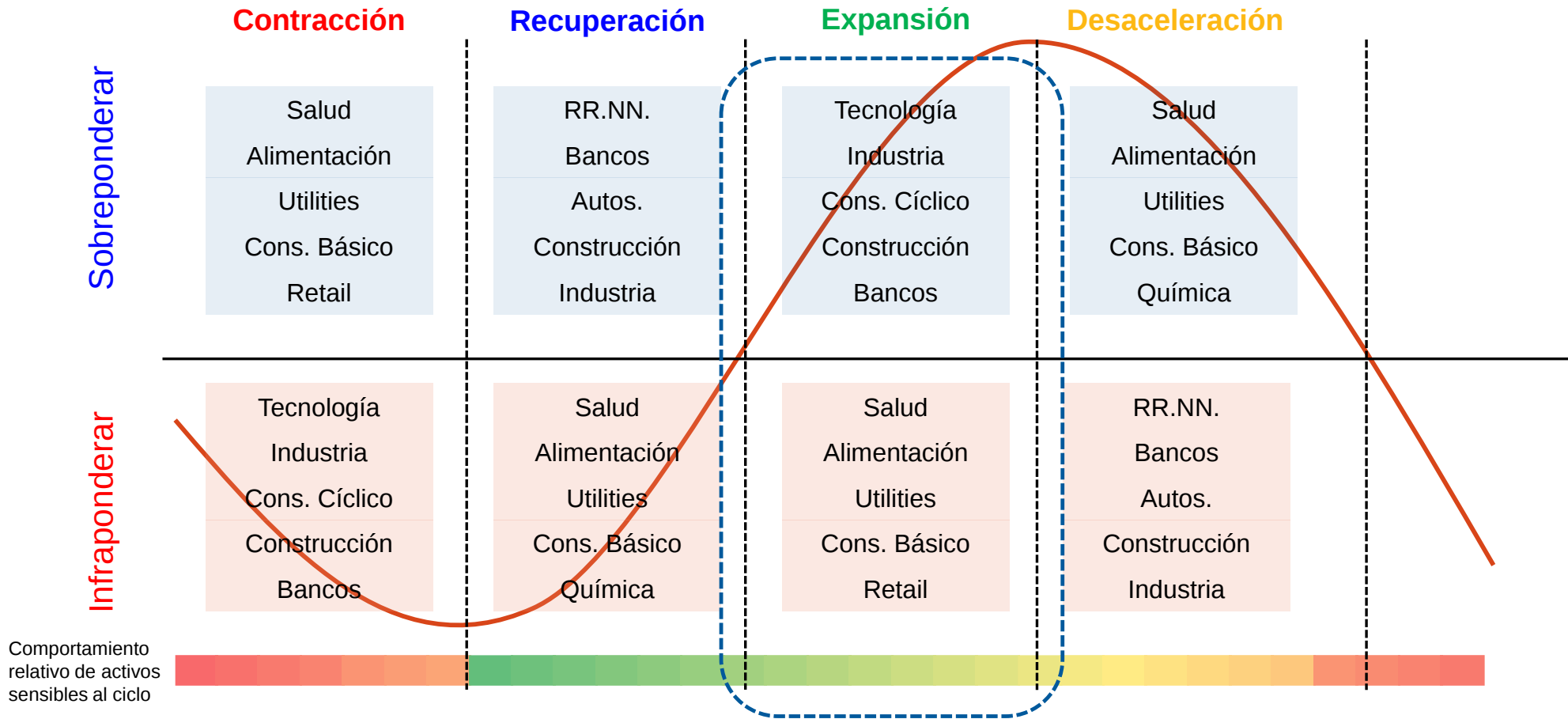


El consenso de analistas espera un crecimiento del BPA 2018-2020 cercano al 10% anual para los mercados desarrollados y al 15% para los emergentes

		PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA						
						2015	2016	2017	2018	2019	2020	TCAC
Media desarrollados: 9%	Euro Stoxx 50	15,6	1,7	3,3%	10,8%	-1%	0%	14%	10%	9%	8%	9%
	Ibex 35	14,6	1,5	3,6%	10,0%	2%	-6%	31%	8%	9%	8%	8%
	CAC 40	16,0	1,6	3,0%	10,2%	-3%	18%	10%	7%	9%	10%	9%
	DAX Perf	15,0	1,8	2,8%	12,2%	0%	10%	12%	9%	8%	6%	8%
	S&P 500	20,8	3,4	1,8%	16,3%	1%	3%	10%	13%	11%	10%	11%
	Dow Jones	20,5	4,1	2,1%	20,1%	-5%	4%	12%	11%	10%	7%	9%
Media emergentes: 13%	NASDAQ 100	24,4	5,2	1,0%	21,3%	11%	7%	11%	12%	11%	5%	9%
	Hang Seng	14,7	1,6	3,3%	10,8%	-19%	-6%	21%	10%	12%	13%	11%
	Sensex 30	23,5	3,3	1,2%	14,1%	-2%	4%	7%	20%	19%	24%	21%
	Bovespa	15,0	1,8	2,7%	11,7%	-67%	134%	74%	13%	17%	-3%	9%
	Kospi 200	10,3	1,2	1,6%	11,4%	8%	18%	54%	9%	3%	4%	5%
	MexBol	18,6	2,7	2,5%	14,4%	5%	31%	8%	17%	13%	26%	18%

- Expectativa de mayor crecimiento de beneficios en Estados Unidos, donde los múltiplos de valoración y la rentabilidad (ROE) de las empresas también son superiores.
- Elevada divergencia entre los emergentes, con expectativas de crecimiento que oscilan entre el 5% anualizado esperado para el Kospi (Corea del Sur) o el 9% para el Bovespa (Brasil) y el 21% del Sensex (India) o el 18% del MexBol (México)

En este contexto económico, son los sectores más cíclicos los que más beneficiados se pueden ver en próximos meses



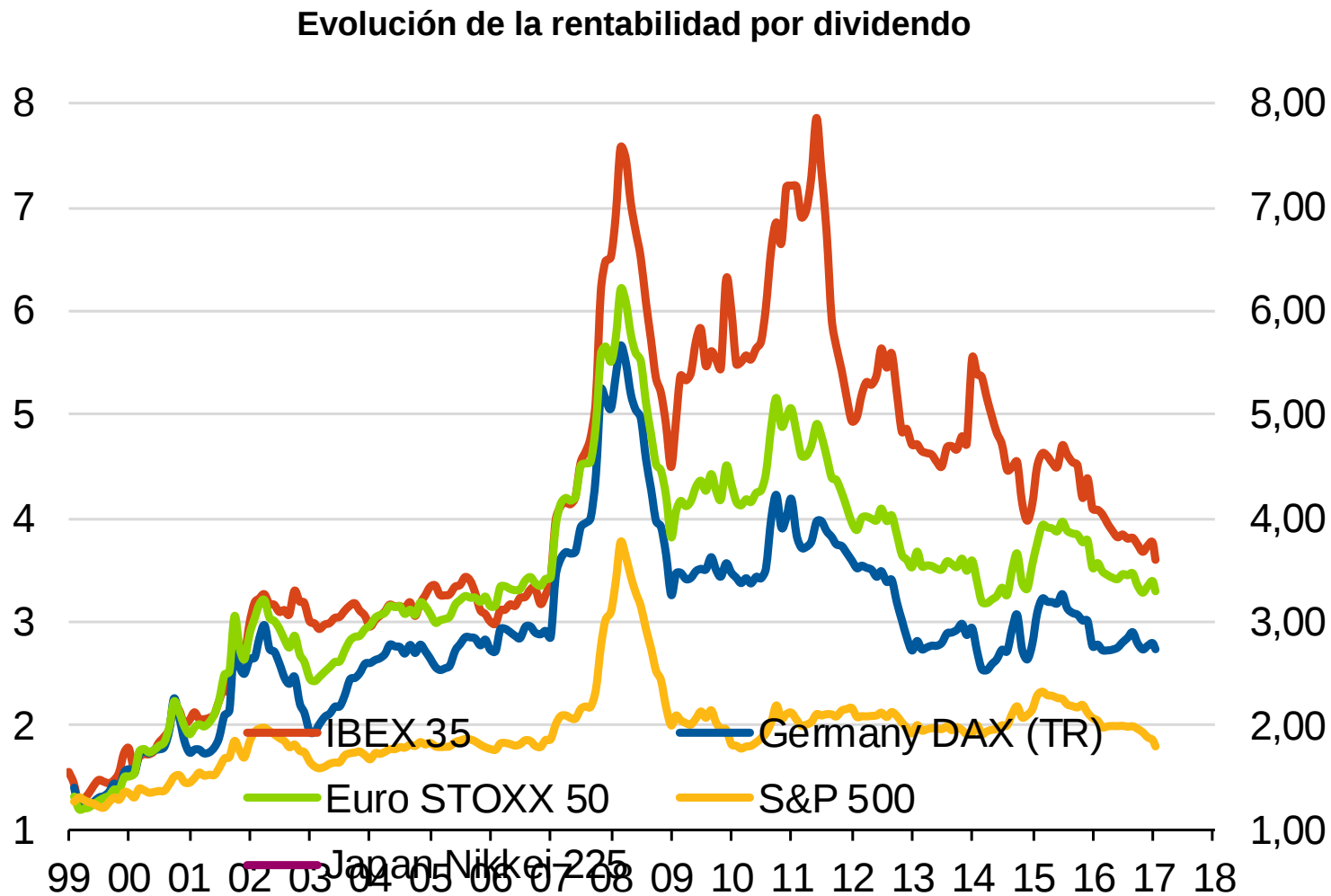
Posicionamiento sectorial en renta variable EUR: sobreponderación en Bancos, Construcción, Industria, Consumo y Tecnología

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA						
					2015	2016	2017	2018	2019	2020	TCAC
Autos	9,3	1,3	2,9%	14,3%	5%	22%	25%	6%	5%	-1%	3%
Bancos	12,3	0,9	4,0%	7,1%	61%	-41%	72%	9%	12%	9%	10%
Rec Nat	13,2	1,4	2,1%	10,4%	n.d.	n.d.	60%	-1%	7%	10%	5%
Química	18,3	2,4	2,6%	13,1%	5%	-2%	20%	7%	9%	12%	9%
Construcción	18,5	2,0	2,7%	10,6%	18%	6%	12%	11%	11%	15%	12%
Serv Financieros	18,2	1,6	2,5%	8,8%	24%	-12%	49%	11%	-8%	32%	10%
Alimentación	24,1	3,2	2,5%	13,2%	8%	-20%	17%	13%	9%	10%	11%
Salud	17,7	2,4	2,4%	13,3%	4%	9%	1%	5%	9%	10%	8%
Industria	21,2	3,3	2,4%	15,5%	2%	10%	12%	14%	12%	9%	12%
Seguros	12,7	1,0	4,7%	7,9%	4%	2%	-7%	17%	6%	4%	9%
Media	19,7	2,6	3,1%	13,1%	18%	-5%	14%	11%	10%	9%	10%
Oil & Gas	15,0	1,2	4,6%	8,2%	-24%	-23%	40%	6%	6%	5%	6%
Personal & H.G.	24,7	4,3	1,9%	17,2%	15%	12%	14%	11%	4%	8%	8%
Retail	23,5	3,3	2,4%	14,2%	1%	3%	-3%	14%	9%	12%	11%
Tecnología	23,4	3,6	1,4%	15,4%	13%	4%	17%	10%	16%	12%	13%
Telecom	18,6	2,0	4,1%	10,5%	21%	-5%	14%	20%	14%	9%	14%
Viajes & Ocio	12,6	2,5	1,6%	20,1%	196%	10%	11%	-2%	18%	2%	6%
Utilities	15,7	1,4	4,8%	8,7%	-1%	-8%	-3%	6%	10%	7%	7%
EuroStoxx	16,3	1,8	2,9%	10,9%	7%	0%	21%	9%	9%	8%	8%

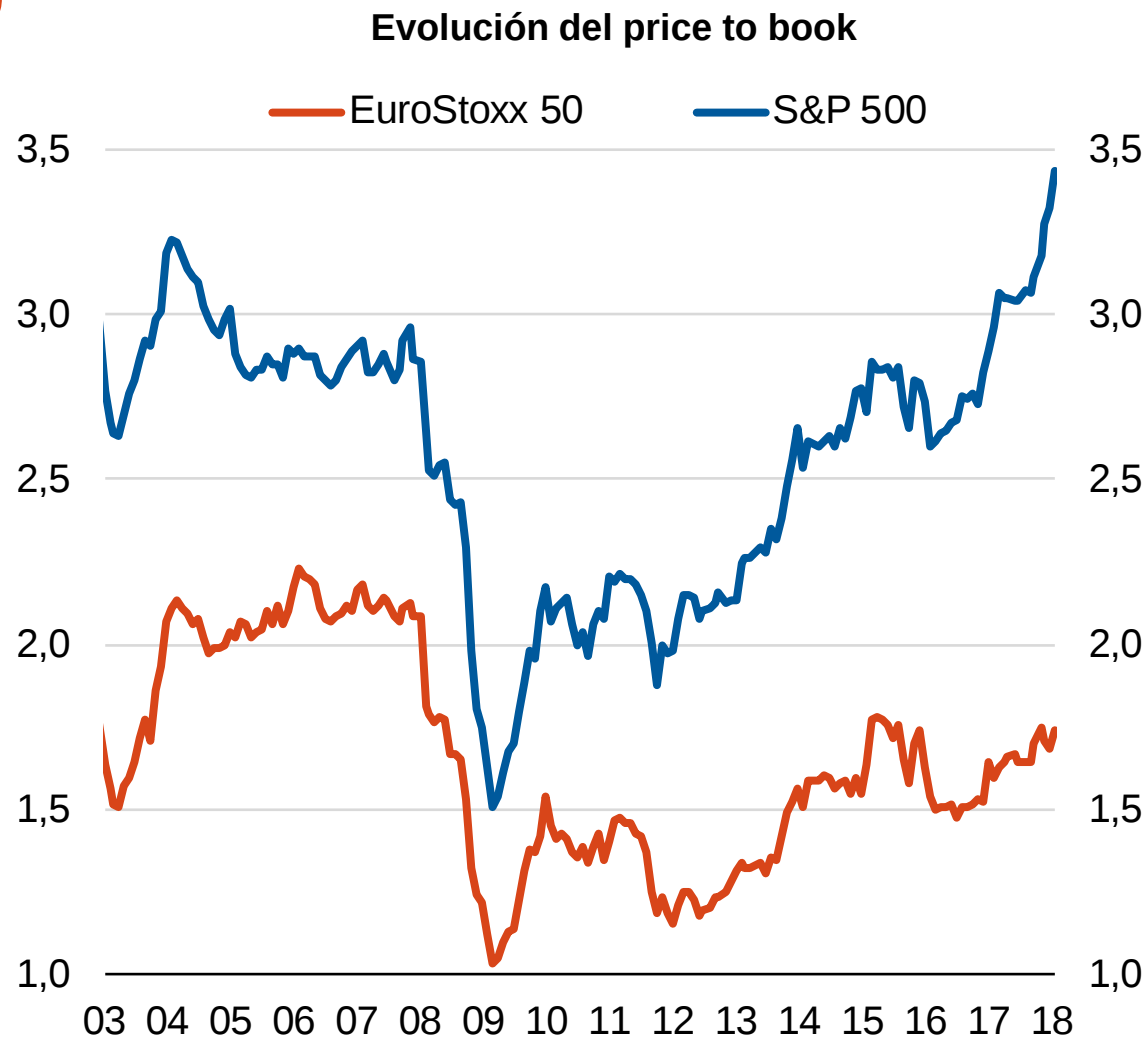
Posicionamiento sectorial en renta variable EUR: sobreponderación en Consumo Cíclico, Energía, Financieras, Industria, Tecnología y Recursos Naturales

		PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA						
						2015	2016	2017	2018	2019	2020	TCAC
➡	C. Cíclico	24,1	5,4	1,3%	22%	27%	16%	-8%	9%	12%	13%	11%
	C. Básico	21,6	4,9	2,7%	23%	9%	7%	-8%	8%	8%	9%	8%
➡	Energía	36,8	2,0	2,6%	5%	-59%	-75%	254%	40%	21%	30%	30%
➡	Financiero	17,8	1,6	1,5%	9%	25%	5%	-5%	20%	13%	8%	13%
	Salud	18,5	4,1	1,5%	22%	22%	12%	-6%	6%	10%	11%	9%
➡	Industria	21,9	4,9	1,9%	23%	14%	5%	-9%	9%	12%	17%	13%
➡	Tecnología	23,1	5,5	1,0%	24%	23%	14%	-1%	14%	10%	3%	9%
➡	RR.NN.	22,4	4,4	1,7%	20%	7%	0%	-7%	19%	9%	21%	16%
	Telecom.	13,3	2,6	5,1%	20%	25%	4%	-14%	1%	2%	2%	2%
	Utilities	17,7	1,9	3,6%	11%	11%	10%	-11%	4%	5%	4%	5%
	S&P 500	21,5	3,4	1,7%	16%	12%	6%	-4%	12%	11%	10%	11%

La rentabilidad por dividendo, por debajo de las medias históricas...

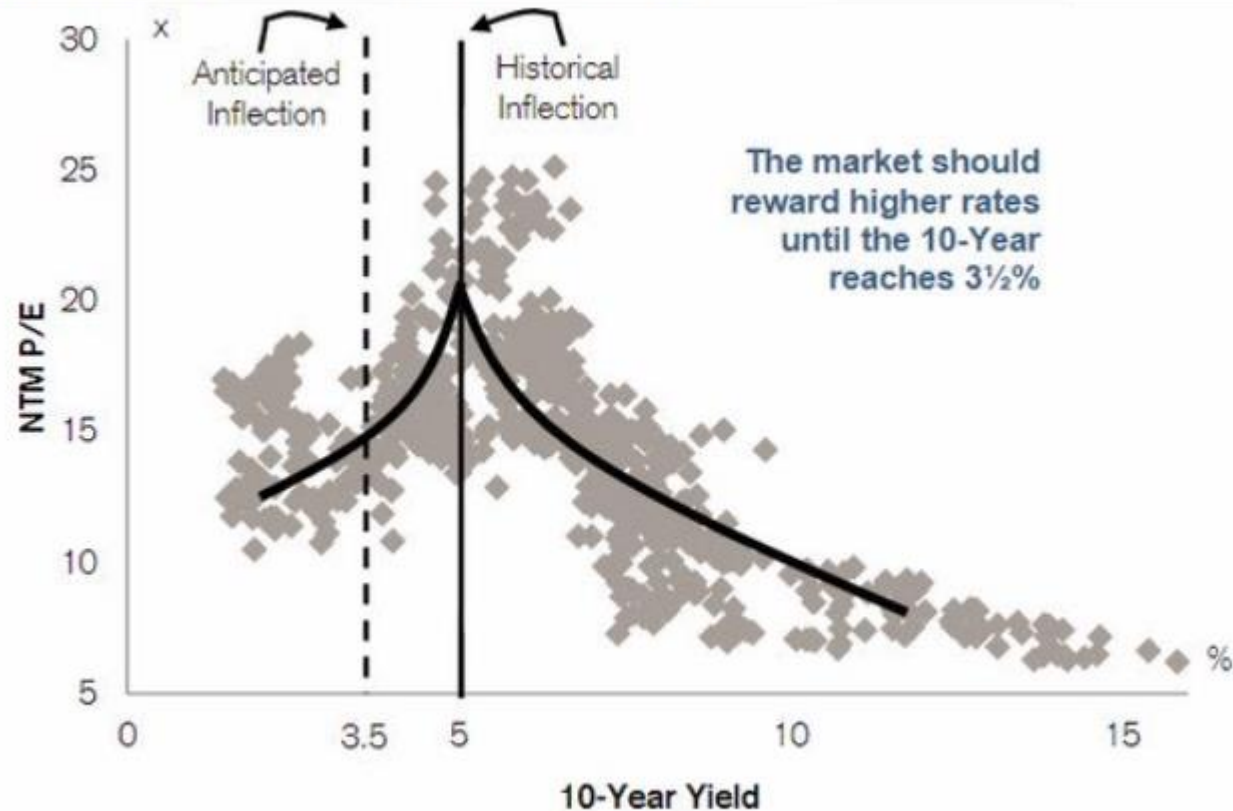


... y el price to book se aleja de 1,0x en Europa y casi alcanza 3,5x en S&P 500



Margen para absorber repuntes de tipos de interés

Figure 9: Equity Valuations vs. 10-Year Yield



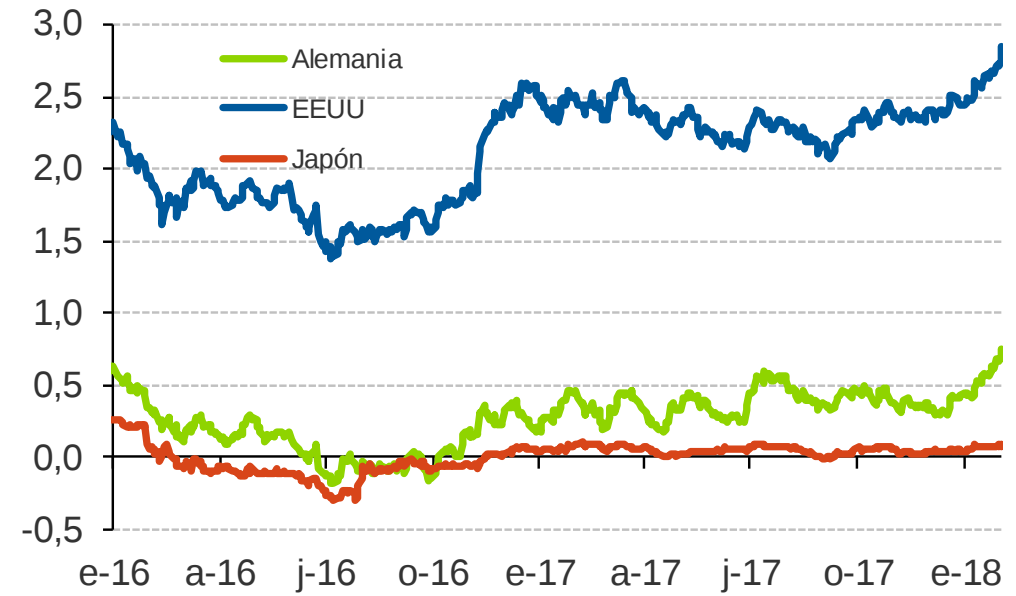
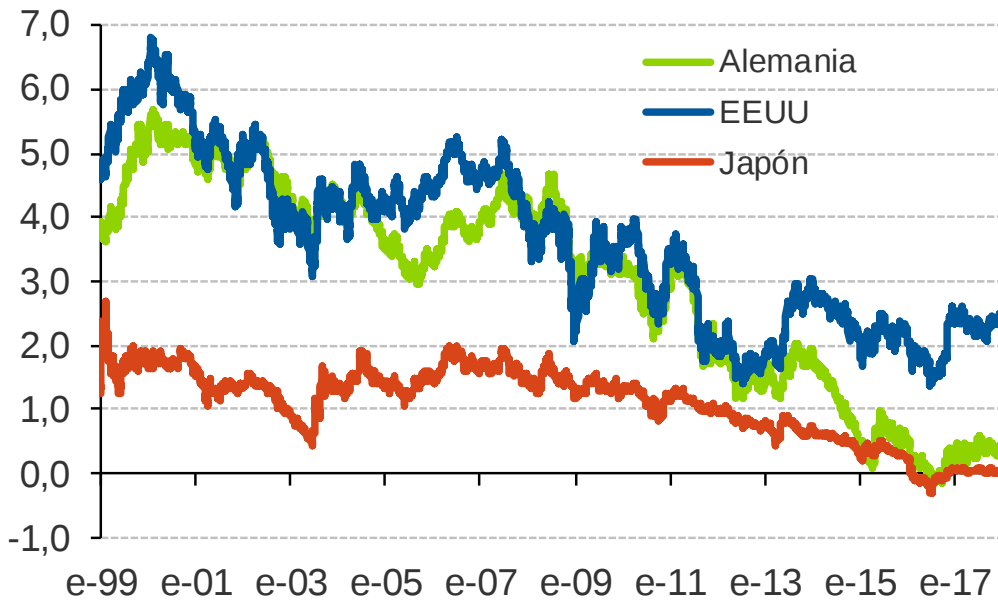
Note: 1965 to present

Source: Standard & Poor's, Federal Reserve, Thomson Financial, FactSet, Haver Analytics®, Credit Suisse

9.2. | Renta fija

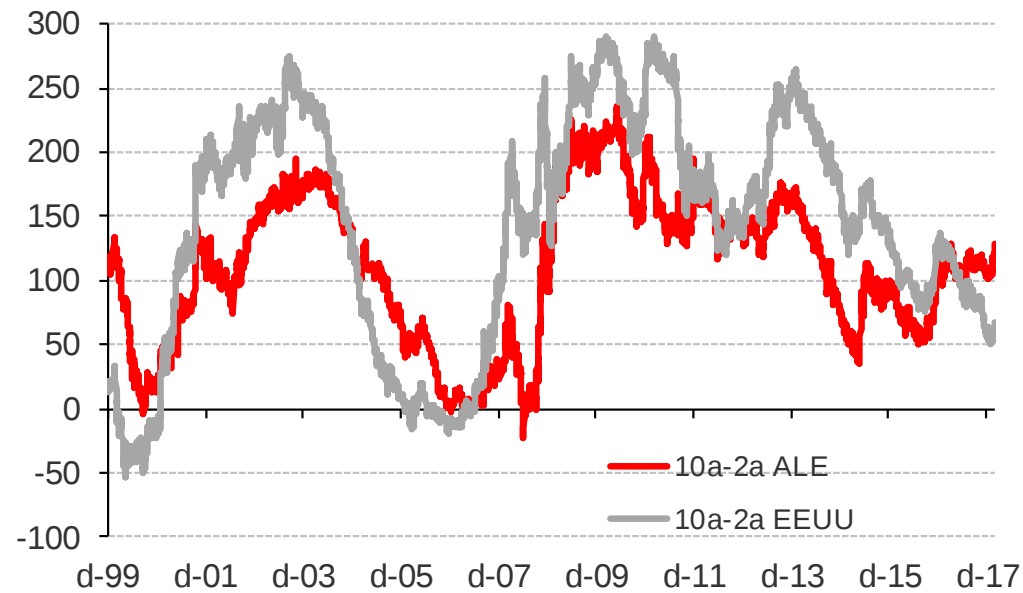
Nuevo intento de repunte de los tipos de interés...

Evolución de los tipos de interés a 10 años

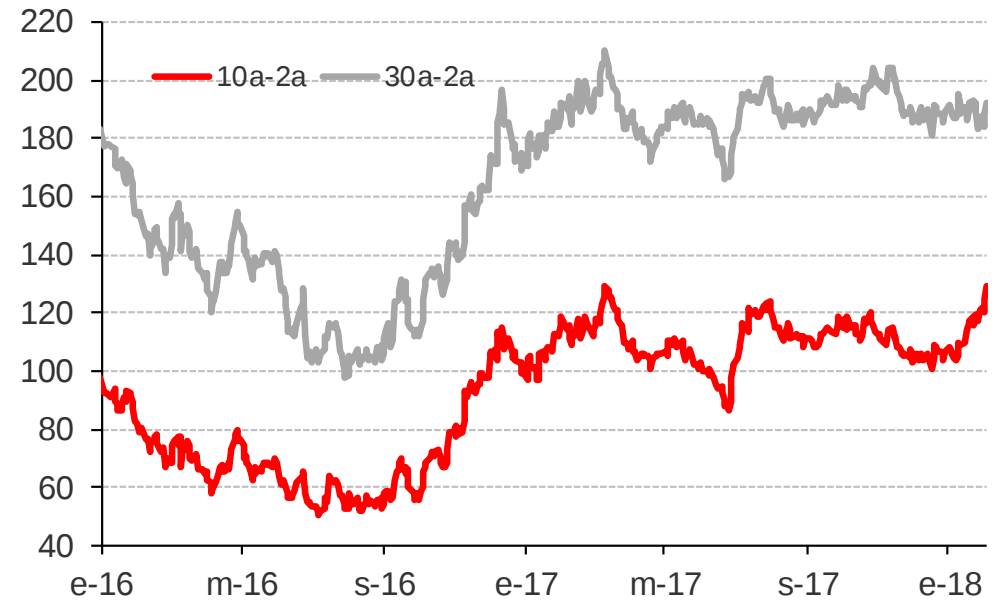


... compatible, esta vez, con ligero aumento de pendiente.

Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de EEUU y Alemania

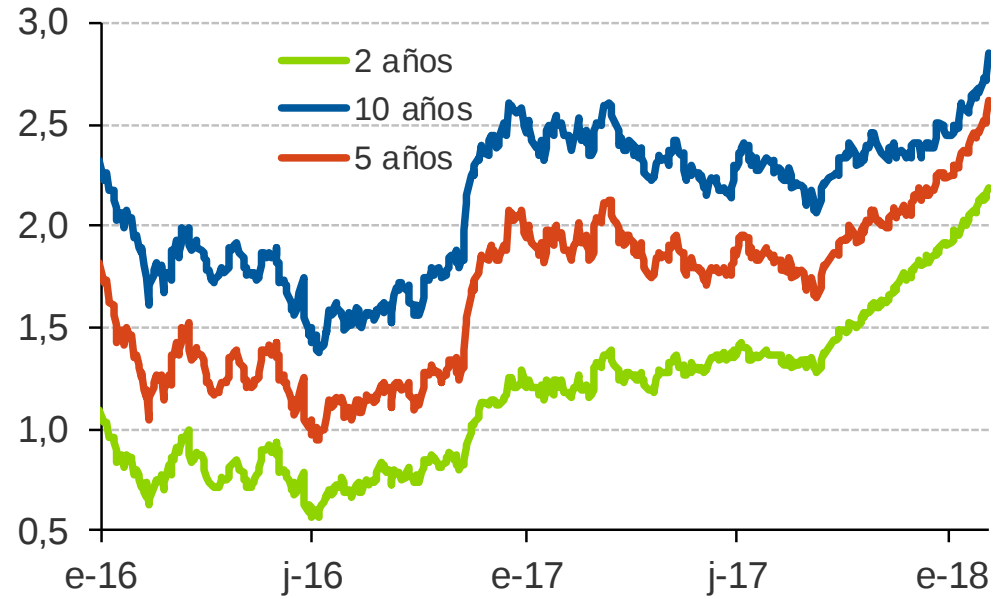
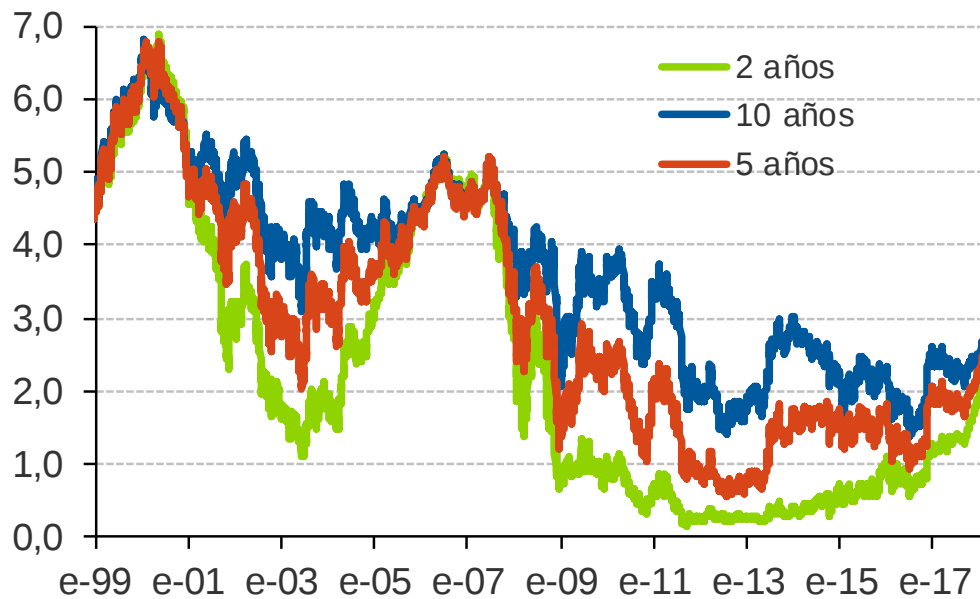


Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de Alemania



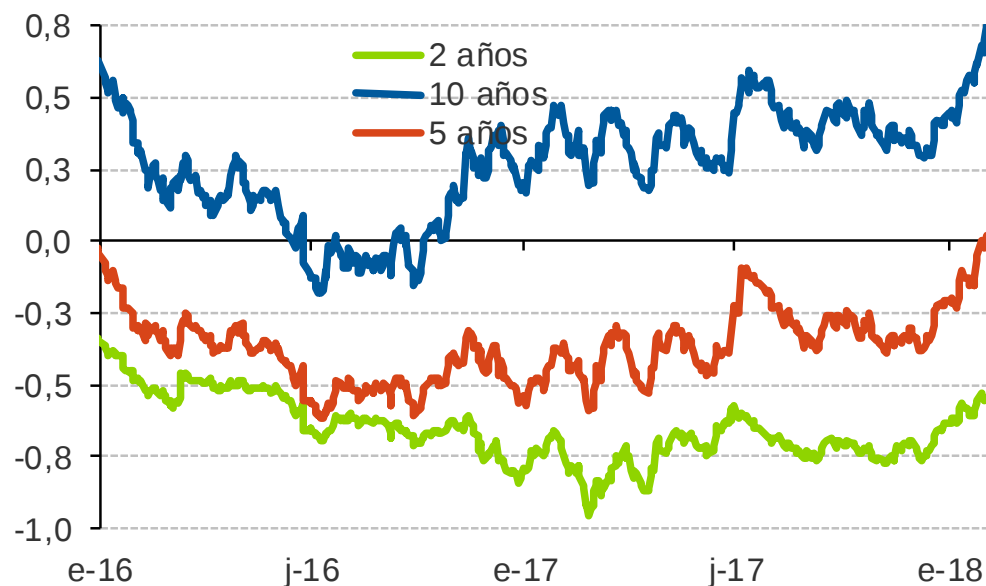
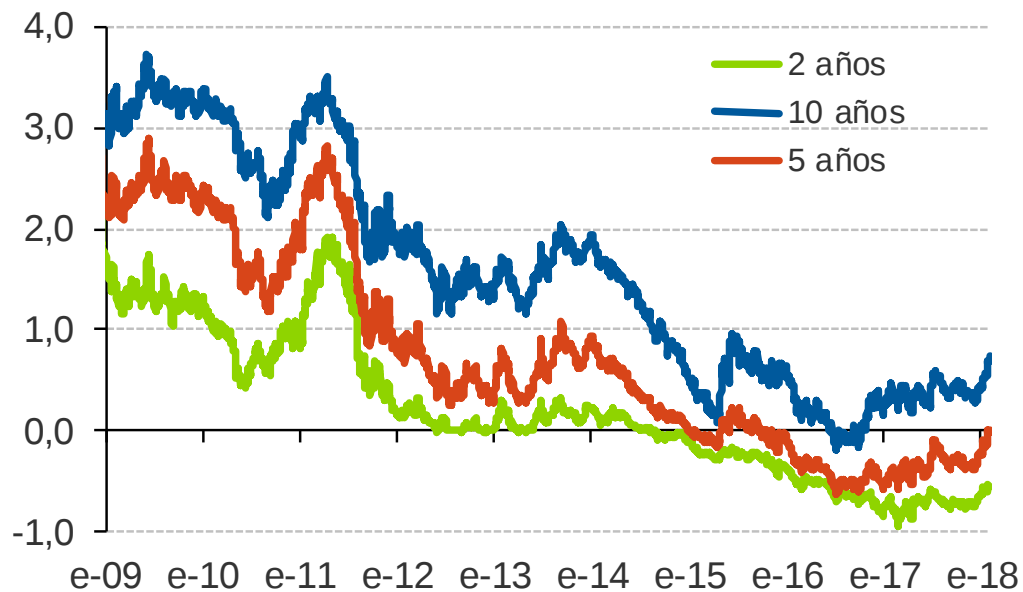
Repunta el tramo corto y el tramo largo de la curva de EEUU

Evolución de los tipos de interés a 2, 5 y 10 años de EEUU



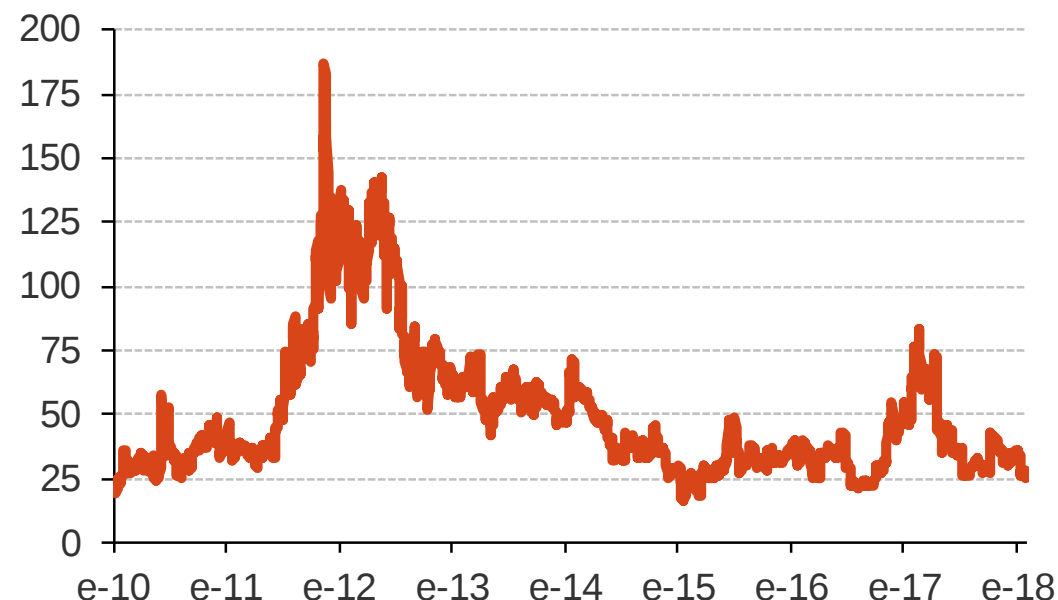
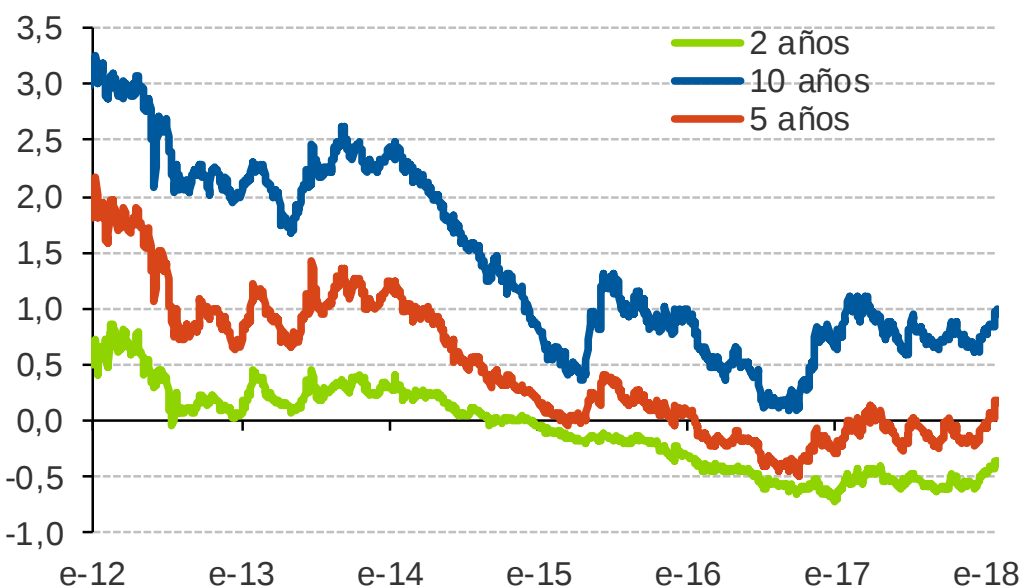
Curva alemana: ¿a por la definitiva superación del 0,50% por parte del 10 años?

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Alemania



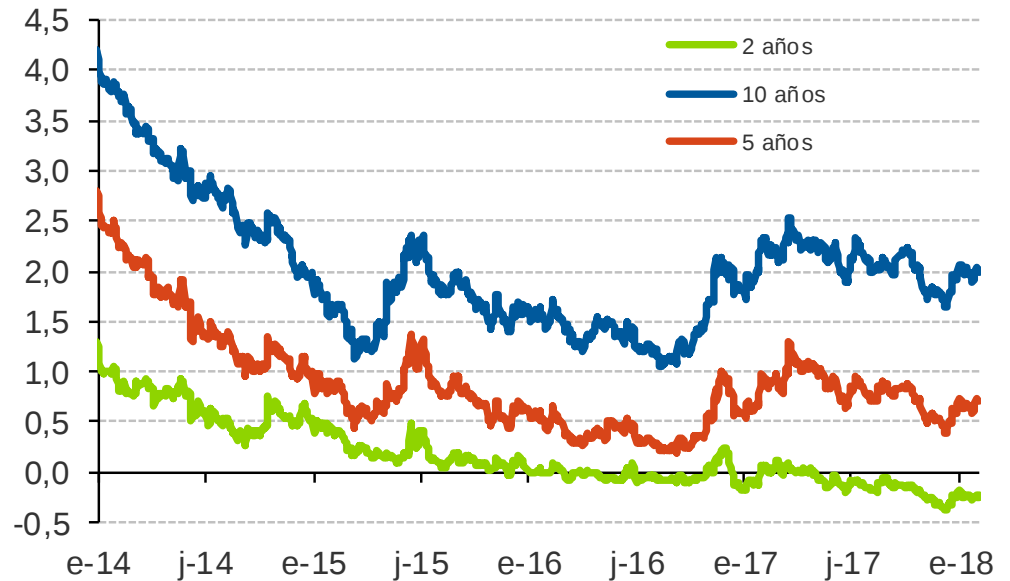
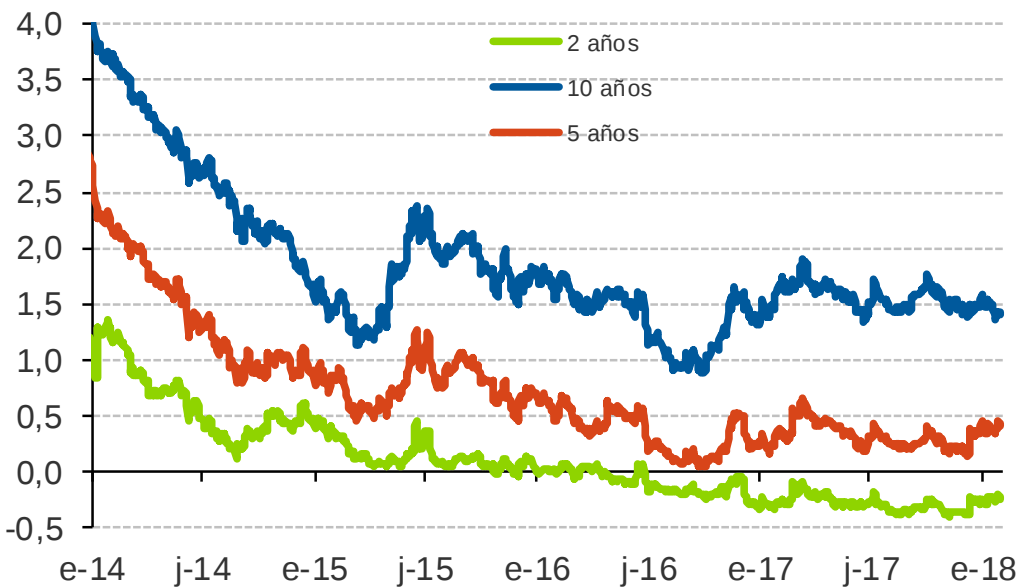
La prima Francia – Alemania cede hasta los niveles previos a las elecciones.

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Francia y diferencial frente a Alemania



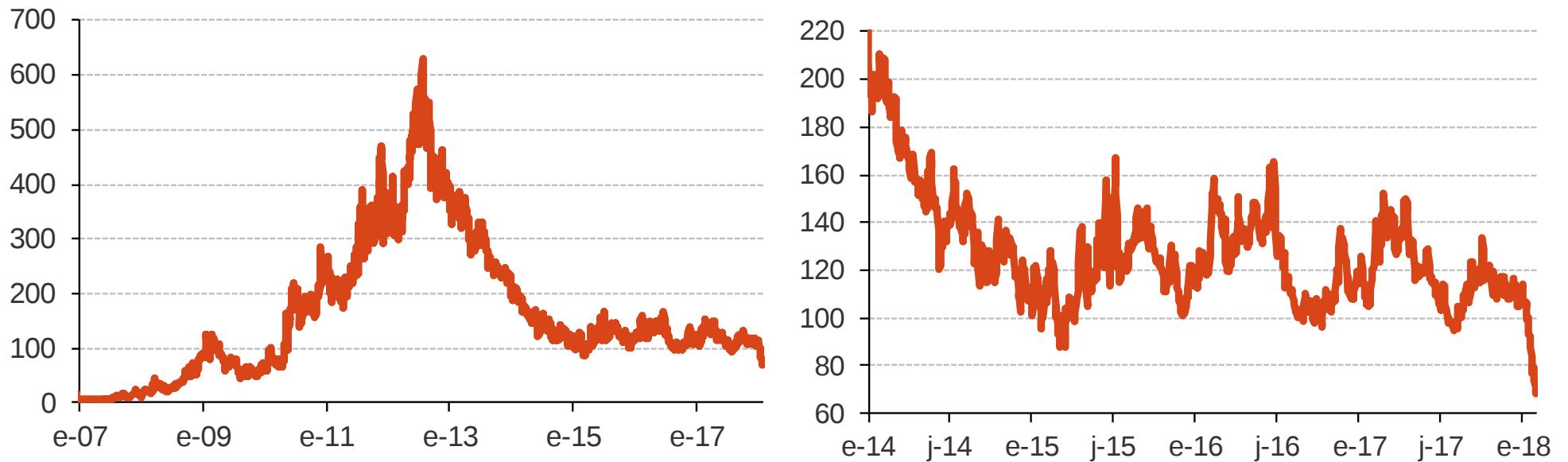
Mejor comportamiento de la curva ESP vs ITA.

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de España y de Italia

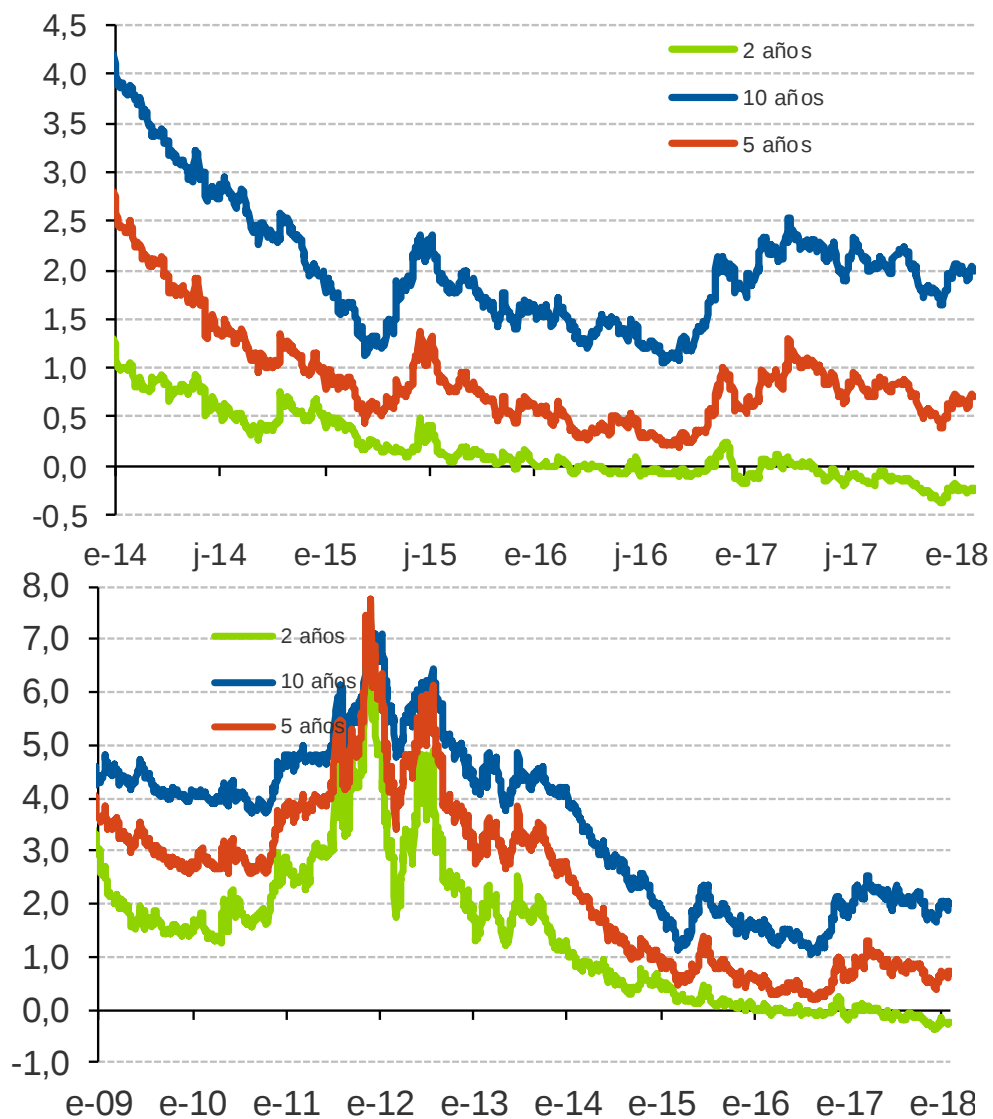


La prima por riesgo de España cae por debajo de 80 pb.

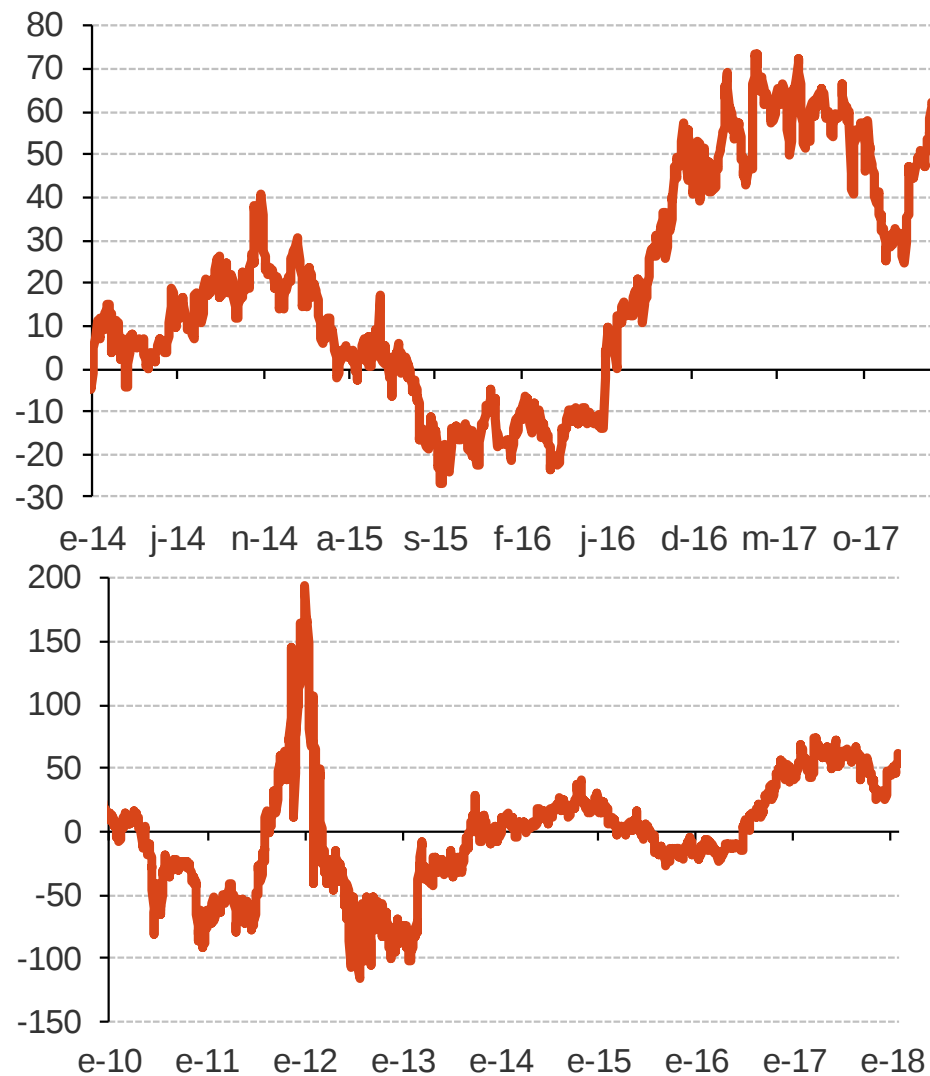
Evolución de la prima por riesgo de España a 10 años



Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Italia

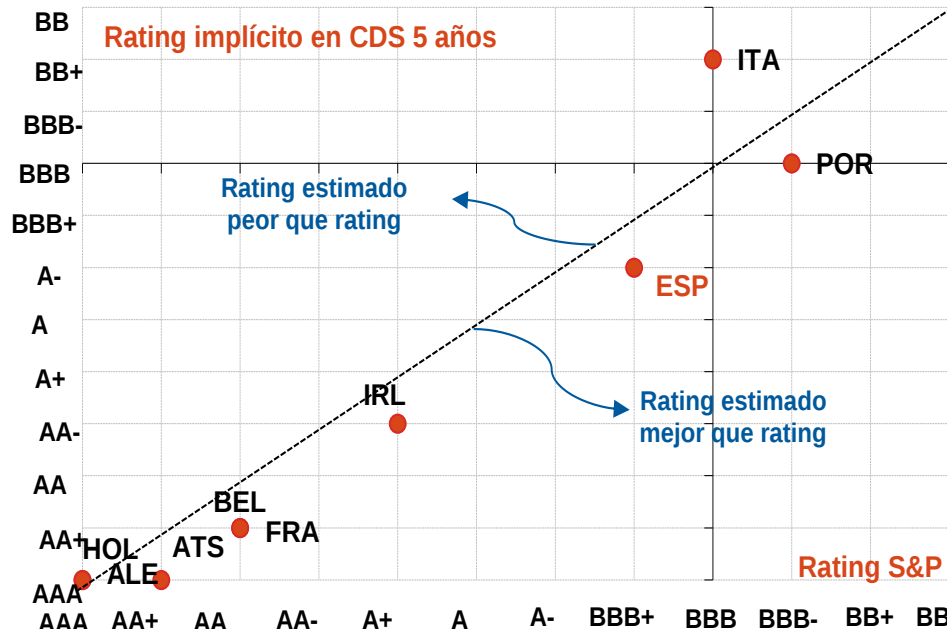


Evolución de la prima por riesgo Italia - España a 10 años



Italia ha sido el país de la periferia con peor comportamiento en las últimas semanas ante la proximidad de las elecciones.

Rating países periféricos

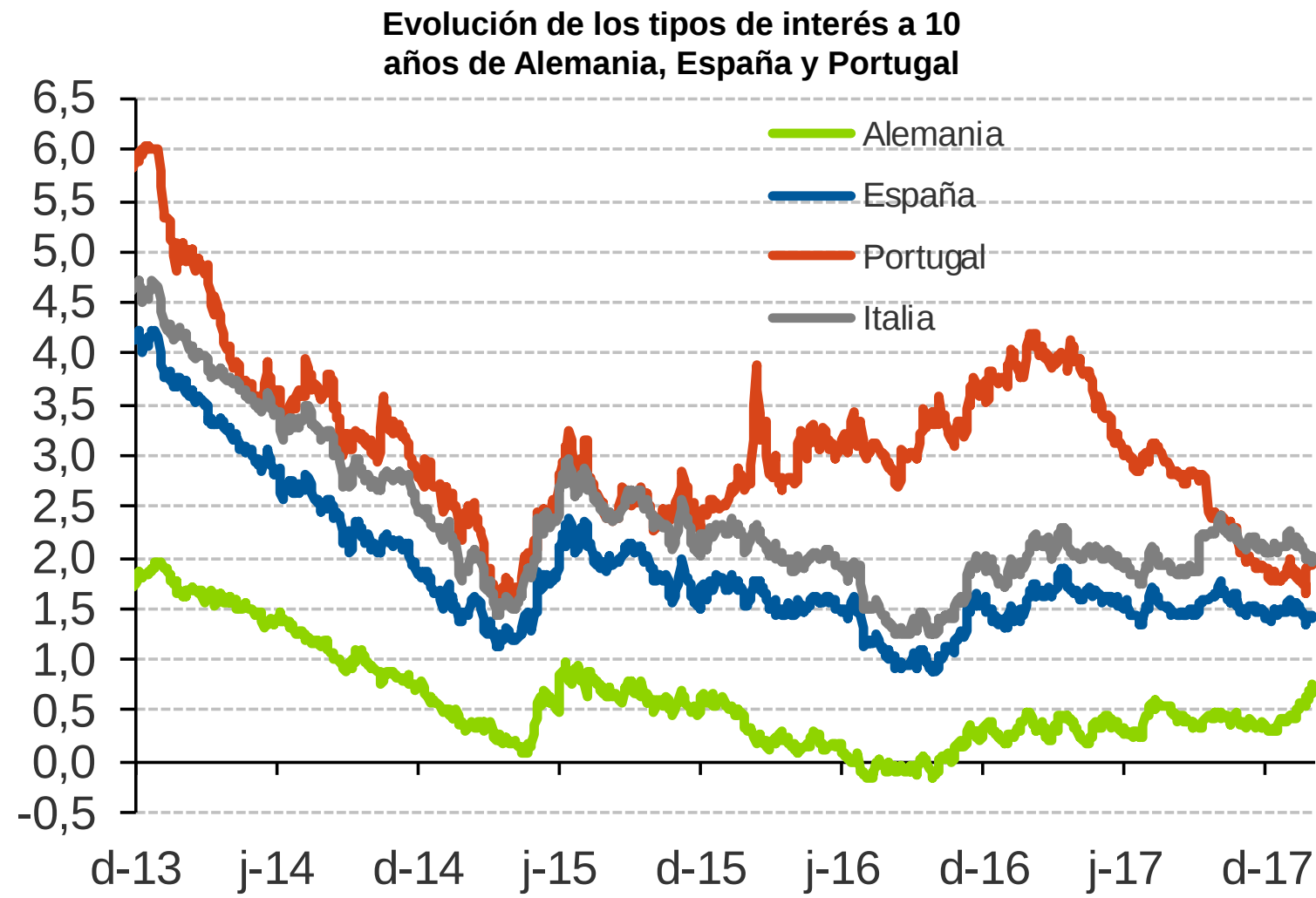


Diferencial ESP-ITA y riesgo político



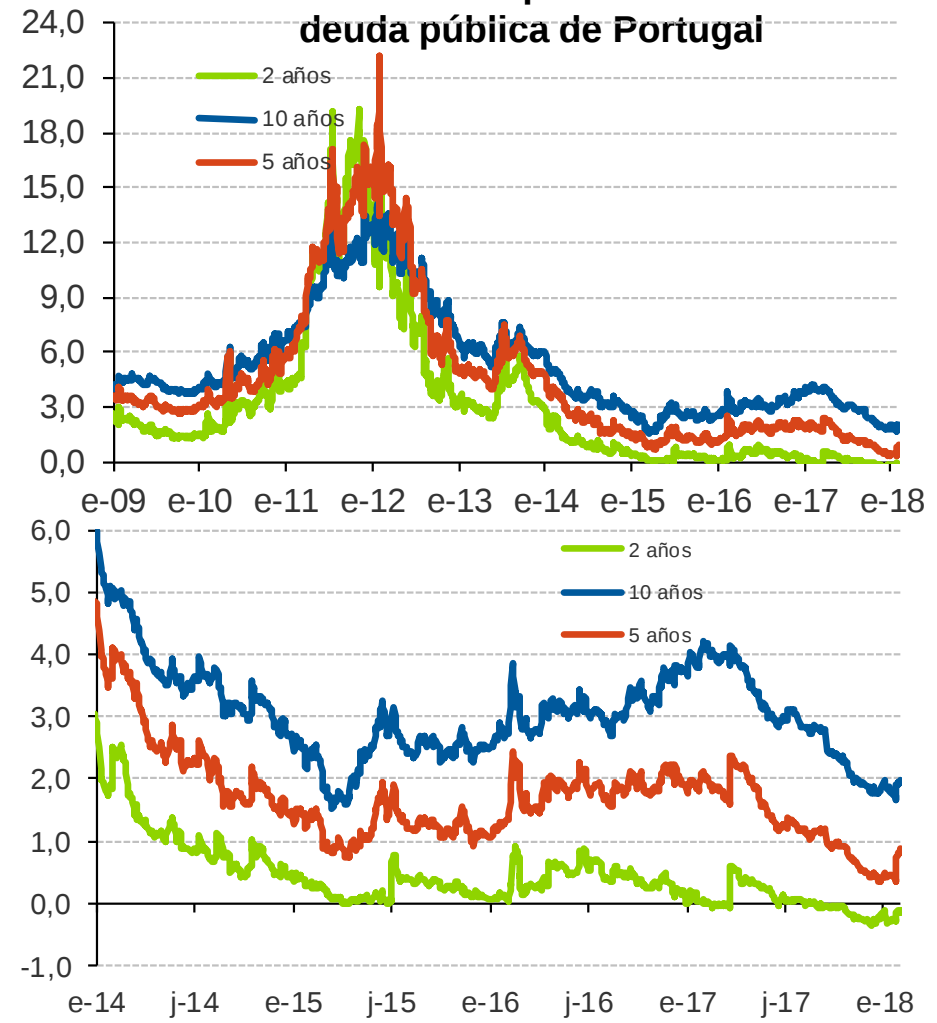
Fuente: Afi, Bloomberg

Portugal ofrece ya menos TIR a 10 años que Italia...

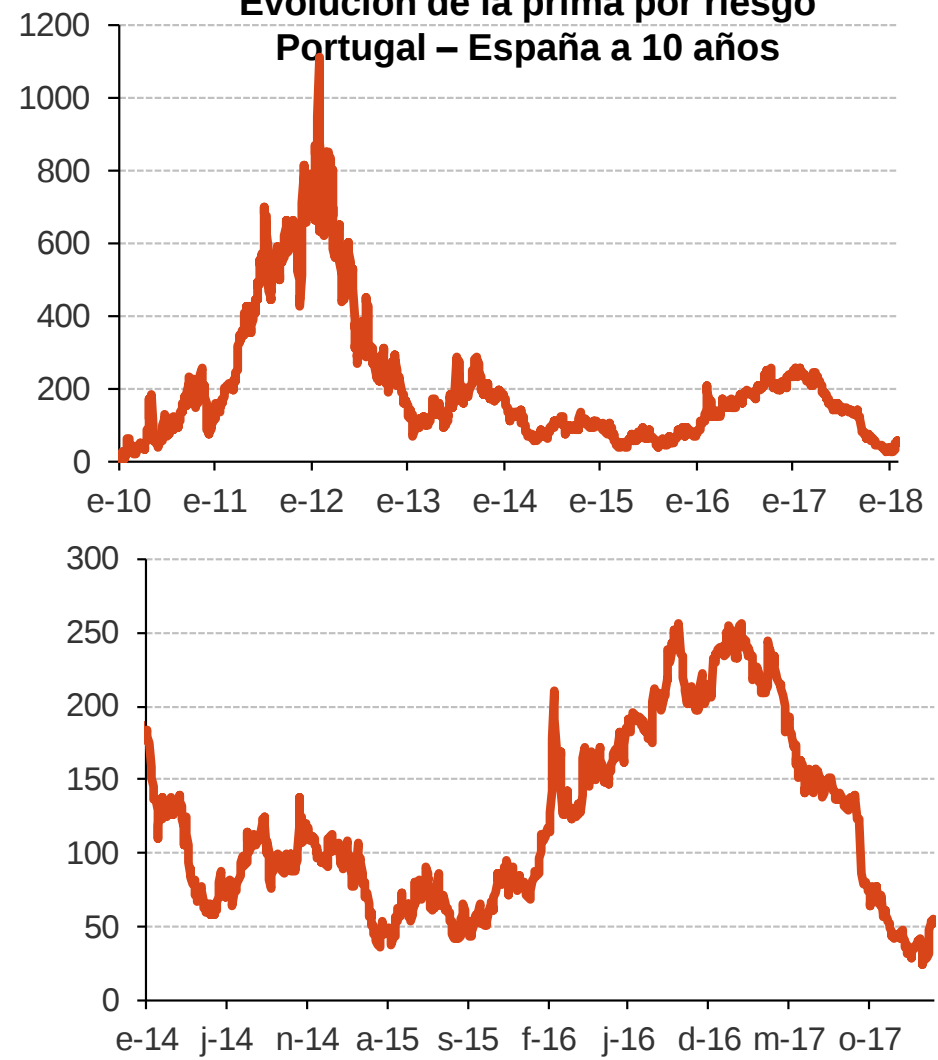


... gracias a la mejora de sus datos macro.

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Portugal



Evolución de la prima por riesgo Portugal – España a 10 años

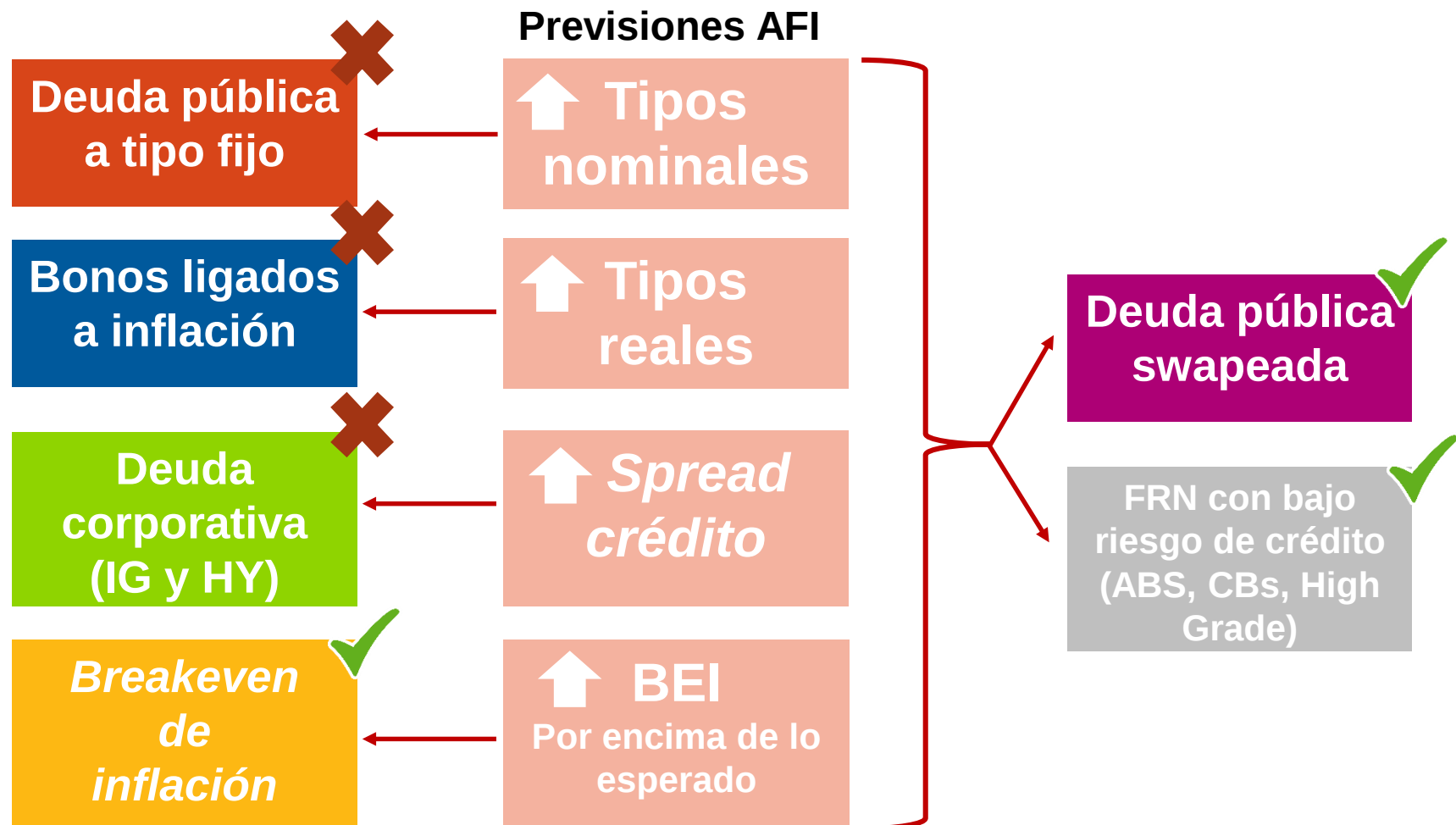


Acercándonos a los niveles para iniciar compra de deuda pública.

Niveles objetivos deuda pública a diferentes plazos

					
2 años	-0,30	-0,10	-0,05	0,00	
5 años	0,00	0,75	0,90	0,95	
10 años	0,70	1,85	2,25	2,30	

Creemos apropiado posicionarnos en deuda pública swapeada, FRNs con riesgo de crédito reducido y a favor de una elevación de breakeven de inflación.



Los diferenciales vuelven a ceder...

Investment Grade Corporates, OAS (bps)



Source: Bloomberg, Barclays as of January 25, 2018. Option adjusted spread (OAS).

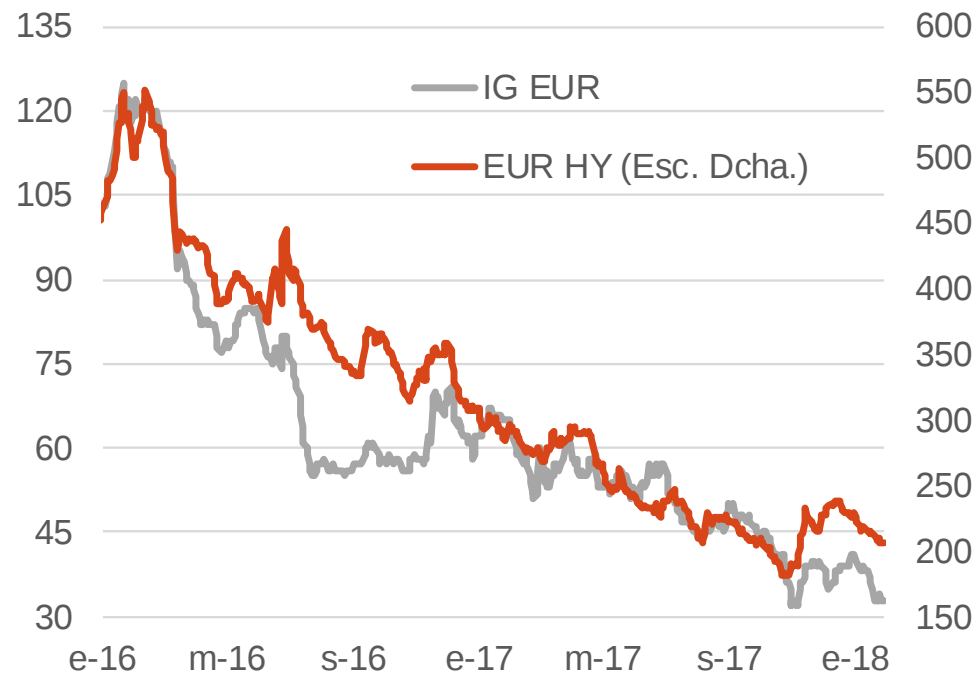
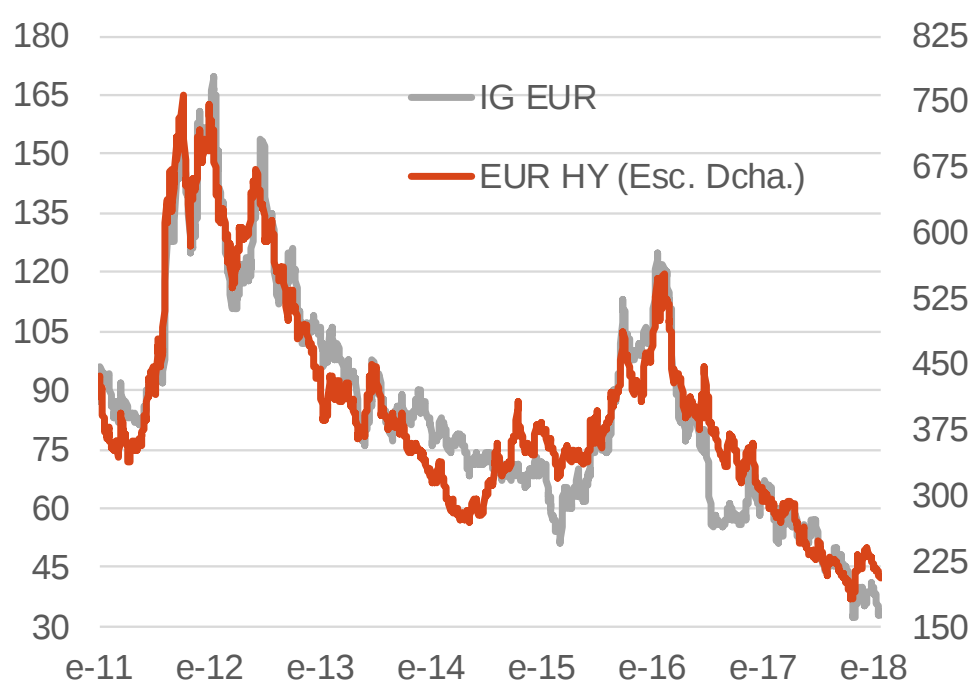
High Yield, OAS (bps)



Source: Bloomberg, Barclays as of January 25, 2018. Option adjusted spread (OAS).

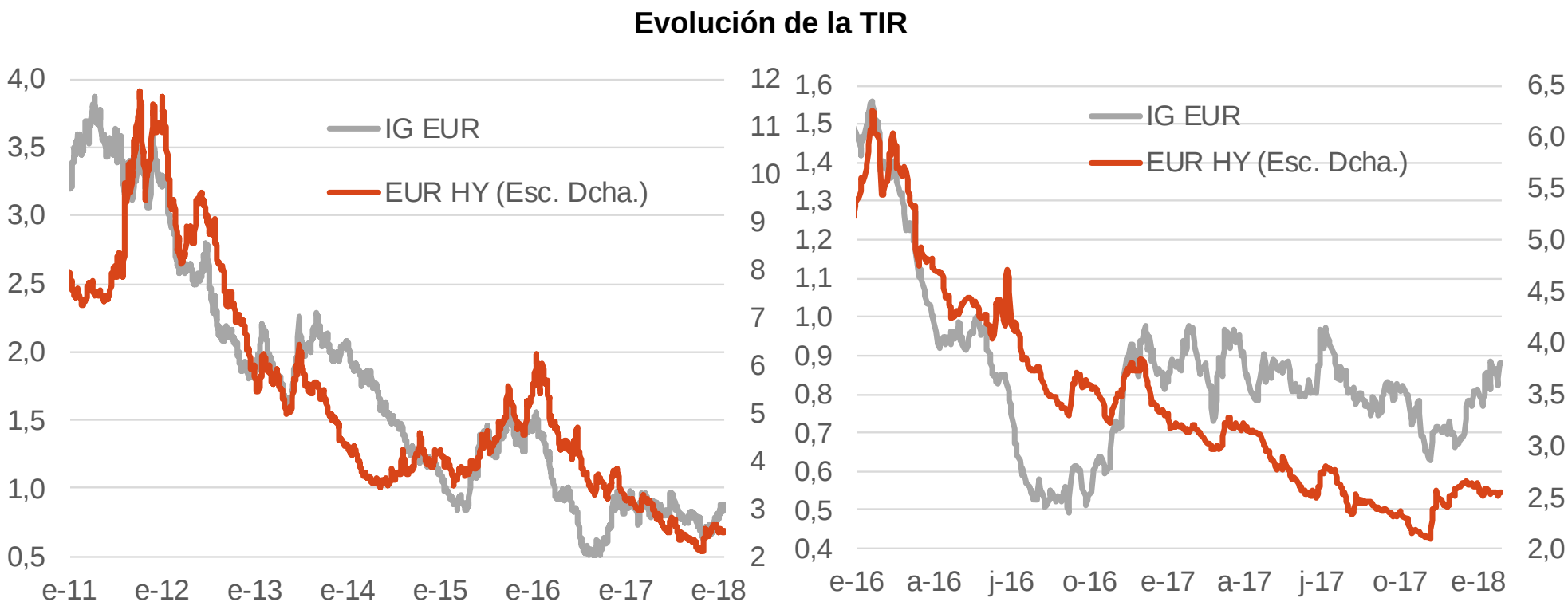
... y en el caso del IG regresa a los mínimos de noviembre y a apenas 17 pb el HY)

Evolución de diferenciales



Spread del IG EUR 33 pb y 206 pb el HY EUR

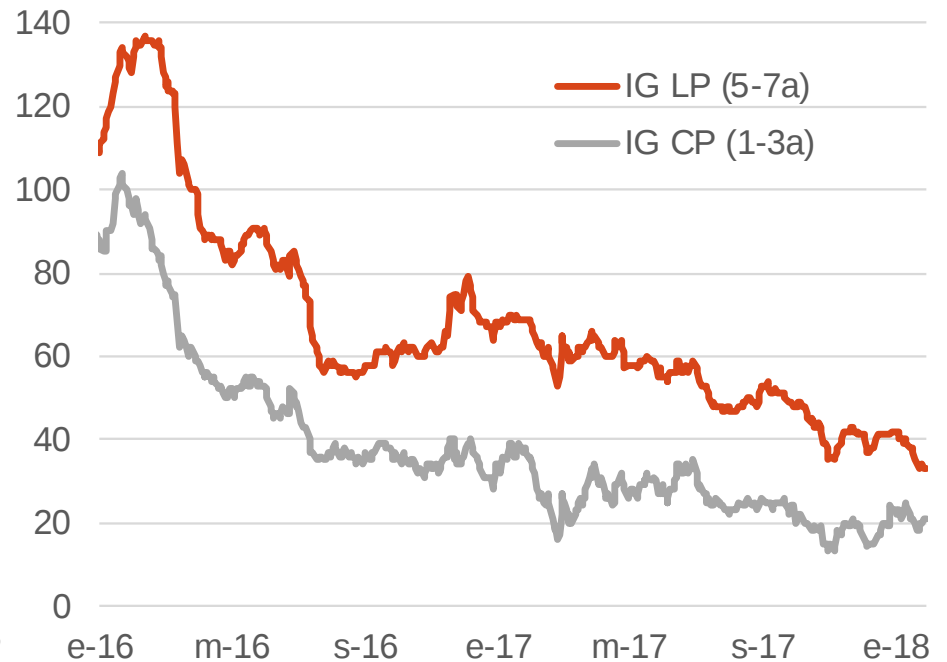
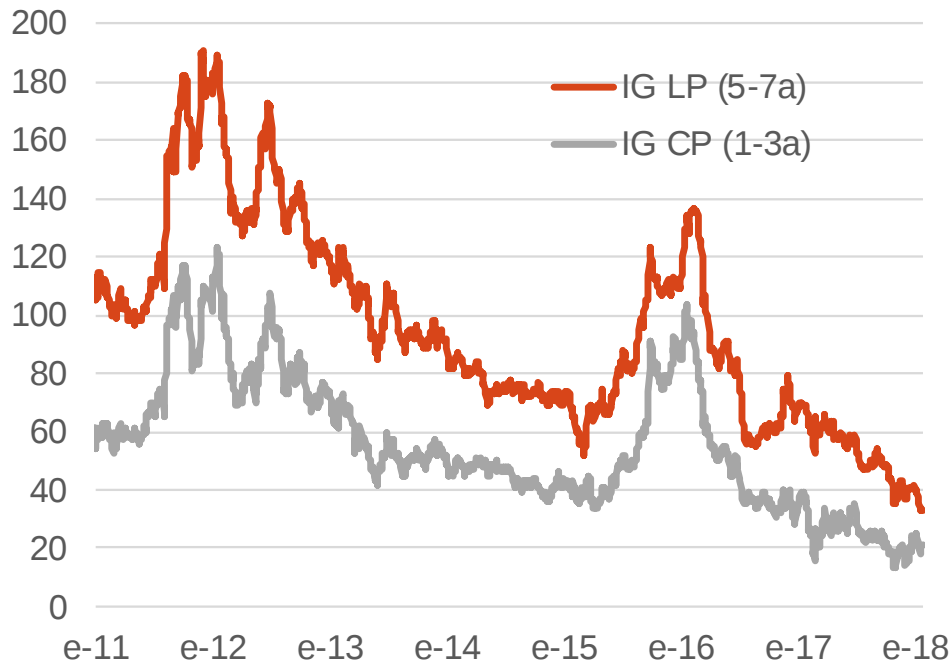
Pero el repunte del “tipo base” provoca que la TIR se haya subido (entre 25 y 46 pb)



TIR del IG EUR en el 0,88%, en el 2,55% la del HY EUR

El movimiento de diferenciales se ha producido en todos los tramos...

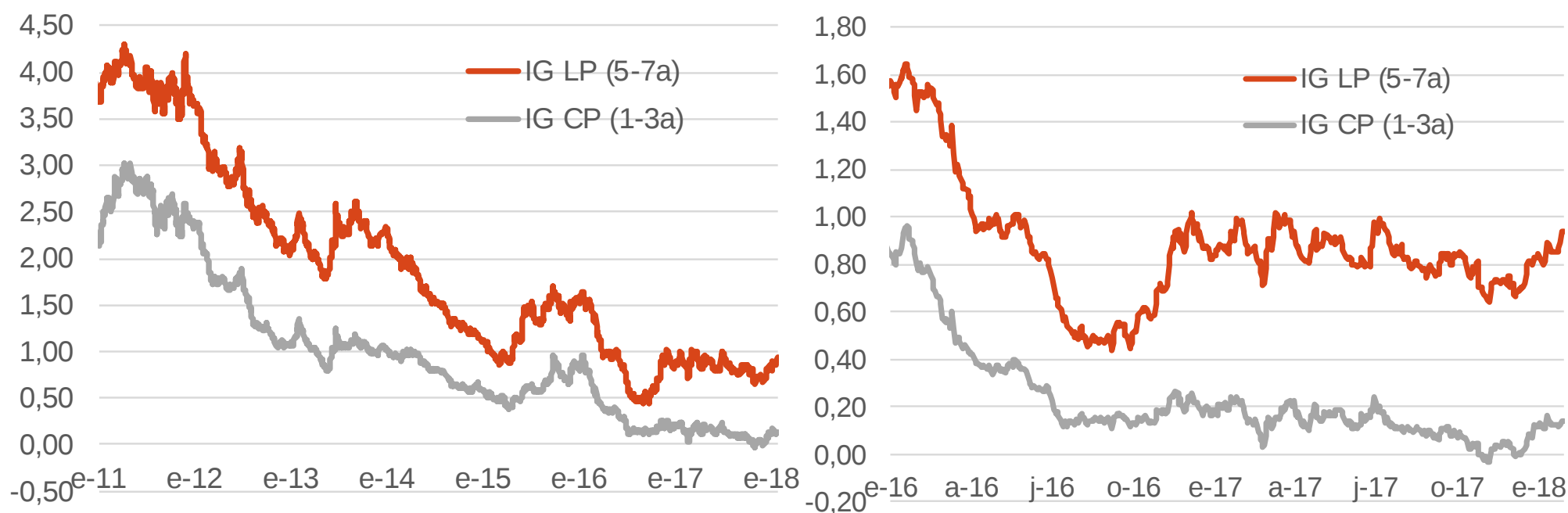
Evolución de diferenciales



*Spread del IG CP EUR 21 pb y
33 pb en IG LP*

... así como el “alejamiento” de la TIR de los mínimos.

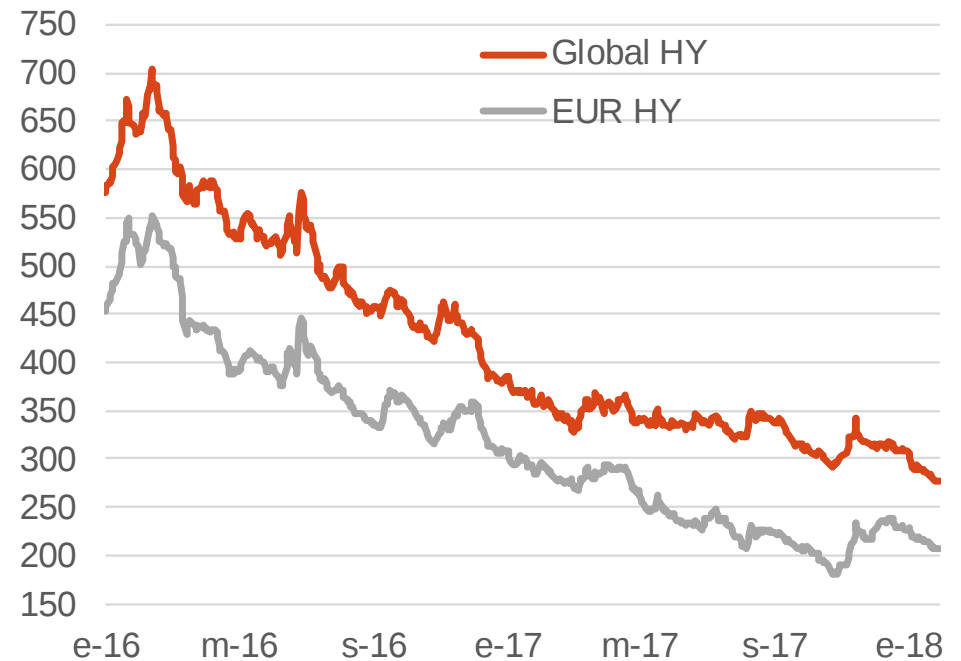
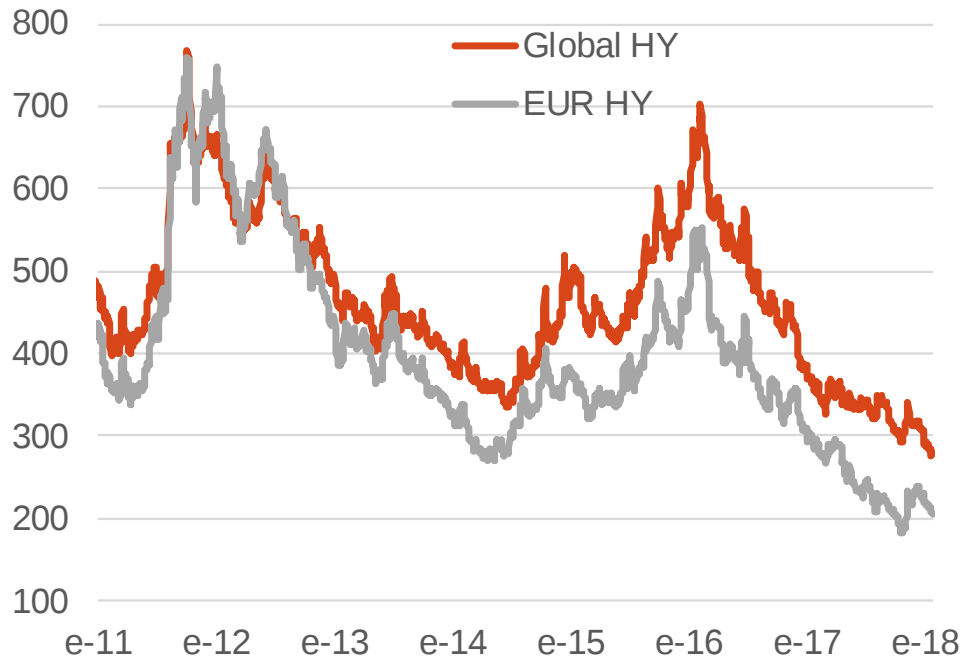
Evolución de la TIR



TIR del IG EUR CP en el 0,14%
TIR del IG EUR LP en el 0,94%

La reducción reciente de diferenciales en RF HY EUR se observa también en HY USD...

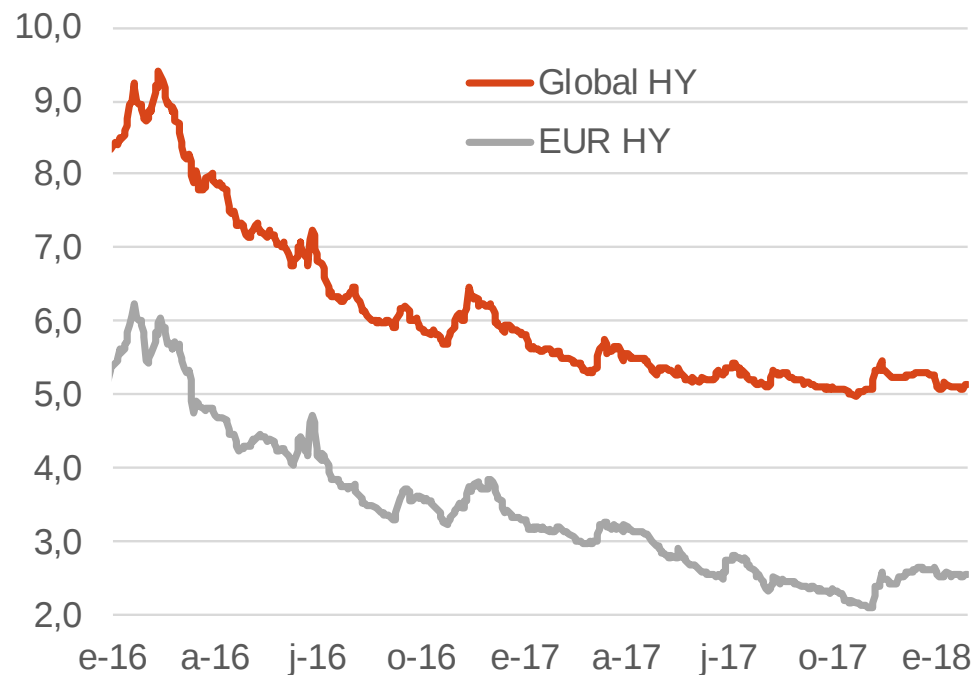
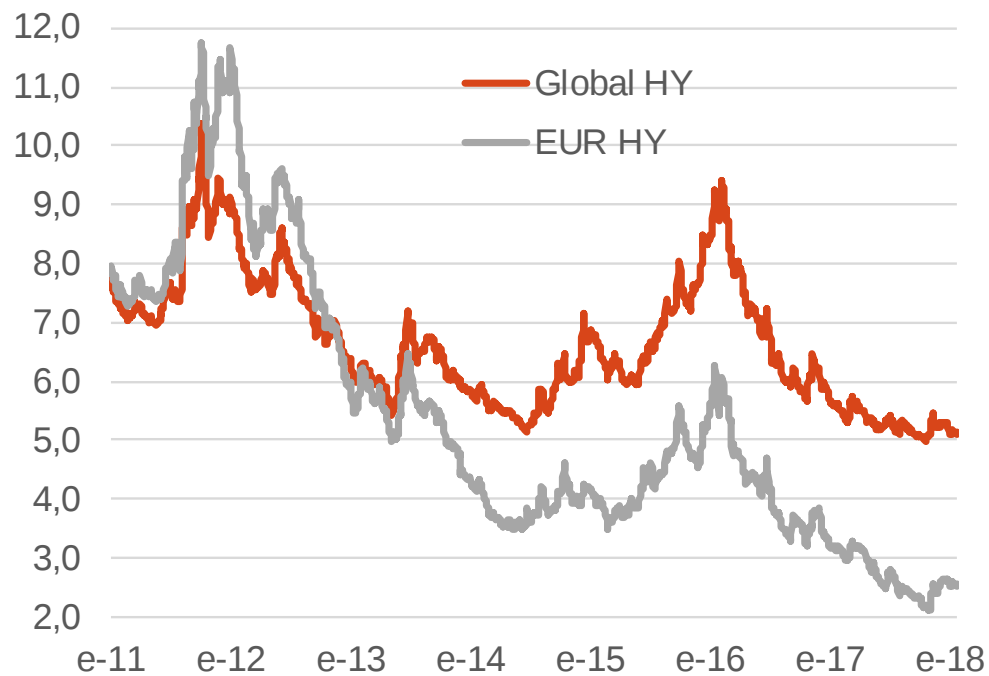
Evolución de diferenciales



Spread del HY EUR en 206 pb
Spread del HY Global en 278 pb

... y su TIR vuelve al 5,50%

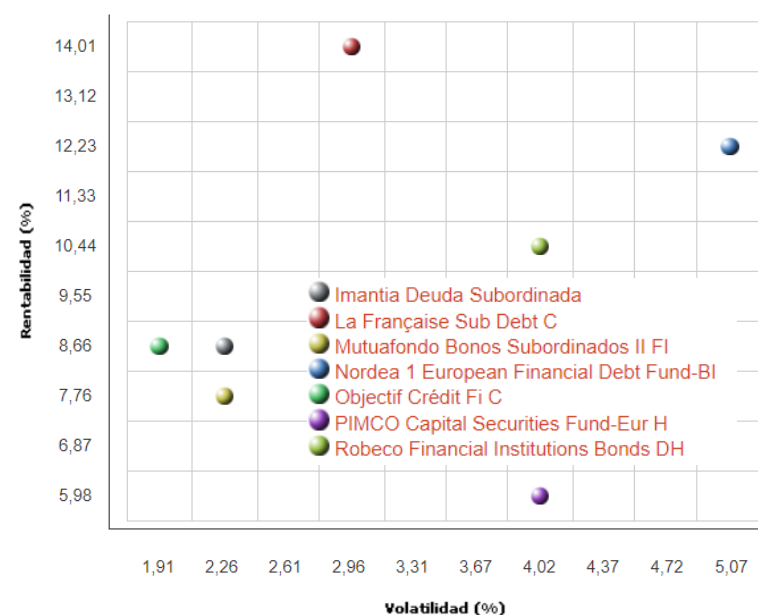
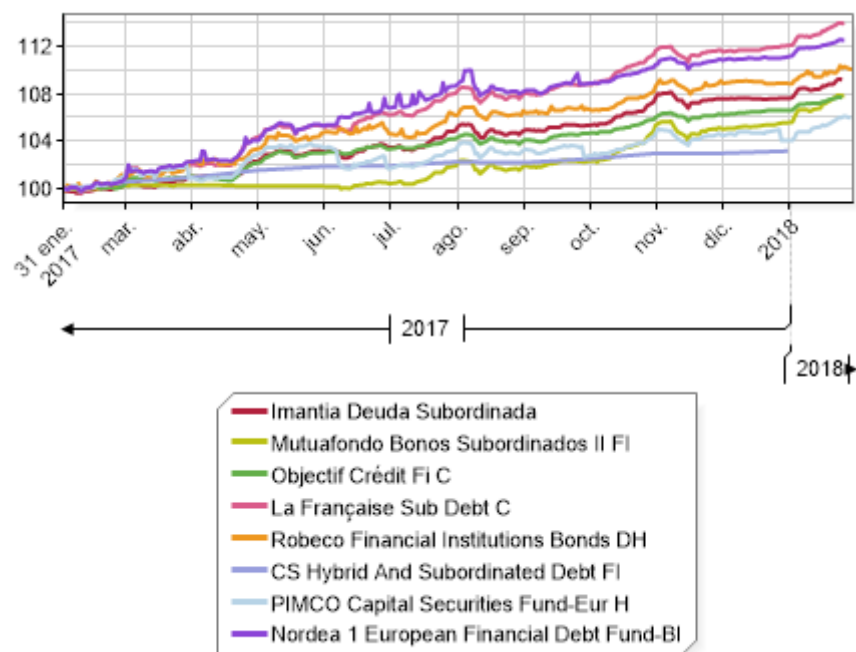
Evolución de la TIR



TIR del HY EUR en el 2,55%
TIR del HY Global en el 5,13%

Renta Fija financiera: sigue la excelente evolución

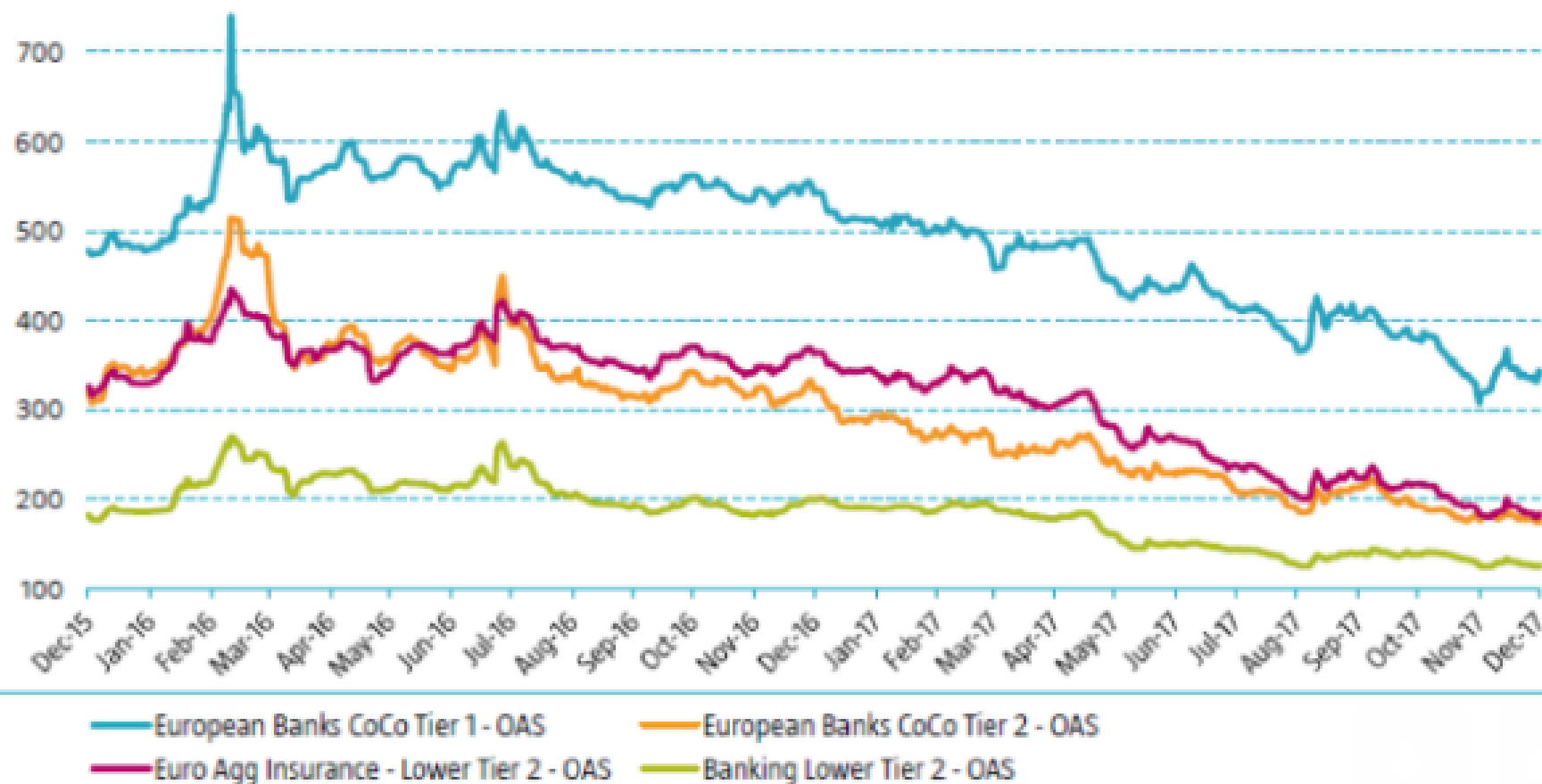
Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2018% ▼	Fecha
Mutuaafondo Bonos Subordinados II FI	RFCHY	2,3	3,7	7,9	11,2	30,8	2,2	26/01
PIMCO Capital Securities Fund-Eur H	RFCHY	1,3	2,1	5,9	4,8	-	2,0	26/01
La Française Sub Debt C	RFCGL	1,9	3,0	13,5	18,0	46,4	1,7	26/01
Imantia Deuda Subordinada	RFCHY	1,5	2,5	9,0	8,2	25,2	1,5	25/01
Nordea 1 European Financial Debt Fund-BI	RFCHY	1,4	2,4	12,2	22,5	51,5	1,4	26/01
Robeco Financial Institutions Bonds DH	RFCHY	1,1	2,0	9,5	15,9	38,1	1,1	29/01
Objectif Crédit Fi C	RFGL	1,0	2,0	7,6	14,5	33,2	1,0	25/01



Rentabilidad-Riesgo a un año.

... gracias a la cesión de diferenciales...

Spreads of different subordinations within financials





02/02/18

ISIN	FUND	Currency	NAV	Rating	Yield	ModDur	AvMat	WtD	MtD	YtD	1 Yr
FR0010959668	AMUNDI ETF GLOBAL EMERGING BOND MARKIT IBOXX	USD	130,37	BB-	4,84	7,98	12,08	-1,11%	-0,68%	-1,46%	+4,14%
LU1525418726	AMUNDI ETF BARCLAYS US CORP BBB 1-5	USD	51,09	BBB-	3,08	2,78	3,08	-0,16%	-0,10%	-0,49%	+1,74%
FR0012647451	AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE	USD	104,94	BBB+	3,07	0,12	3,70	+0,10%	+0,03%	+0,43%	+2,65%
FR0011494822	AMUNDI ETF EURO HIGH YIELD LIQUID BOND IBOXX	EUR	219,12	B+	2,98	3,35	3,03	-0,49%	-0,24%	-0,35%	+4,20%
FR0010892307	AMUNDI ETF US TREASURY 7-10	USD	244,06	AAA	2,85	7,41	8,39	-1,33%	-0,90%	-3,04%	-0,84%
FR0010892299	AMUNDI ETF US TREASURY 3-7	USD	201,80	AAA	2,61	4,35	4,67	-0,54%	-0,33%	-1,52%	-0,69%
FR0010892281	AMUNDI ETF US TREASURY 1-3	USD	167,89	AAA	2,19	1,84	1,91	-0,03%	-0,01%	-0,32%	-0,24%
LU1437024729	AMUNDI ETF BARCLAYS GLOBAL AGG 500M	USD	44,77	A	1,96	6,92	10,57	-0,93%	-0,55%	-2,98%	-7,51%
LU1437016204	AMUNDI ETF JP MORGAN GBI GLOBAL GOVIES	EUR	45,20	A+	1,62	7,83	9,78	-0,99%	-0,61%	-2,93%	-7,62%
FR0010754143	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15	EUR	271,99	BBB+	1,55	10,07	12,51	-0,61%	-0,30%	-0,77%	+3,01%
FR0010892190	AMUNDI ETF GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE	EUR	228,98	BBB	1,48	7,30	9,19	-0,21%	-0,08%	-0,02%	+2,64%
FR0012951044	AMUNDI ETF BBB EURO CORPORATE INVESTMENT GRADE	EUR	14,92	BBB	1,34	5,91	6,54	-0,49%	-0,20%	-0,62%	+2,74%
LU1437018598	AMUNDI ETF JP MORGAN EMU GOV IG	EUR	50,32	A-	1,25	7,54	9,43	-0,39%	-0,20%	-0,60%	+1,18%
FR0010754192	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE	EUR	227,56	A-	1,25	7,45	9,31	-0,40%	-0,17%	-0,58%	+1,45%
LU1437018168	AMUNDI ETF BARCLAYS EURO AGG CORPORATE	EUR	50,89	BBB+	1,12	5,17	5,67	-0,34%	-0,16%	-0,45%	+2,26%
FR0011020940	AMUNDI ETF EURO CORPORATE EX FINANCIALS IBOXX	EUR	109,70	BBB+	1,11	6,00	6,53	-0,38%	-0,17%	-0,55%	+1,73%
FR0010754184	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 7-10	EUR	250,62	A-	1,03	7,69	8,48	-0,68%	-0,28%	-1,21%	+1,86%
FR0010754119	AMUNDI ETF EURO CORPORATES	EUR	215,79	BBB+	1,01	5,50	5,92	-0,33%	-0,14%	-0,55%	+1,60%
FR0010930636	AMUNDI ETF GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE	EUR	223,25	AA	0,92	7,78	9,61	-0,63%	-0,28%	-1,32%	+0,04%
FR0011020957	AMUNDI ETF EURO CORPORATE FINANCIALS IBOXX	EUR	132,15	BBB+	0,83	4,82	5,09	-0,26%	-0,09%	-0,56%	+1,89%
LU1525419294	AMUNDI ETF BARCLAYS US GOV INFLATION-LINKED BOND	USD	50,61	AAA	0,71	8,14	8,90	-1,00%	-0,81%	-1,68%	+0,67%
FR0010754176	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 5-7	EUR	228,96	BBB+	0,61	5,53	5,99	-0,32%	-0,10%	-0,89%	+0,54%
FR0013141462	AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE - HEDGED EUR	USD	50,54	BBB+	0,52 **	0,12	3,70	+0,06%	+0,02%	+0,20%	+0,62%
LU1525418643	AMUNDI ETF EURO CORP BBB 1-5	EUR	50,72	BBB	0,48	2,96	3,11	-0,07%	-0,02%	-0,03%	+1,47%
FR0010754168	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 3-5	EUR	199,45	BBB+	0,15	3,80	4,00	-0,10%	+0,00%	-0,46%	-0,03%
FR0012005734	AMUNDI ETF FLOATING RATE EURO CORPORATE 1-3	EUR	101,47	A-	-0,09	0,12	1,77	-0,01%	-0,01%	-0,01%	+0,03%
FR0010754127	AMUNDI ETF EURO INFLATION	EUR	216,76	A-	-0,18	7,95	8,62	-0,18%	-0,13%	-0,73%	+2,43%
FR0011807015	AMUNDI ETF GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3	EUR	115,24	BBB	-0,22	1,89	1,96	-0,02%	+0,01%	-0,06%	-0,14%
FR0010754135	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 1-3	EUR	168,77	A-	-0,31	1,93	1,98	-0,02%	+0,01%	-0,14%	-0,42%
FR0011161215	AMUNDI ETF GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3	EUR	81,26	AA	-0,43	1,95	1,99	-0,04%	+0,00%	-0,25%	-0,96%
FR0010754200	AMUNDI ETF CASH 3 MONTHS EUROMTS INVESTMENT GRADE	EUR	118,91	BBB+	-0,51	0,22	0,23	-0,01%	-0,01%	-0,08%	-0,75%
FR0010821850	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE DAILY	EUR	80,09	A-	-1,25	-7,45	9,31	+0,39%	+0,16%	+0,51%	-2,25%
FR0010823385	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 DAILY	EUR	62,58	BBB+	-1,55	-10,07	12,51	+0,59%	+0,29%	+0,69%	-3,86%
FR0010892745	AMUNDI ETF SHORT US TREASURY 7-10 DAILY	USD	76,06	AAA	-2,85	-7,41	8,39	+1,40%	+0,92%	+3,37%	+2,38%

Source: FTSE MTS, Markit, JP Morgan, Bloomberg, Amundi

** Yield net of hedging cost

Credit Spread Duration : FRN EUR 1,69
FRN USD 3,37



ETF para aprovechar los mayores tipos de interés del USD



— Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Cp
— Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Hedged



— Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Cp — RF Corto USD

	USD FRN EUR hedged Index				AFLE performance	
	Price	Yield	Hedge	Perf	Relative	Absolute
December-16	0.14%	0.15%	-0.18%	0.11%	-0.03%	0.08%
January-17	0.11%	0.16%	-0.17%	0.10%	-0.03%	0.07%
February-17	0.30%	0.14%	-0.09%	0.35%	-0.02%	0.34%
March-17	0.00%	0.16%	-0.15%	0.02%	-0.04%	-0.02%
April-17	-0.04%	0.15%	-0.13%	-0.02%	-0.03%	-0.05%
May-17	0.05%	0.18%	-0.17%	0.06%	-0.02%	0.03%
June-17	0.03%	0.17%	-0.17%	0.03%	-0.03%	0.00%
July-17	0.07%	0.18%	-0.18%	0.08%	-0.02%	0.05%
August-17	-0.10%	0.19%	-0.18%	-0.09%	-0.02%	-0.11%
September-17	0.10%	0.17%	-0.15%	0.12%	-0.04%	0.08%
October-17	0.20%	0.19%	-0.16%	0.23%	-0.03%	0.20%
November-17	-0.06%	0.18%	-0.17%	-0.05%	-0.03%	-0.08%
December-17	0.00%	0.18%	-0.22%	-0.03%	-0.01%	-0.04%

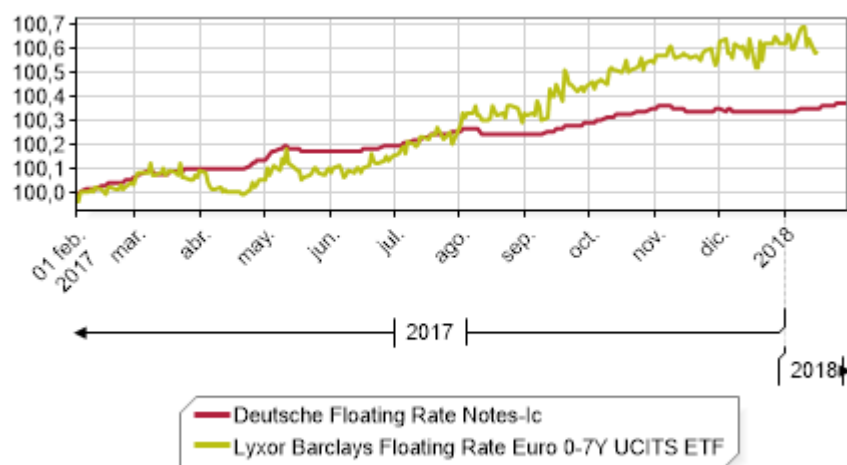


— Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Hedged
— RF Corto Euro

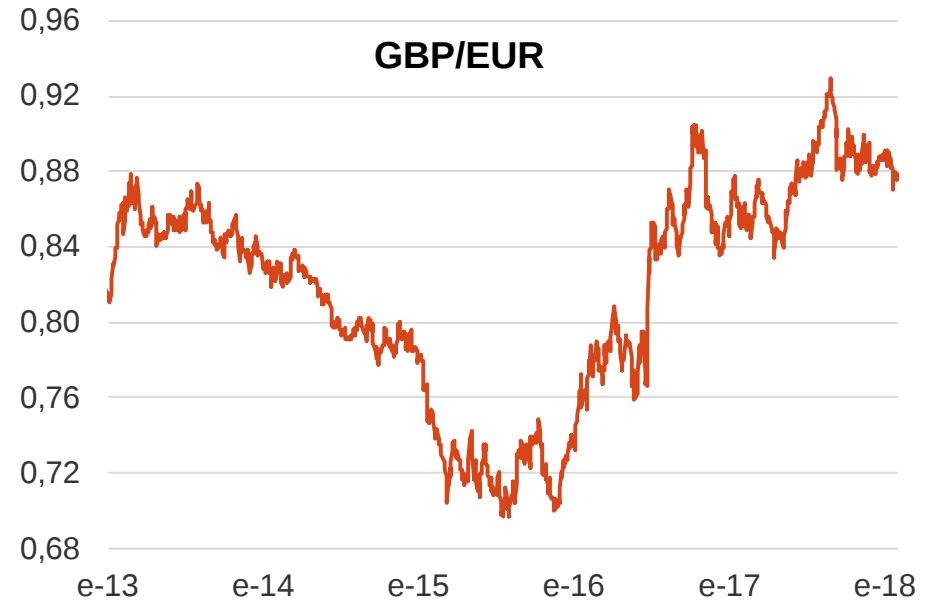
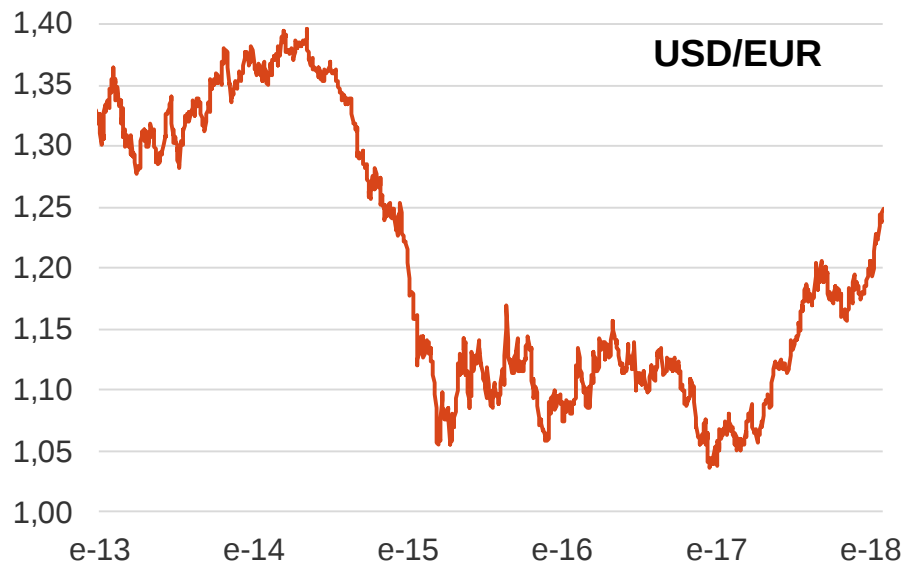
Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2018% ▼	Fecha
Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Hedged	RFCE	0,1	0,0	0,6	-	-	0,1	25/01
Amundi ETF Floating Rate Usd Corporate UCITs ETF-Cp	RFCUSD	-4,1	-4,4	-11,1	-	-	-3,0	25/01

FRN en EUR

Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2018% ▼	Fecha
Deutsche Floating Rate Notes-Ic	RFCE	0,0	0,0	0,4	-	-	0,0	30/01
Lyxor Barclays Floating Rate Euro 0-7Y UCITS ETF	RFCE	-0,1	0,1	0,7	-	-	0,0	16/01



9.3. | Divisas



9.4. | Emergentes

Recomendación de activos emergentes

Recomendación Afi mercados emergentes:

1. Renta variable: **INFRAPONDERAR**

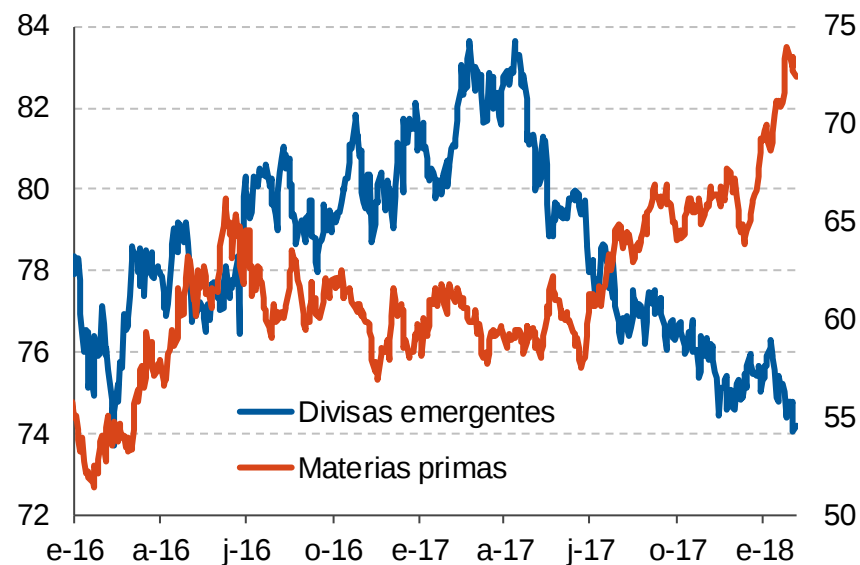
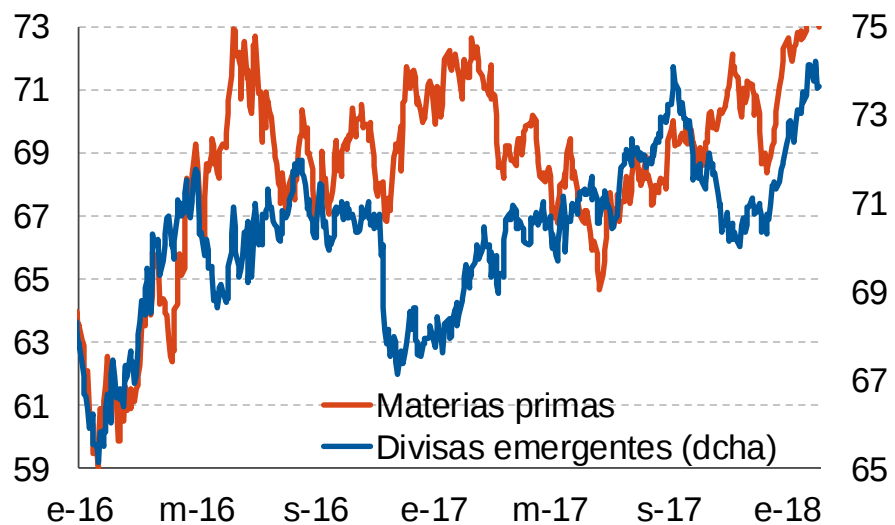
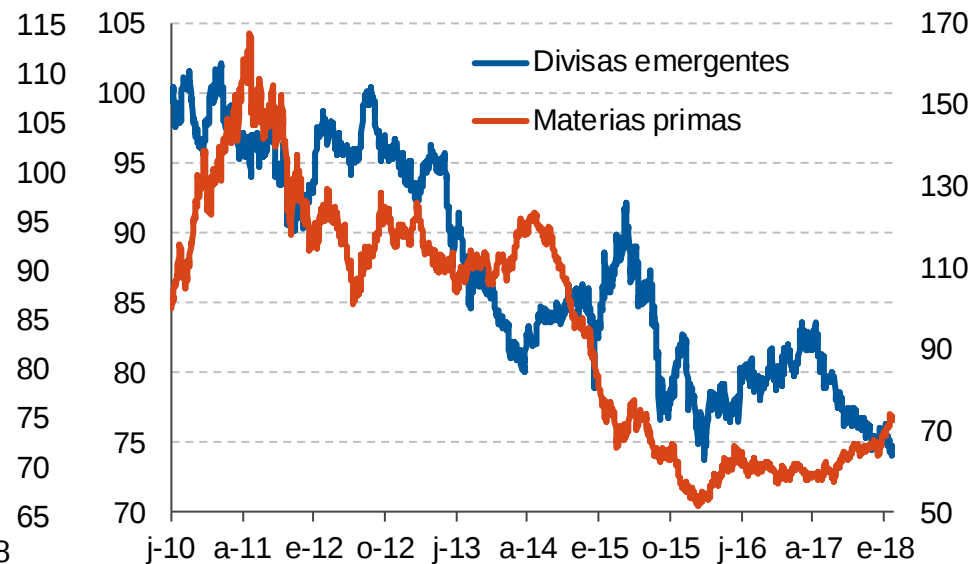
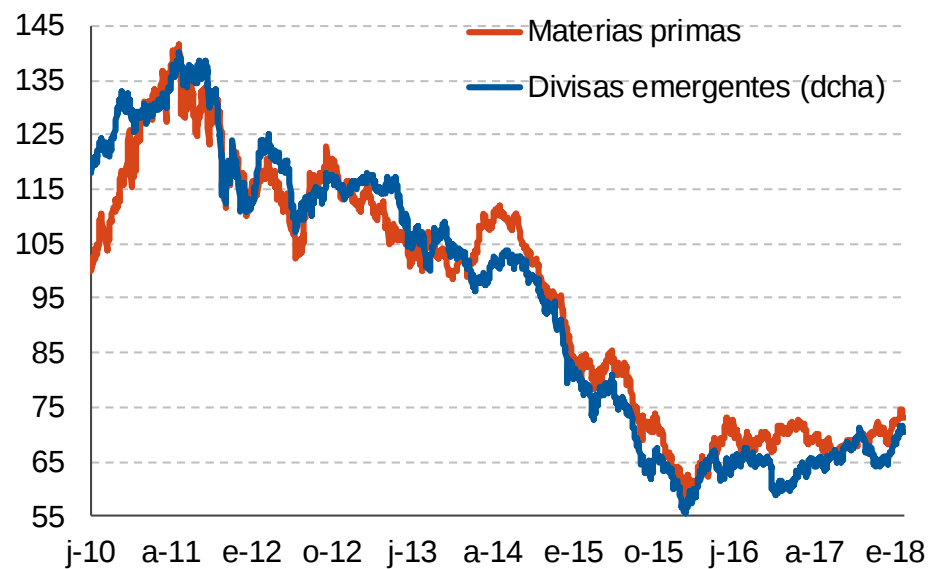
- Mantenemos una posición de infraponderación ante la elevada complacencia del mercado. Concentramos posiciones en países con riesgo reducido: Polonia o India.

2. Renta fija USD: **INFRAPONDERAR**

- Ante un posible repunte del EMBI spread con un entorno de tipos en EEUU al alza, las rentabilidades en renta fija emergente USD son más ajustadas.

3. Renta fija en divisa local: **SOBREPONDERAR**

- Mantenemos la sobreponderación aunque reducimos posiciones de forma paulatina: una posible depreciación de las divisas dejaría unas rentabilidades esperadas muy ajustadas.





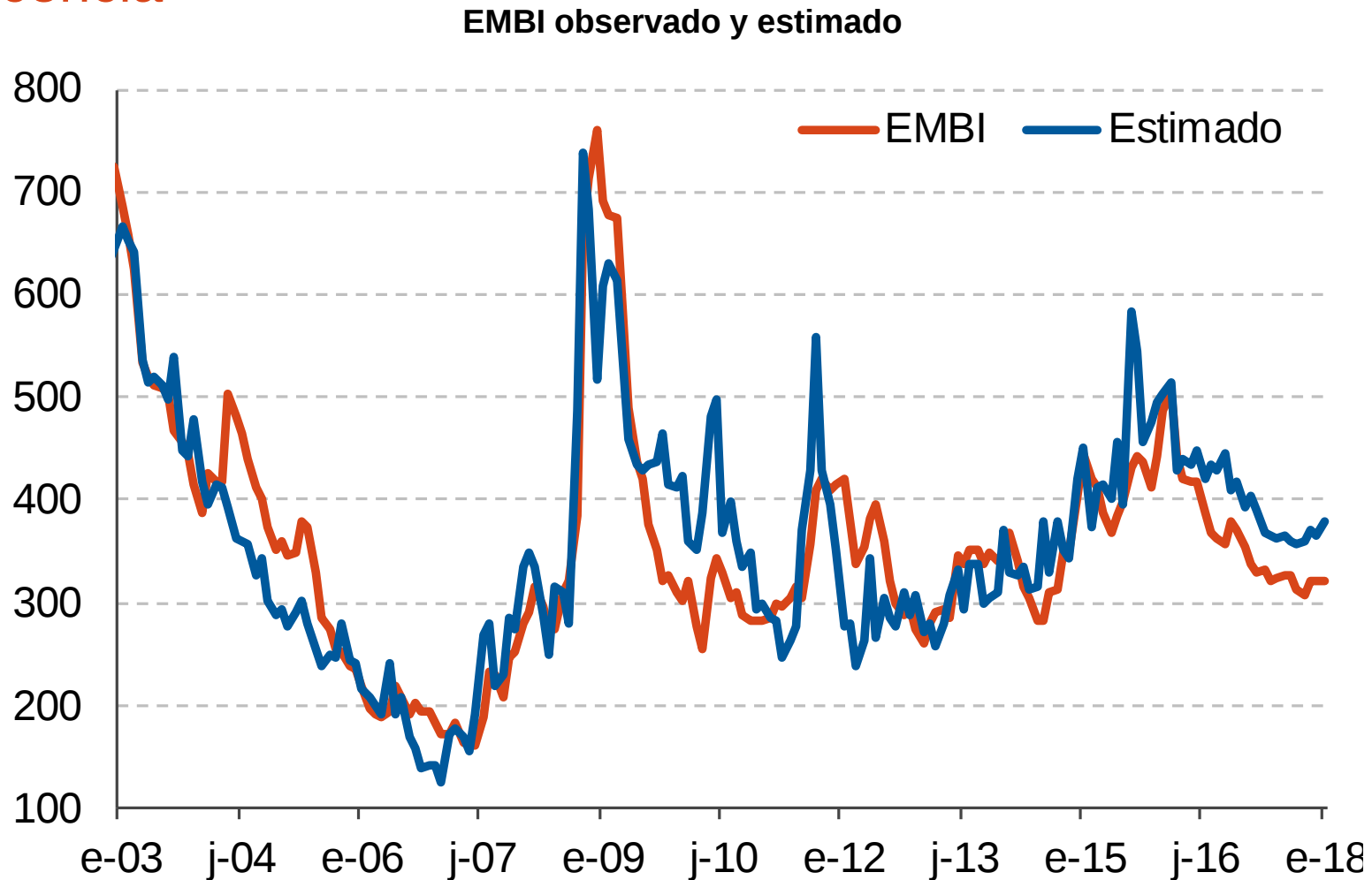
Mantenemos la infraponderación en renta fija emergente en hard currency, en un entorno de tipos de interés al alza en EEUU...

Calculadora de rentabilidad a 12 M vista
(febrero 2019)

		TIR 10Y USD								
		2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7
EMBI Spread	215	16,0	14,5	13,0	11,4	9,9	8,3	6,8	5,3	3,7
	230	15,2	13,7	12,1	10,6	9,1	7,5	6,0	4,4	2,9
	245	14,4	12,9	11,3	9,8	8,2	6,7	5,2	3,6	2,1
	260	13,6	12,0	10,5	9,0	7,4	5,9	4,3	2,8	1,3
	275	12,8	11,2	9,7	8,1	6,6	5,1	3,5	2,0	0,4
	290	12,0	10,4	8,9	7,3	5,8	4,3	2,7	1,2	-0,4
	305	11,1	9,6	8,1	6,5	5,0	3,4	1,9	0,4	-1,2
	320	10,3	8,8	7,2	5,7	4,2	2,6	1,1	-0,5	-2,0
	335	9,5	8,0	6,4	4,9	3,3	1,8	0,3	-1,3	-2,8
	350	8,7	7,1	5,6	4,1	2,5	1,0	-0,6	-2,1	-3,6
	365	7,9	6,3	4,8	3,2	1,7	0,2	-1,4	-2,9	-4,5

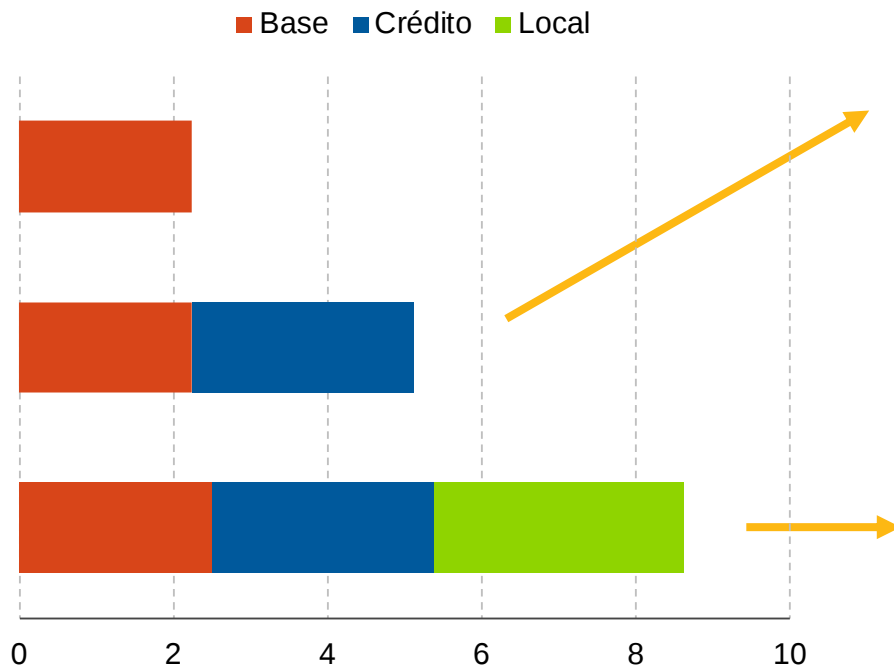
ESCENARIO CENTRAL

...y posible repunte del EMBI en un entorno de elevada complacencia



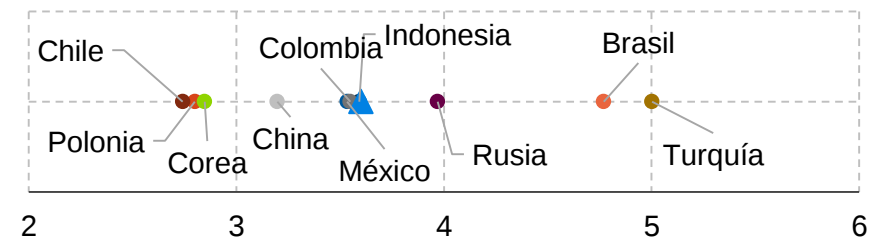
Composición de la renta fija emergente

Composición de la TIR 10 años en emergentes

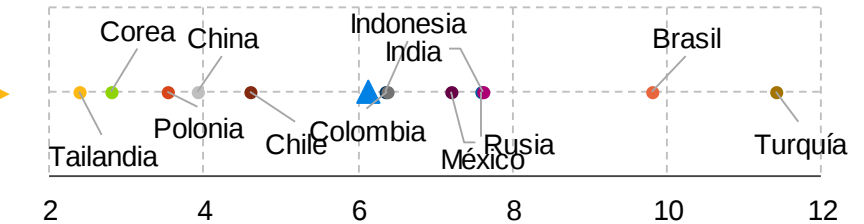


Fuente: Afi

TIR 10 años en USD de países emergentes (%)



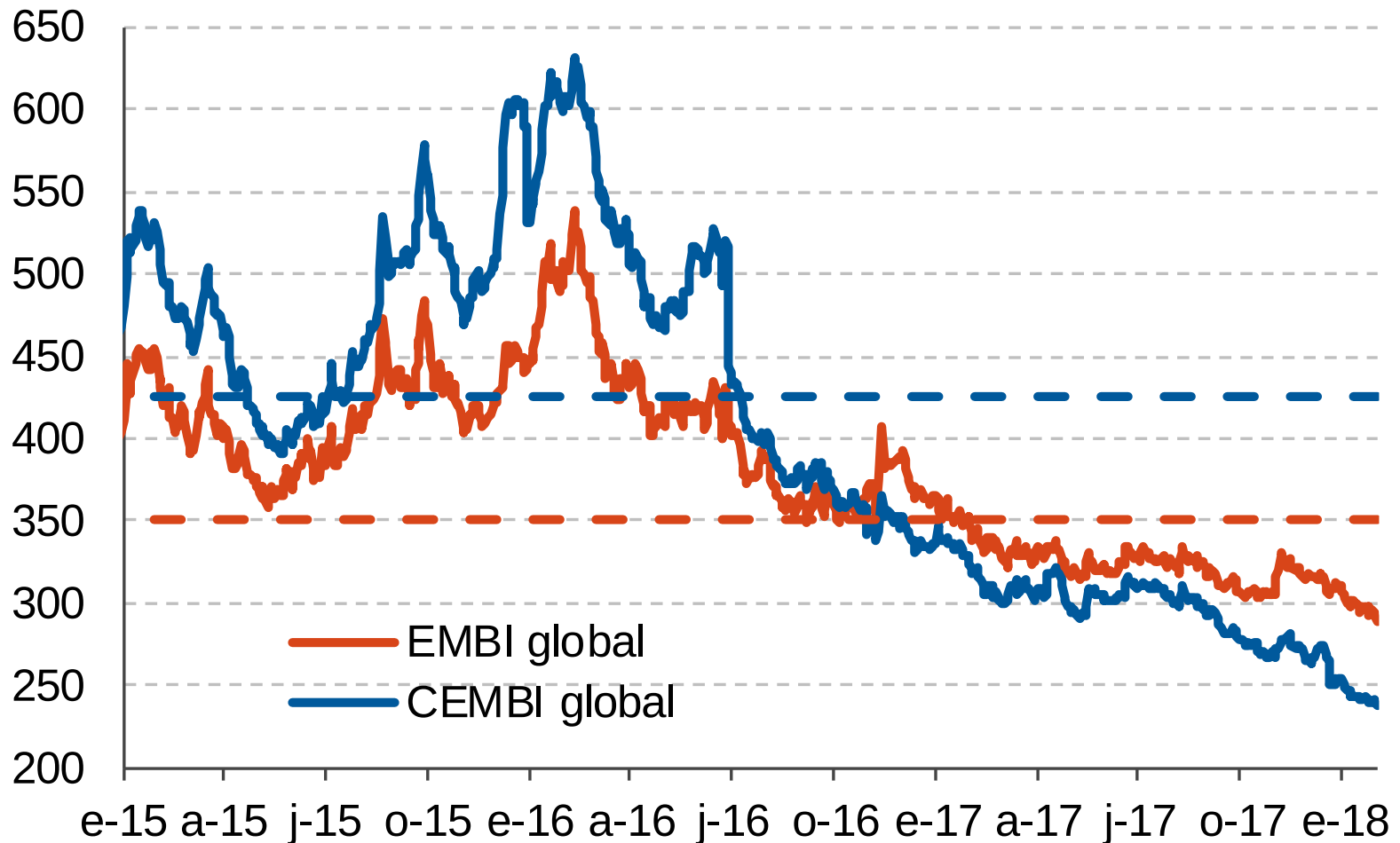
TIR 10 años de emisiones en divisa local de países emergentes (%)



Fuente: Afi, Bloomberg

Los diferenciales de la RF emergente siguen cediendo...

Evolución de diferenciales de RF Emergente



... marcando mínimos.



Source: Bloomberg, Barclays as of January 25, 2018.

8.5. Índices Afi de fondos en 2017

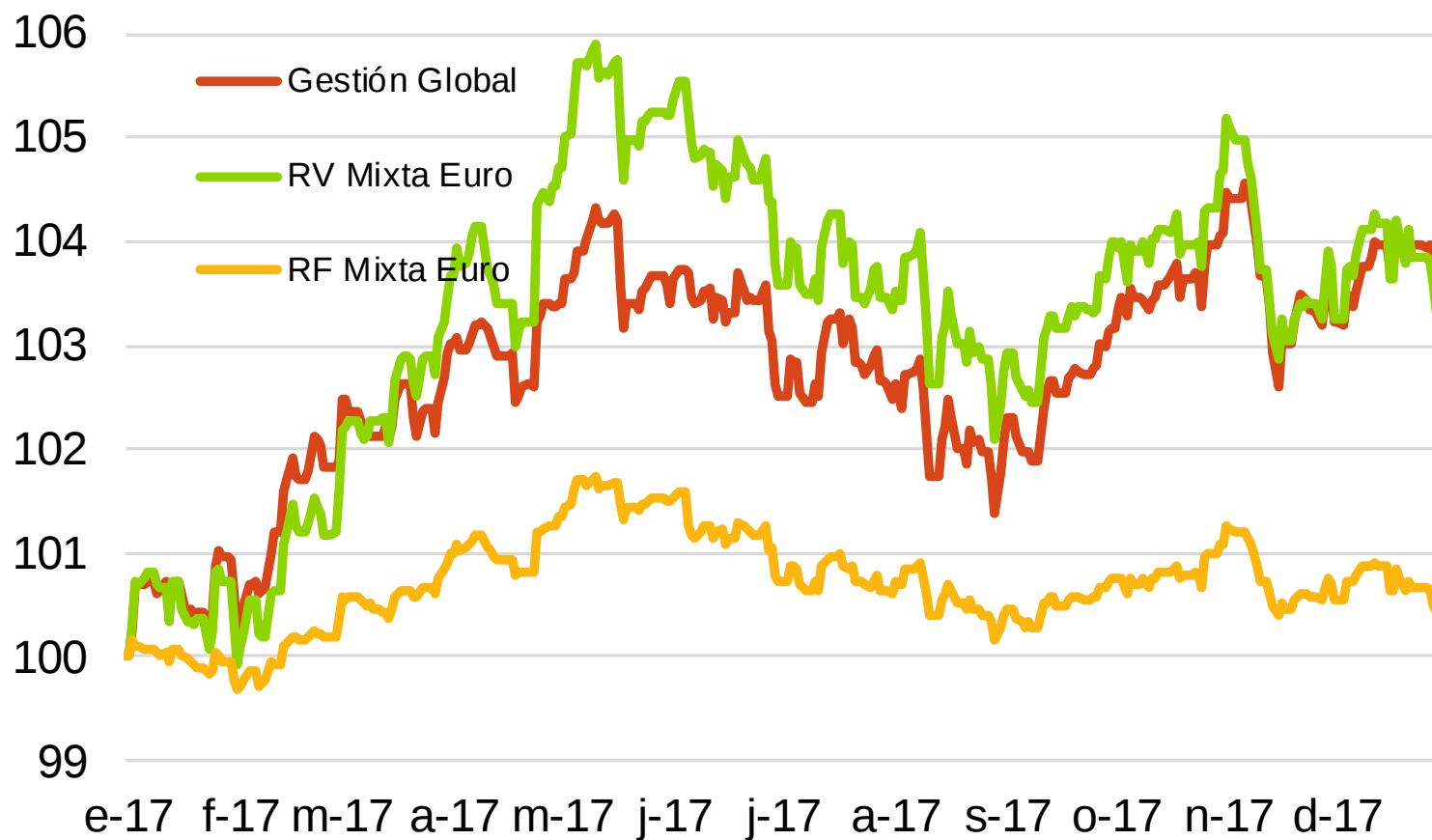
El año ha sido positivo, salvo excepciones, positivo.

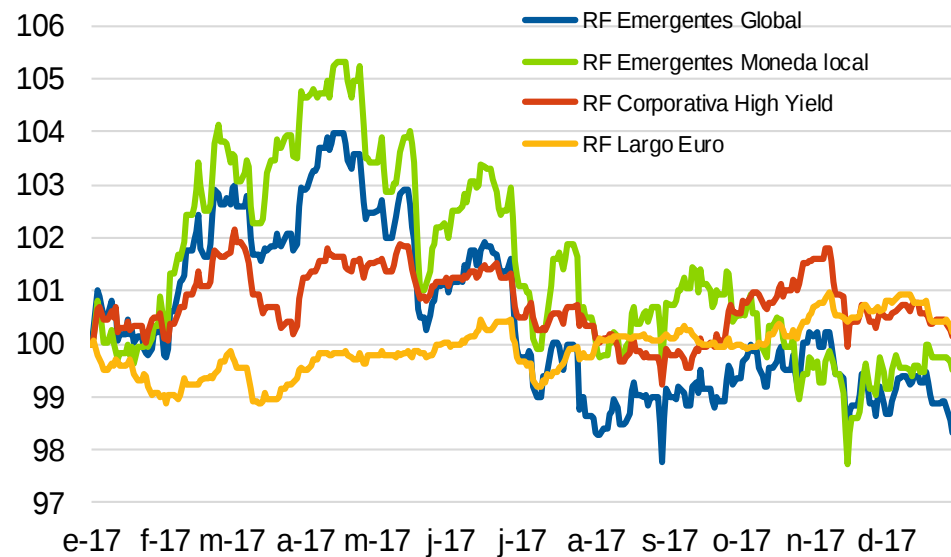
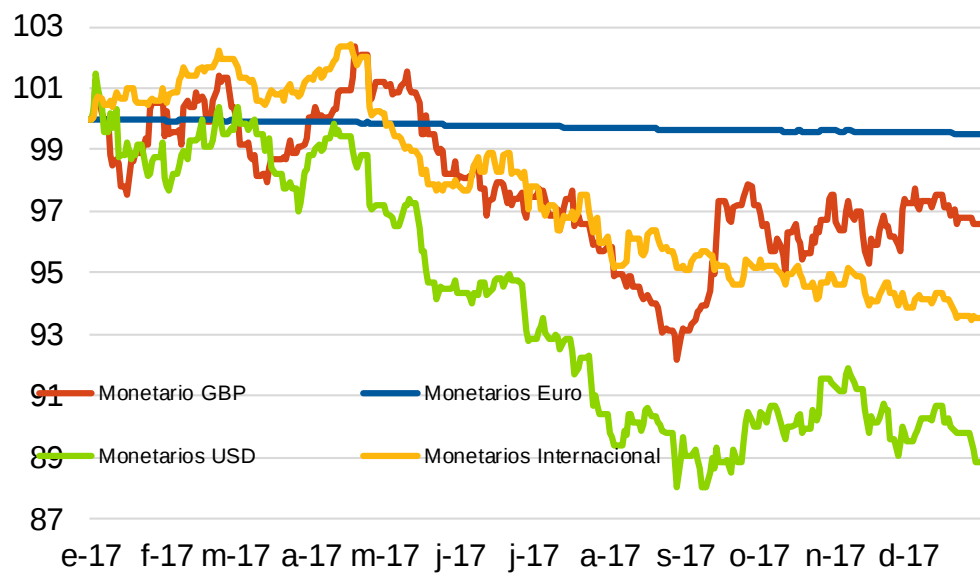
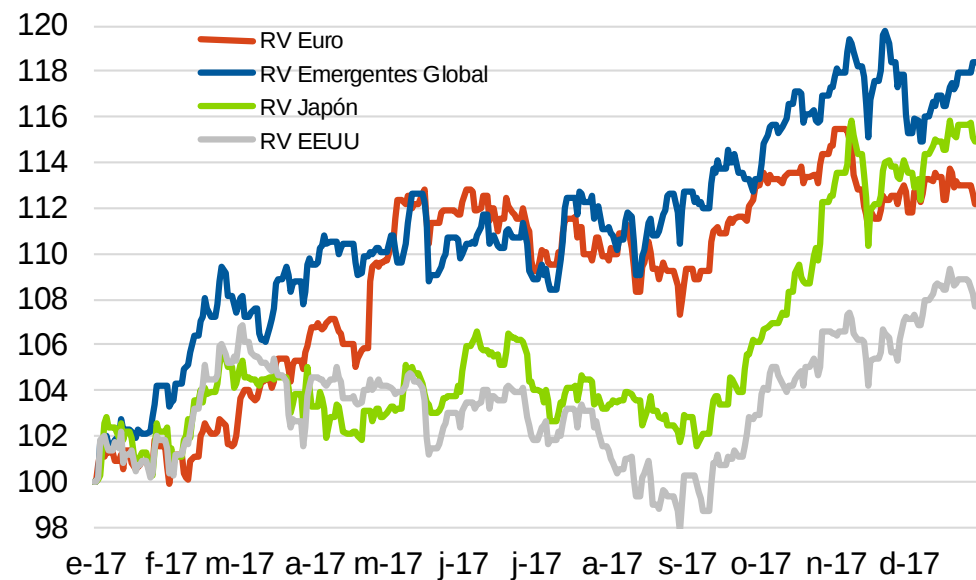
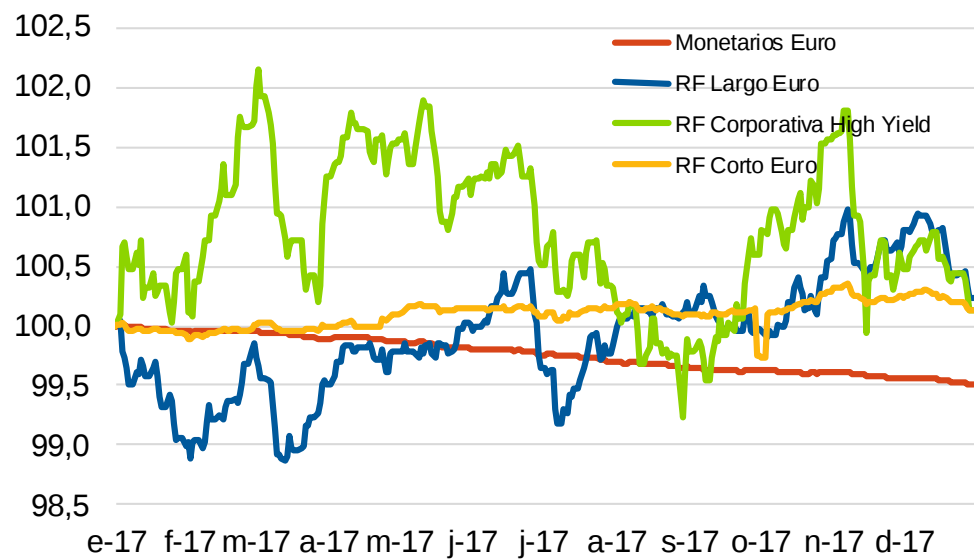
Rentabilidad en 2017 de los índices Afi de fondos de inversión

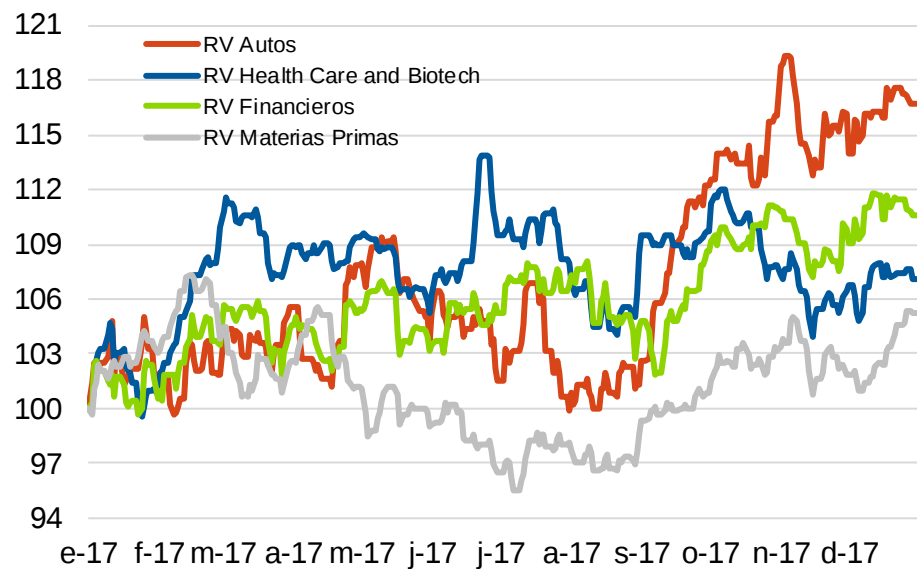
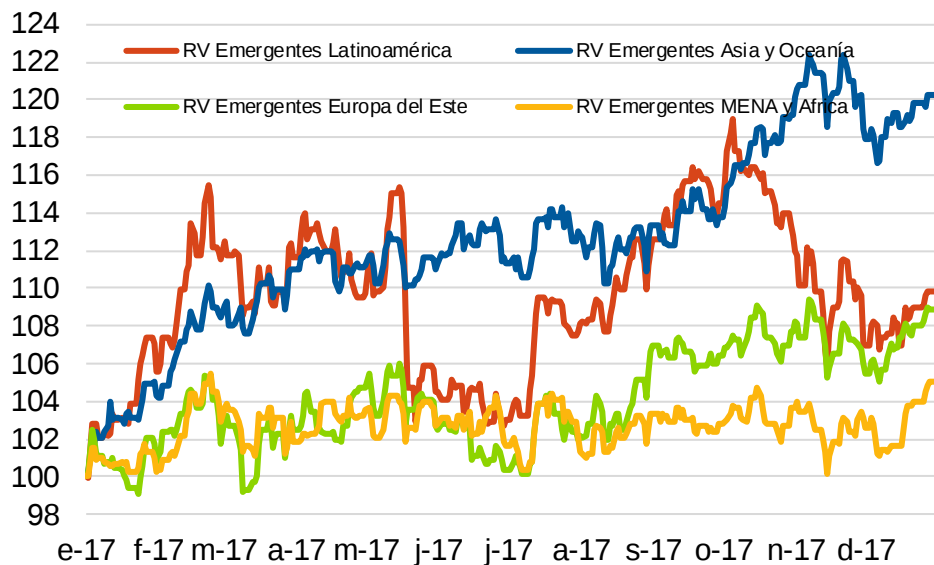
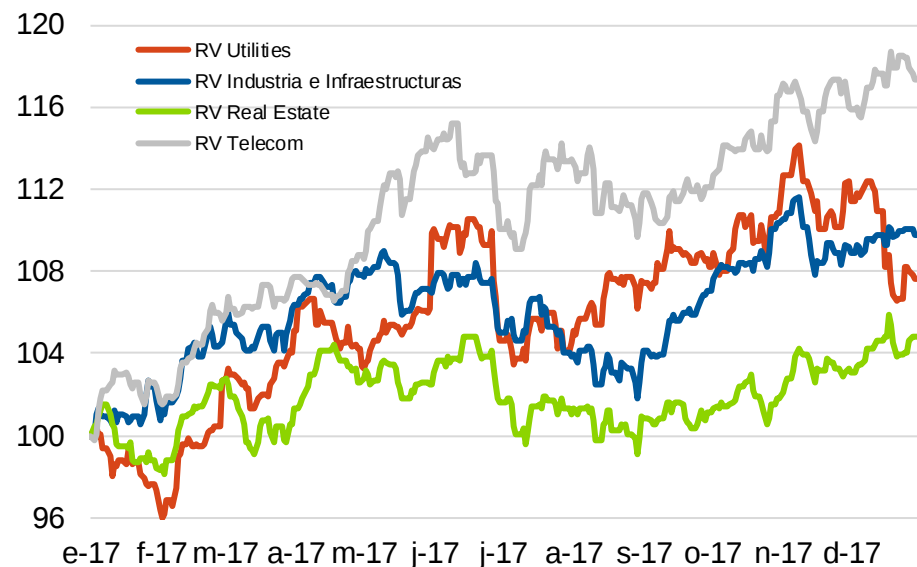
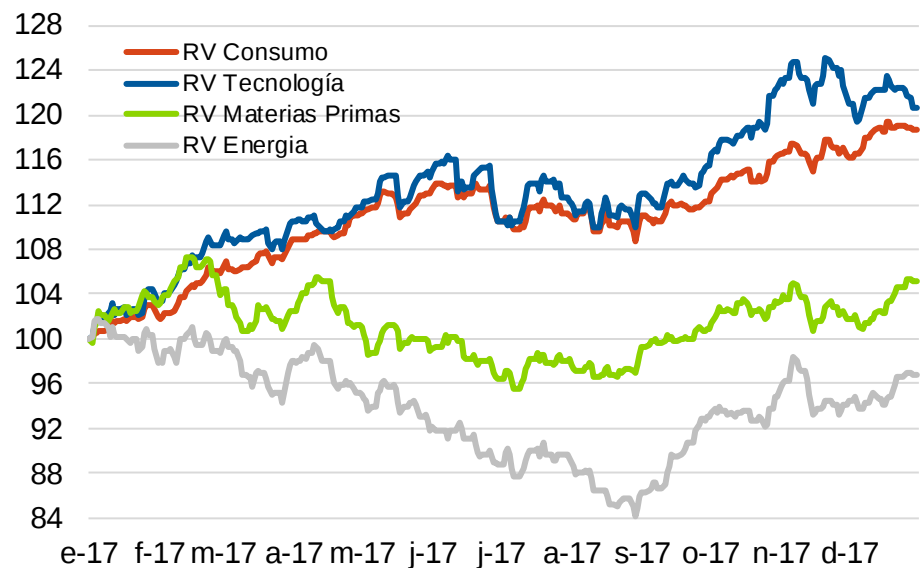
Categoría	2017	Categoría	2017	Categoría	2017
RV China	31,0%	RV Emergentes Europa del Este	8,8%	RF Deuda pública EUR	-0,1%
RV Turquía	23,3%	RV Brasil	8,5%	RF Corporativa global	-0,1%
RV India	23,1%	RV Global	8,4%	RF Emergentes Moneda local	-0,5%
RV Tecnología	20,7%	RV EEUU	7,6%	Monetarios Euro	-0,5%
RV Emergentes Asia y Oceanía	20,2%	RV Utilities	7,6%	RF GBP	-0,8%
RV Consumo	18,7%	RV Reino Unido	7,4%	Gestión Alternativa	-0,9%
RV Alemania	18,4%	RV Health Care and Biotech	7,1%	RV Canadá	-1,1%
RV Emergentes Global	18,4%	RV Indonesia	6,6%	RF Inflación	-1,6%
RV Grecia	17,9%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	6,2%	RF Emergentes Global	-1,7%
RV Italia	17,6%	RV Materias Primas	5,2%	RF Global	-2,4%
RV Sudáfrica	17,4%	RV Emergentes MENA y Africa	5,0%	Materias primas	-2,6%
RV Telecom	17,4%	RV Australia	4,8%	RF SEK	-3,2%
RV Asia	17,2%	RV Real Estate	4,8%	RV Energia	-3,3%
RV Autos	16,7%	RF CNY	4,4%	Monetario GBP	-3,4%
RV Tailandia	16,2%	RV Mixta Internacional	4,0%	RF Deuda pública global	-4,7%
RV Japón	14,9%	Gestión Global	3,7%	RV México	-5,0%
RV Suiza	14,2%	RV Mixta Euro	3,3%	RF NOK	-5,9%
RV Corea	13,7%	Garantizado parcial	2,0%	Monetarios Internacional	-6,5%
RV Singapur	13,0%	RF Emergentes Moneda fuerte	2,0%	RV Rusia	-7,5%
RV Holanda	12,7%	RF Convertibles	1,9%	RF Deuda pública USD	-8,2%
RV Euro	12,2%	Garantizado rendimiento variable	1,4%	RF Largo USD	-8,2%
RV Taiwan	12,0%	RF Emergentes Corporate	1,1%	RF CHF	-8,7%
RV Francia	11,7%	RF Mixta Internacional	1,0%	RF JPY	-9,1%
RV Europa	10,7%	RF Corporativa investment grade	0,7%	RF Corto USD	-9,9%
RV Financieros	10,6%	RF Mixta Euro	0,4%	RF HK	-11,1%
RV Suecia	9,9%	RF Largo Euro	0,2%	Monetarios USD	-11,2%
RV Emergentes Latinoamérica	9,8%	Retorno Absoluto Conservador	0,2%		
RV España	9,8%	RF Corporativa High Yield	0,1%		
RV Industria e Infraestructuras	9,8%	RF Corto Euro	0,1%		
RV Malasia	9,3%	Garantizado RF y obj. rentab. no gar	0,1%		

Con máximos en mayo

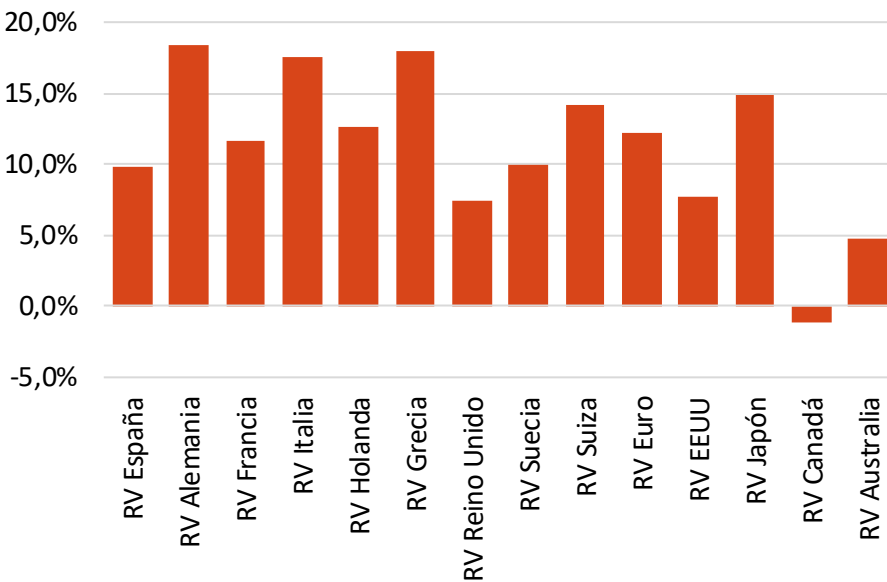
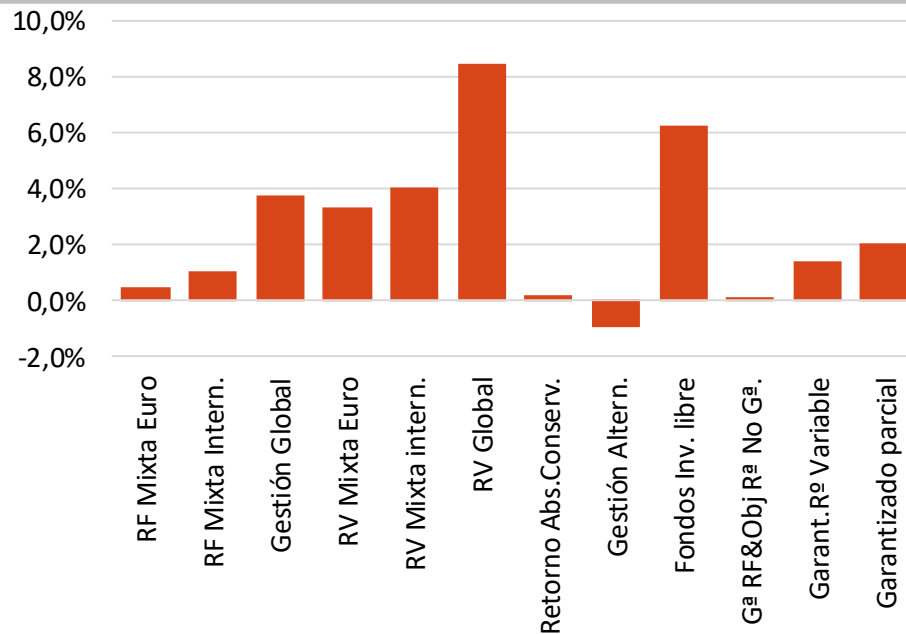
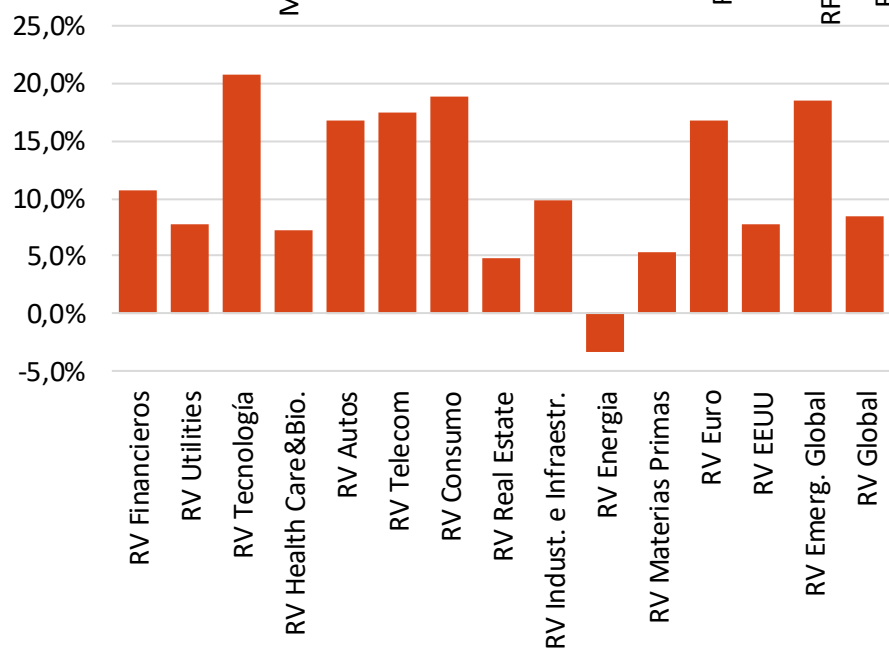
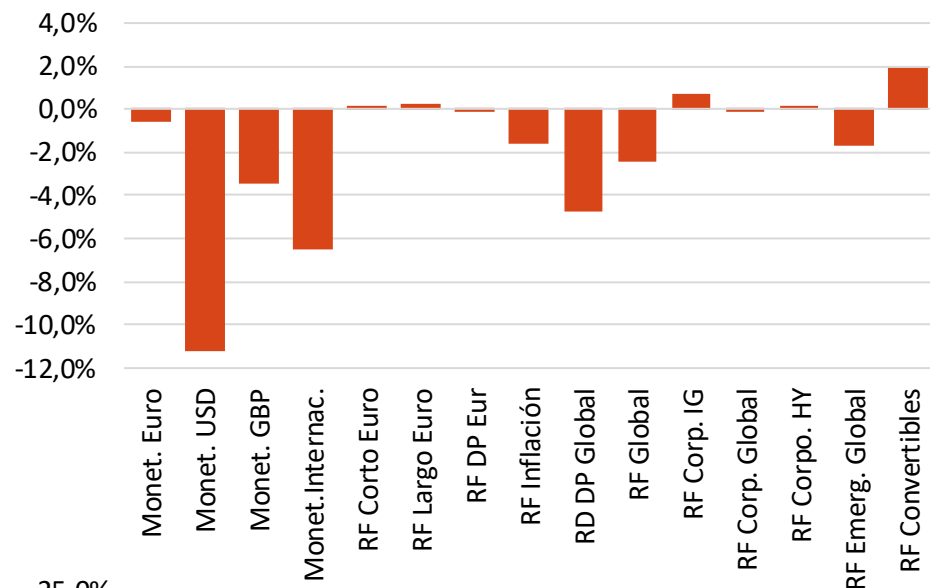
Evolución en 2017 de índices Afi de fondos de inversión



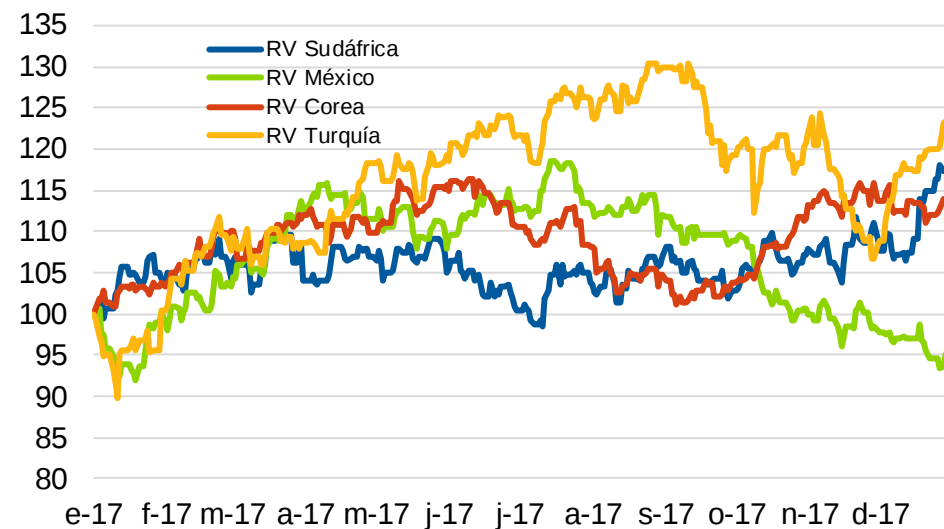
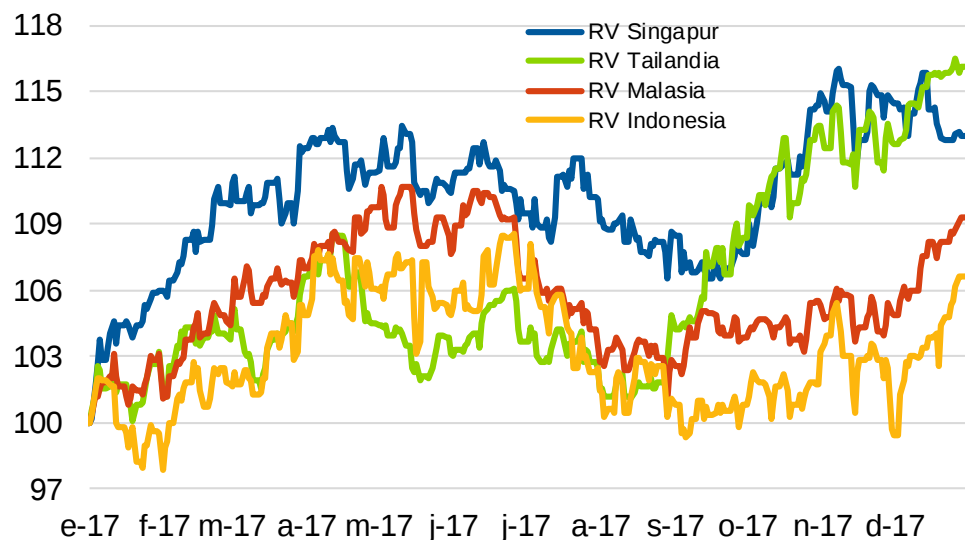
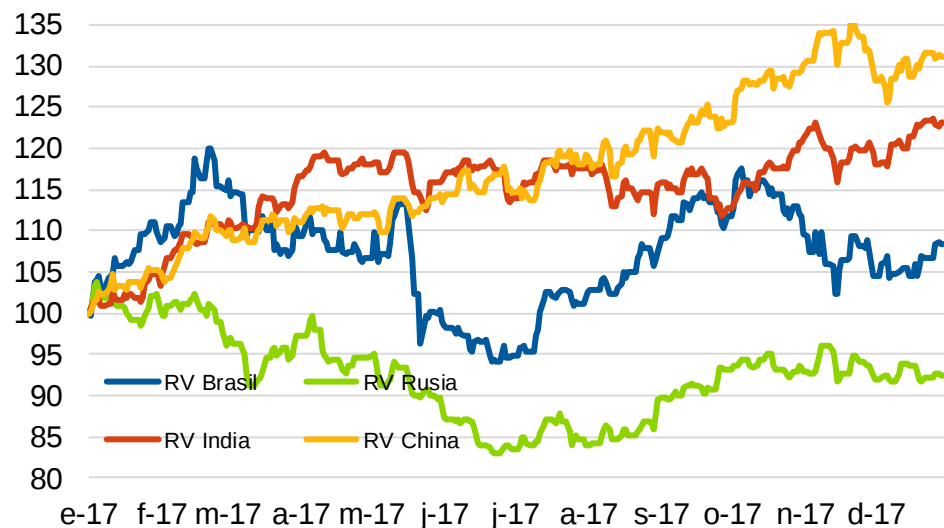
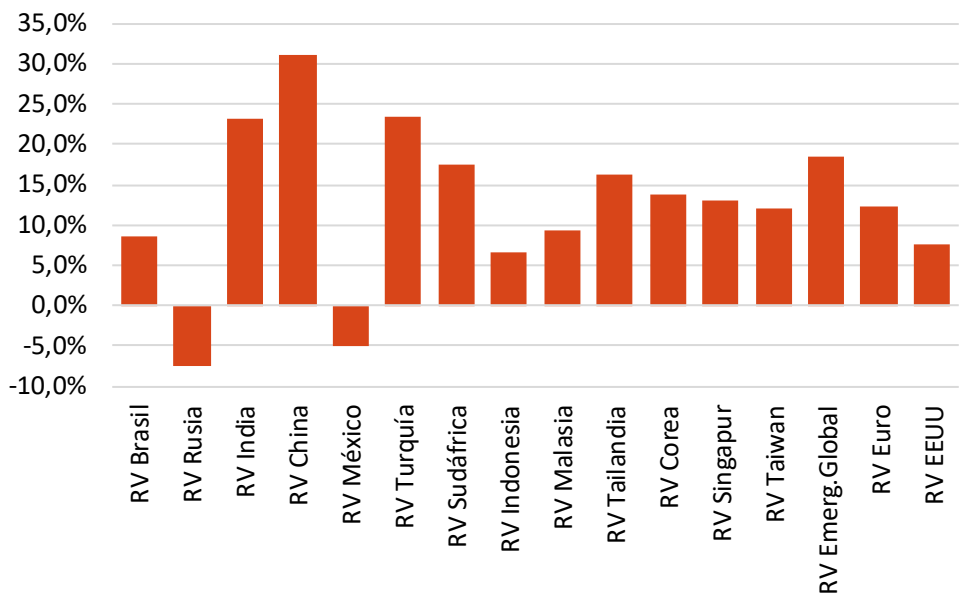




Rentabilidad YTD

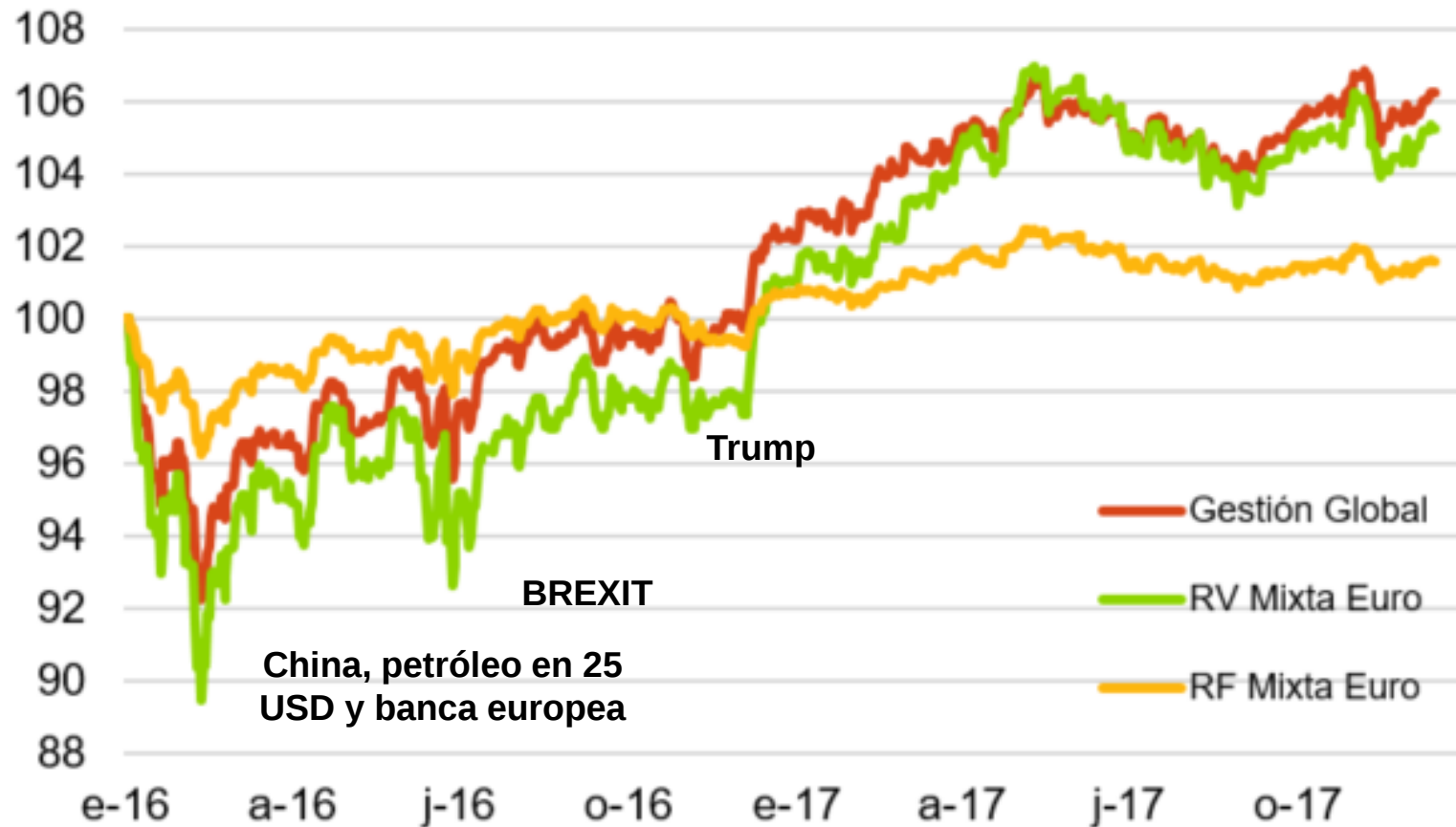


Rentabilidad YTD

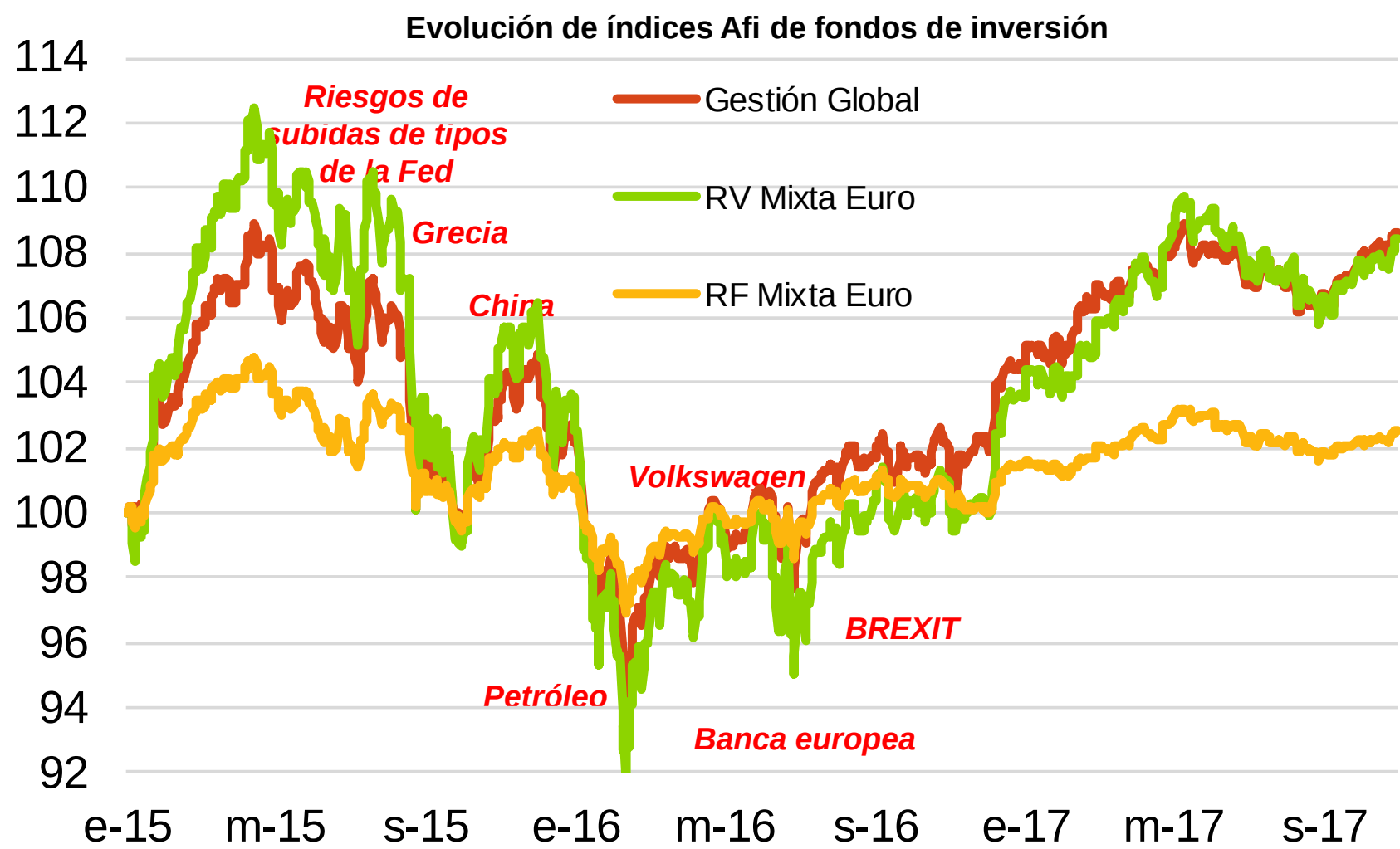


Claro contraste entre 2017 y 2016

Evolución desde enero de 2016 de índices Afi de fondos de inversión RF Mixta, RV Mixta y Gestión Global



E incluso con 2015



Afi

Calle Marqués de Villamejor, 5
28006 Madrid España

Afi

+34 915 200 100
www.afi.es
info@afi.es



Afi Escuela de Finanzas

+34 915 200 150 / 180
www.afiescueladefinanzas.es
efa@afi.es



Fundación Afi

+34 915 200 100
www.fundacionafi.org
info@fundacionafi.org

