



Perspectivas para la economía mundial. Una especial consideración a China

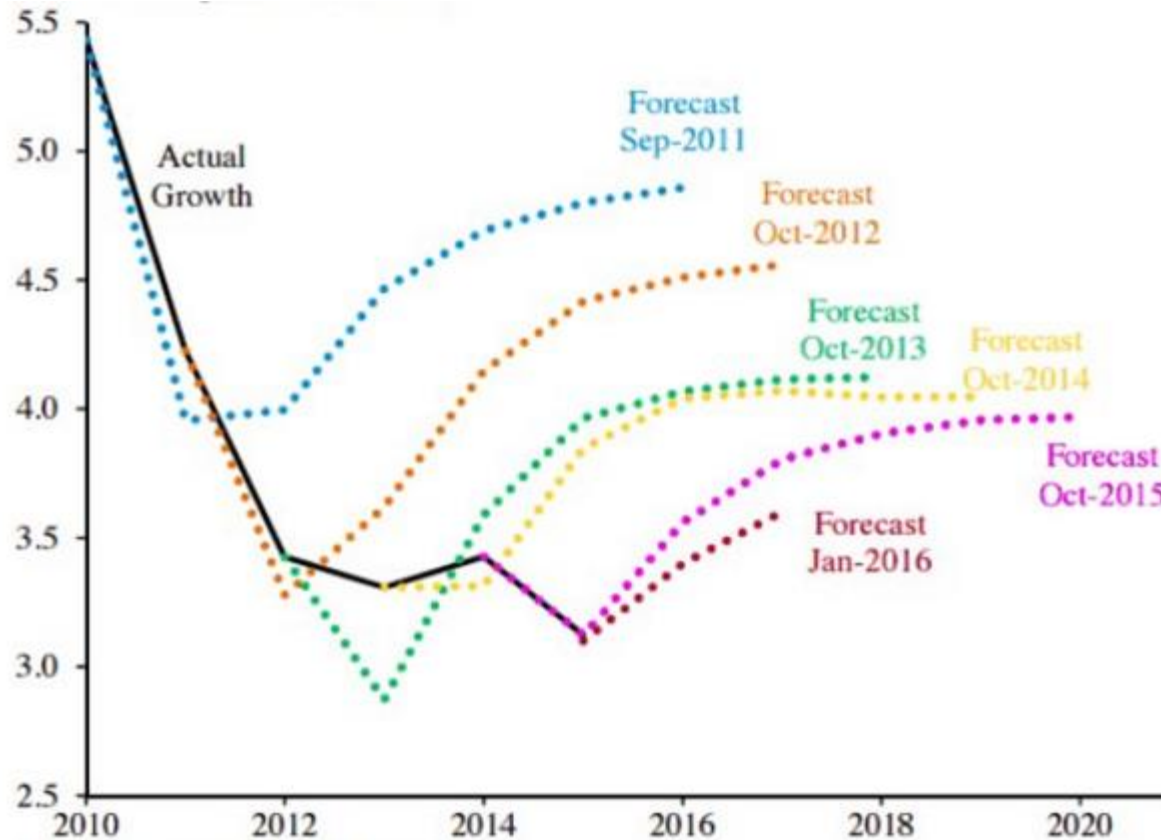
David Cano Martínez
dcano@afi.es
@david_cano_m

Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)
Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI
Barcelona, 3 de marzo de 2016

1 | La economía mundial no consigue acelerar el crecimiento

La aceleración del crecimiento que no termina de llegar

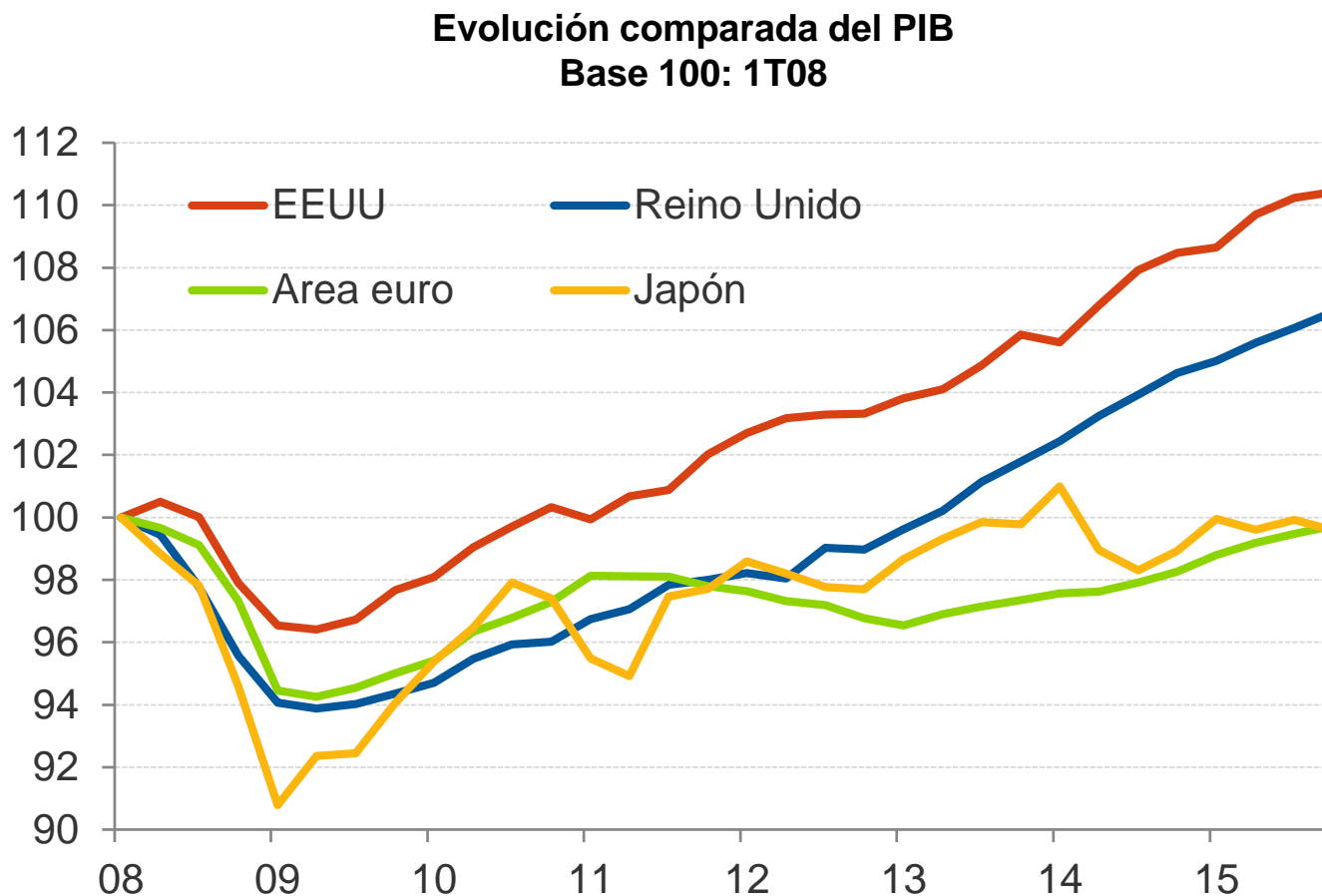
Evolución del crecimiento del PIB mundial y de las previsiones del FMI



La economía mundial ha moderado su ritmo de crecimiento desde los máximos del año 2010

En línea con este menor crecimiento se han ido revisando a la baja las previsiones

Se amplían las diferencias entre las principales economías desarrolladas



EEUU suma ya 7 años de crecimiento consecutivo

R.Unido le sigue, aunque a cierta distancia

Japón, la economía más volátil

UME evitó riesgo de ruptura (2012) de una tercera recesión (2014) pero el crecimiento es insuficiente

El “eje riesgo de recesión” se va desplazando





El “eje riesgo de recesión” se va desplazando





El “eje riesgo de recesión” se va desplazando

**Emergentes
2015/2016**



Crecimiento del PIB y previsiones FMI

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Mundo	2.4%	-0.7%	5.0%	3.4%	3.0%	3.0%	3.4%	3.1%	3.4%
Desarrolladas	0.2%	-3.4%	3.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%
EEUU	-0.3%	-2.8%	2.5%	1.6%	1.3%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%
Área euro	0.4%	-4.5%	2.0%	1.6%	-0.8%	-0.2%	0.9%	1.5%	1.7%
Alemania	0.8%	-5.1%	3.9%	3.4%	0.6%	0.4%	1.6%	1.5%	1.7%
Francia	0.2%	-2.9%	2.0%	2.1%	0.2%	0.7%	0.2%	1.1%	1.3%
Italia	-1.2%	-5.5%	1.7%	0.5%	-2.8%	-1.7%	-0.4%	0.8%	1.3%
España	0.9%	-3.8%	-0.2%	0.1%	-1.7%	-1.2%	1.4%	3.2%	2.7%
Japón	-1.0%	-5.5%	4.7%	-0.5%	1.7%	1.6%	0.0%	0.6%	1.0%
Reino Unido	-0.8%	-5.2%	1.7%	1.1%	0.7%	1.7%	2.9%	2.2%	2.2%
Emergentes	6.5%	4.2%	8.5%	6.6%	5.6%	5.5%	4.6%	4.0%	4.3%
Brasil	5.2%	-0.3%	7.5%	2.7%	1.0%	3.0%	0.1%	-3.8%	-3.5%
México	1.4%	-4.7%	5.1%	4.0%	4.0%	1.4%	2.3%	2.5%	2.6%
Rusia	5.2%	-7.8%	4.5%	4.3%	3.4%	1.3%	0.6%	-3.7%	-1.0%
India	3.9%	8.5%	10.3%	6.6%	4.7%	5.6%	7.3%	7.3%	7.5%
China	9.6%	9.2%	10.4%	9.3%	7.7%	7.7%	7.3%	6.9%	6.3%



Revisamos nuestras previsiones de crecimiento para 2016 - 17

Previsiones Afi de crecimiento del PIB en economías desarrolladas y emergentes

	Afi		Comisión Europea (Feb 2016)		FMI (WEO Ene 2016)	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Mundo	-	-	-	-	3.4%	3.6%
Desarrolladas	-	-	-	-	2.1%	2.1%
EEUU	2.4%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
Área euro	1.7%	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%	1.7%
Alemania	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
Francia	1.3%	1.6%	1.3%	1.7%	1.3%	1.5%
Italia	1.2%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
España	2.7%	2.3%	2.8%	2.5%	2.7%	2.3%
Japón	1.0%	0.3%	1.1%	0.5%	1.0%	0.3%
Reino Unido	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
Emergentes	-	-	-	-	4.3%	4.7%
Brasil	-3.0%	0.1%	-3.0%	0.3%	-3.5%	0.0%
México	2.3%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.9%
India	7.4%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
China	6.1%	6.0%	6.5%	6.2%	6.3%	6.0%

- China: desaceleración dentro de transición de medio y largo plazo, pero no *hard landing*
- EEUU: bache temporal de crecimiento que obliga a la FED a ser más paciente
- Emergentes: el ajuste cíclico continuará, si bien a menor ritmo y con creciente disparidad
- Eurozona: aceleración cíclica insuficiente y persistencia de dudas a medio plazo sobre potencial de crecimiento
- Precios de la energía: ajuste gradual de oferta para iniciar una vuelta hacia precios de equilibrio históricamente bajos
- El repunte de tipos de mercado será más gradual al previamente contemplado: BCE y BoJ harán más; la Fed hará menos.
- Esperamos un USD más estable. Las divisas emergentes en general y salvo excepciones, tenderán a estabilizarse

2 | Los 3 factores de riesgo sistémico



Factores de riesgos con potencial para desencadenar una crisis financiera que derivaría en una crisis económica

Riesgos sistémicos

Intensificación en la desaceleración económica en China en un contexto de elevado endeudamiento empresarial



Impagos de empresas chinas

Mantenimiento del precio del petróleo en mínimos durante un prolongado período de tiempo



Impagos empresas oil & gas



Impago de alguna economía emergente



Tensión geoestrat.

Problemas de rentabilidad / solvencia de la banca europea

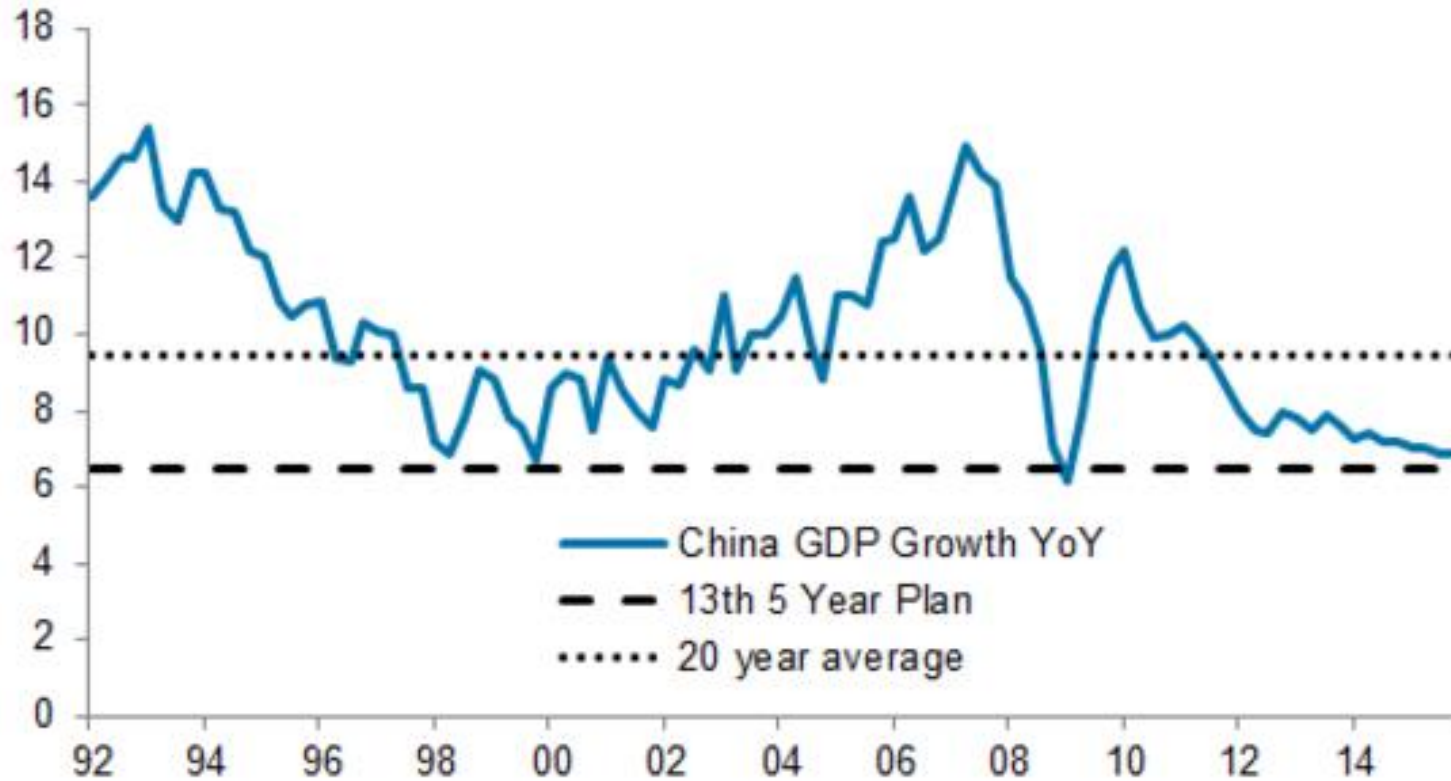


2.1.

El cambio en la composición del crecimiento de China y el temor a un impago de las empresas

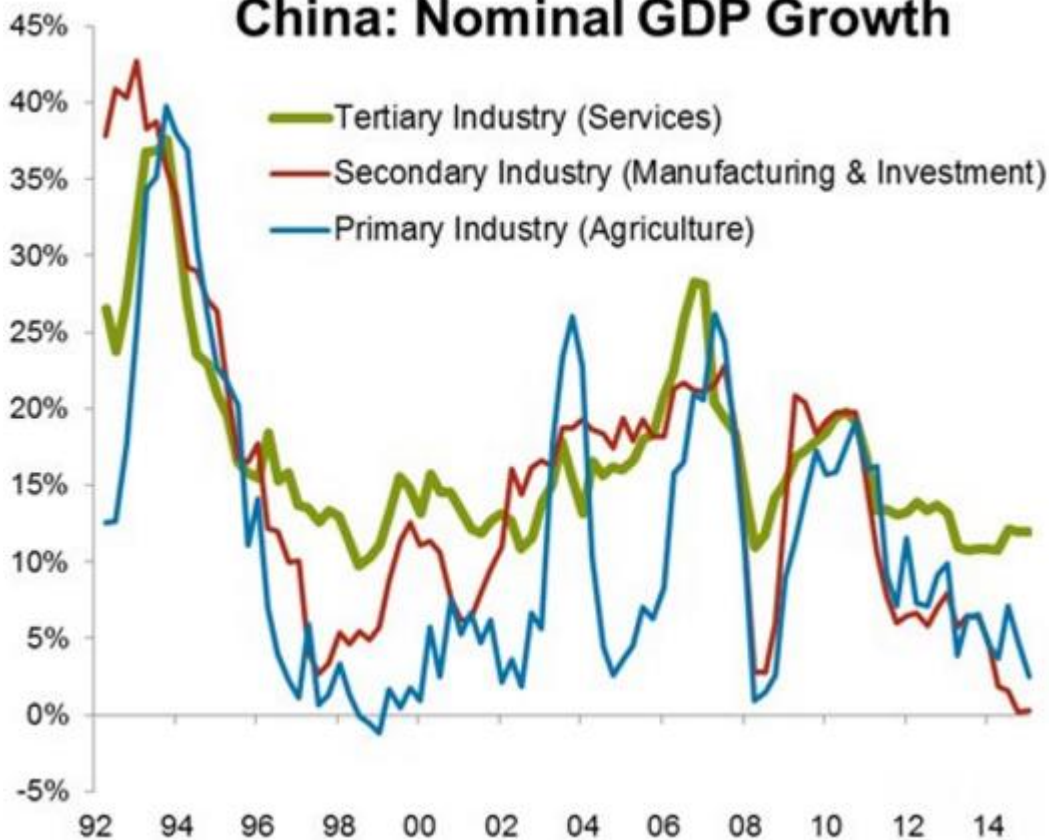
El PIB modera su tasa de crecimiento...

Crecimiento del PIB

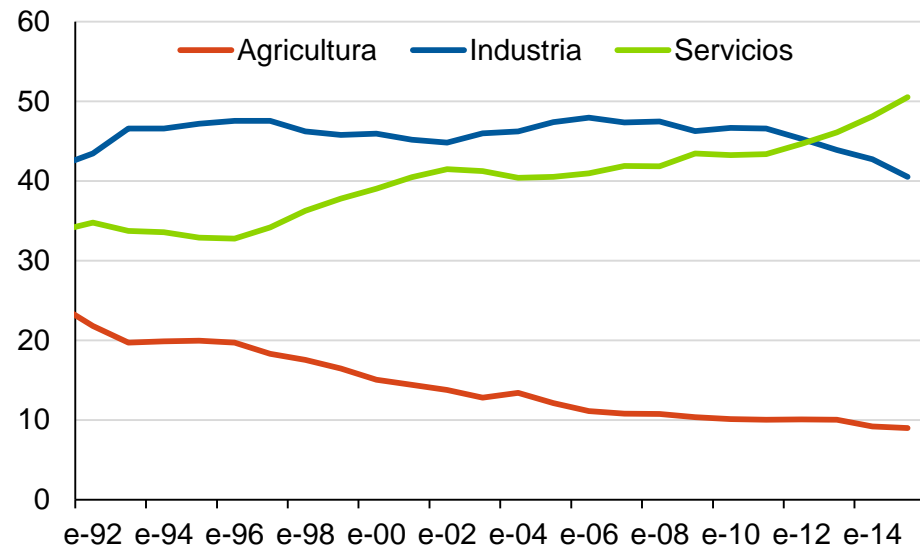


... ante la debilidad de la industria.

China: Nominal GDP Growth



Pesos de cada sector en el PIB de China (%)



La transición de la economía china hacia un nuevo modelo

- De las exportaciones e inversión al consumo
- Del sector industrial al sector servicios

Exportaciones

- Ralentización global
- Menos competitivos
 - Por apreciación real de la divisa
 - Por aumento de los costes (especialmente laborales)

Inversión

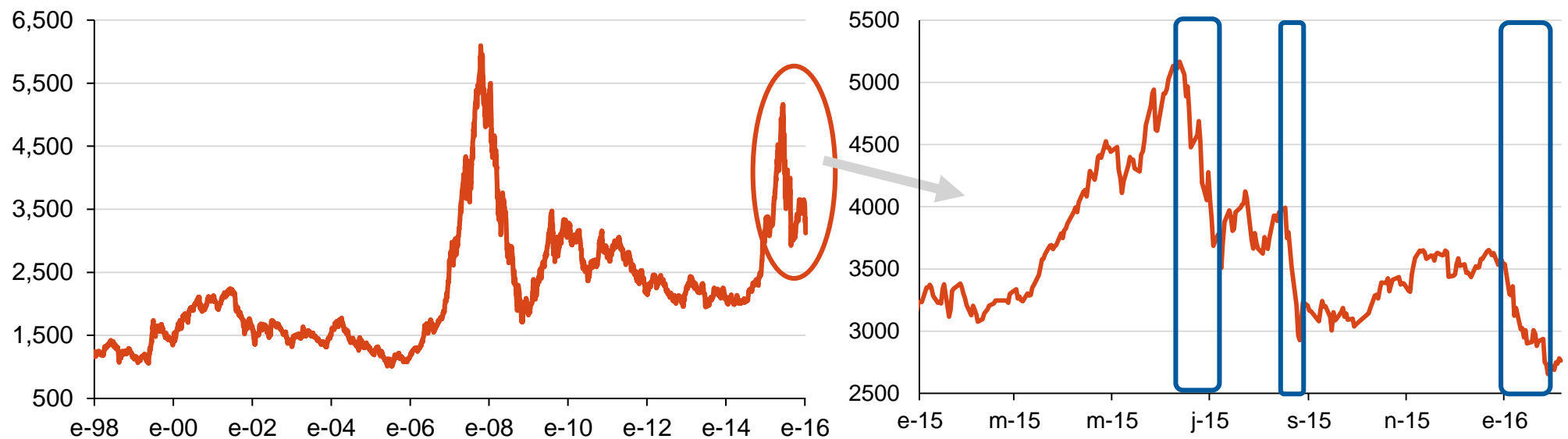
- Ralentización del sector inmobiliario
- Alto endeudamiento de las empresas
- Alto endeudamiento sector público (corporaciones locales)
- Únicamente aumenta el crecimiento en inversión en TIC

Demanda interna

- Demanda interna lastrada por la caída de la inversión y actividad industrial
- Consumo privado no crece a niveles suficientes para mantener crecimientos del PIB elevados

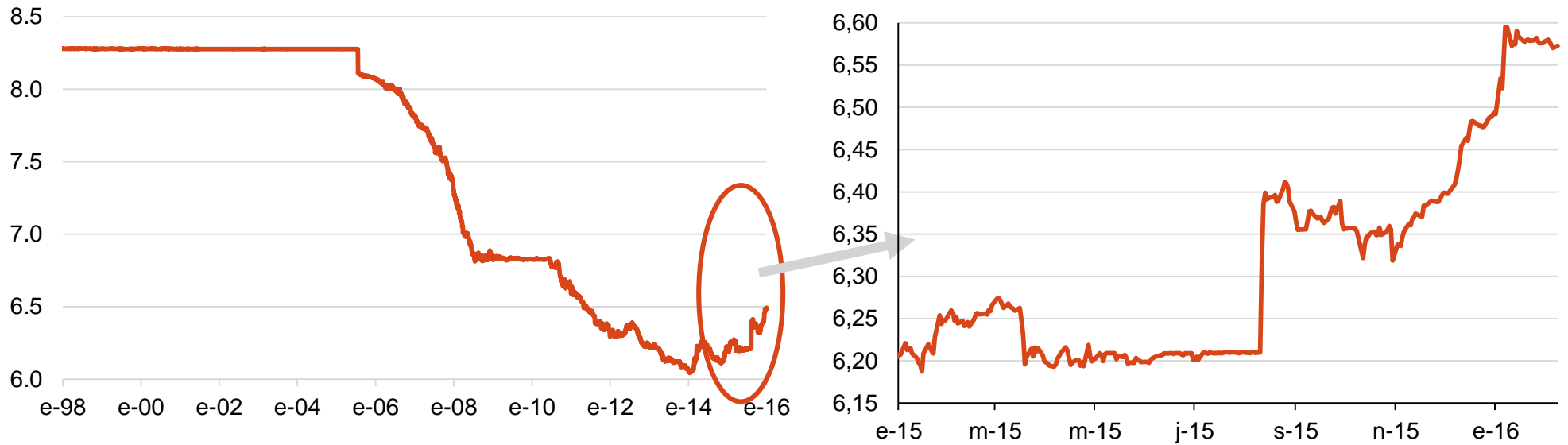
Señales de alarma: (1) Caída de la renta variable

Índice *Shanghái Composite* (puntos)



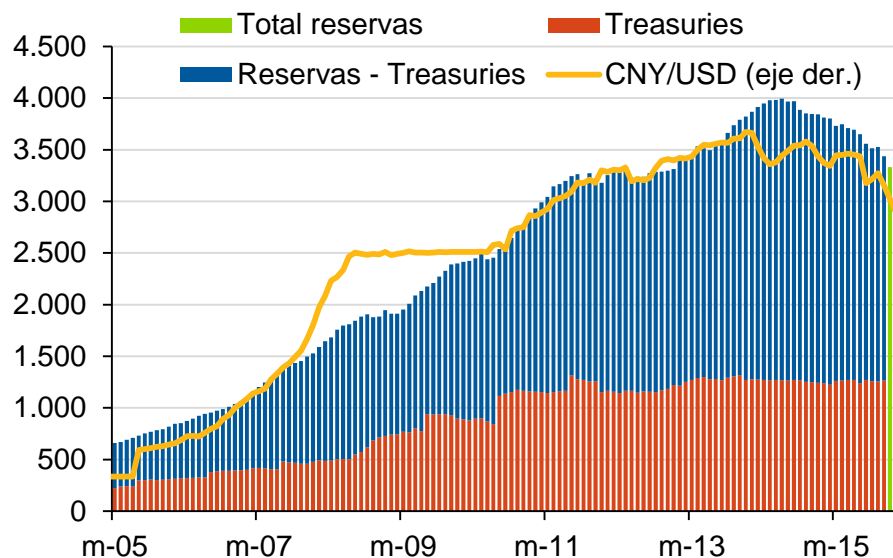
Señales de alarma: (2) Depreciación del yuan

Evolución del CNY/USD

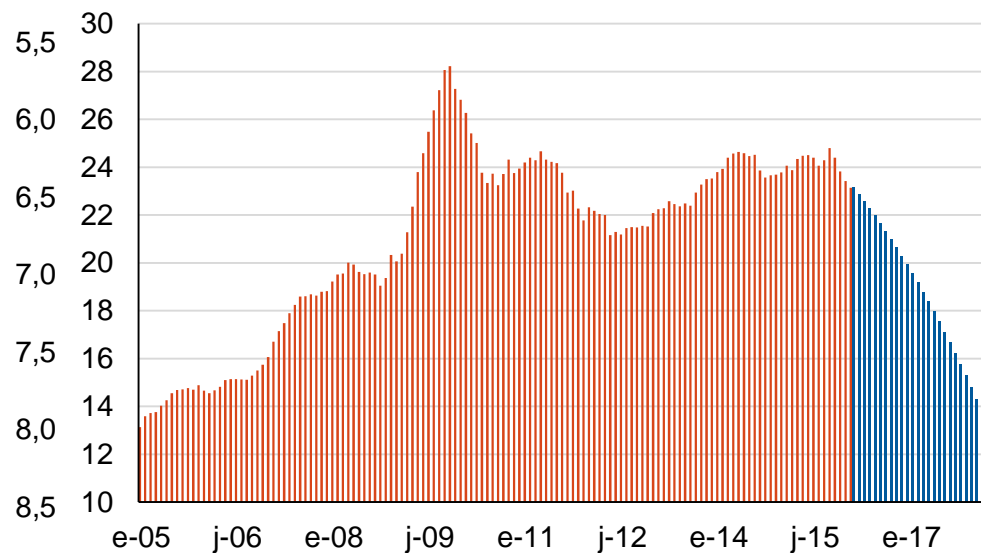


Señales de alarma: (3) Caída de reservas

Evolución de las reservas de China (miles de millones de dólares) y CNY/USD



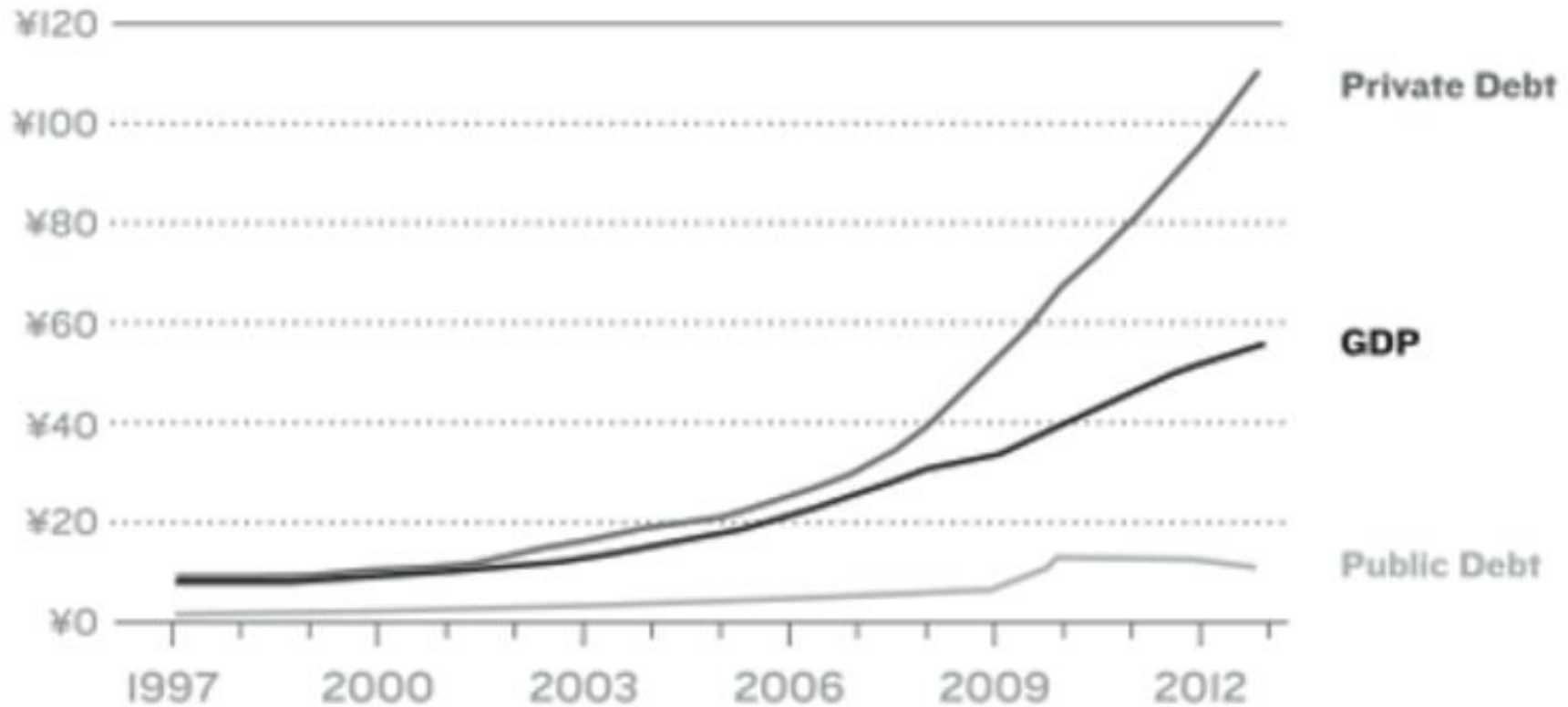
Reservas en meses de importaciones (estimación desde FEB16*)



*Suponiendo caída de las reservas al ritmo de los últimos seis meses y caída de las importaciones al ritmo actual

El temor, en el endeudamiento privado

Evolución del PIB y del endeudamiento público y privado



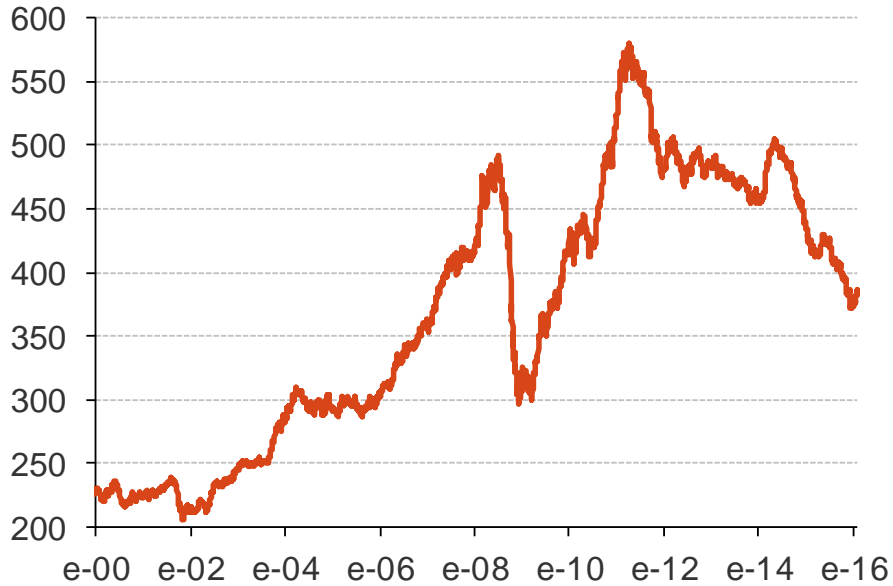


2.2.

El mantenimiento del precio del petróleo en un nivel demasiado bajo durante demasiado tiempo podría provocar impagos

Renovados mínimos en el precio de las materias primas...

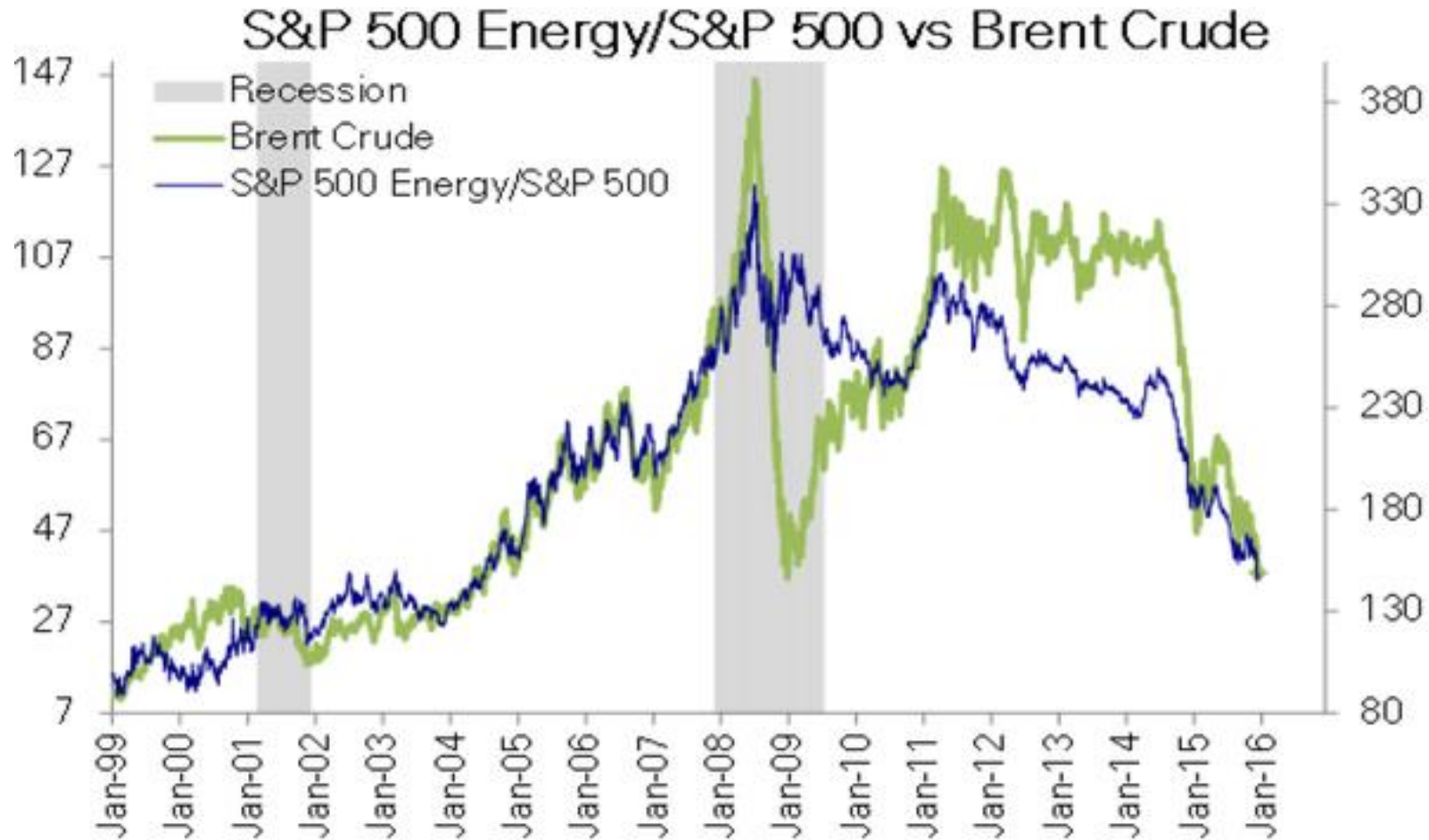
CRB



RICI

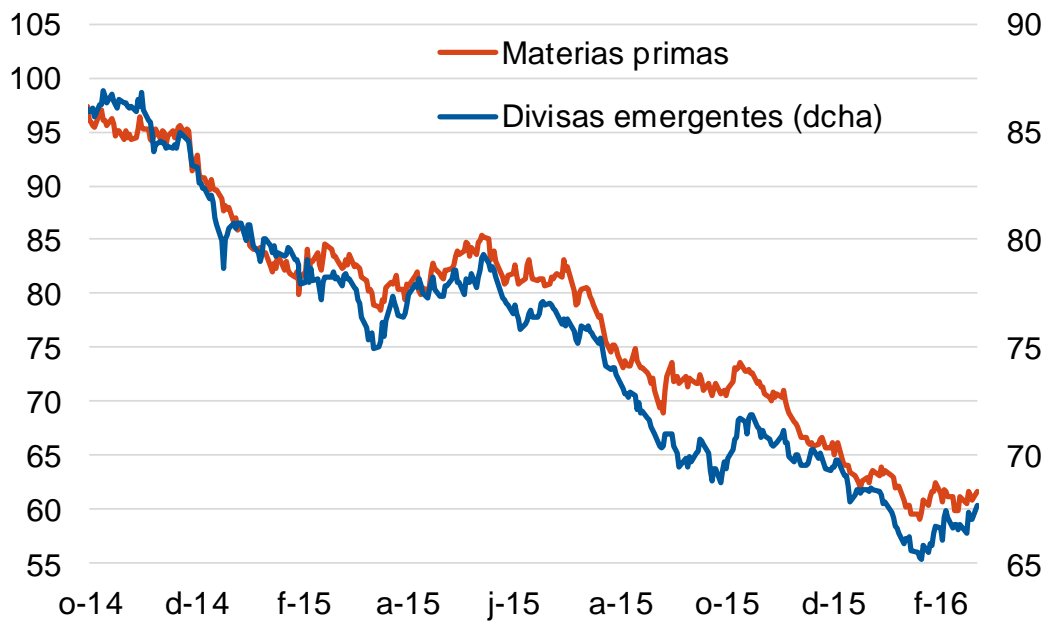


... volviendo a las cotas de la Gran Recesión.

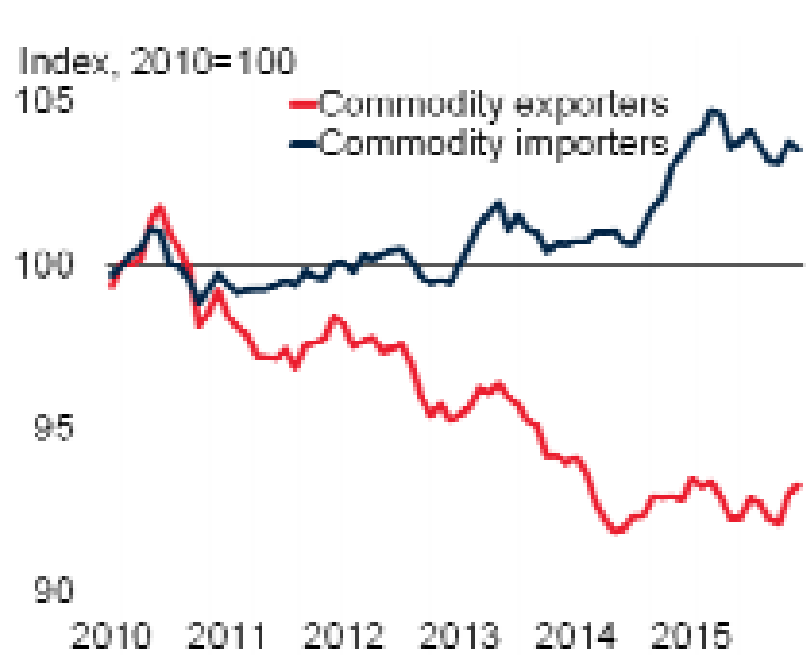


Impacto negativo sobre la mayoría de economías emergentes

Materias primas vs divisas emergentes



Evolución de los tipos de cambio de las divisas de los países emergentes





Intensa depreciación de sus monedas...

Maximum Nominal Drawdown During Period Versus USD

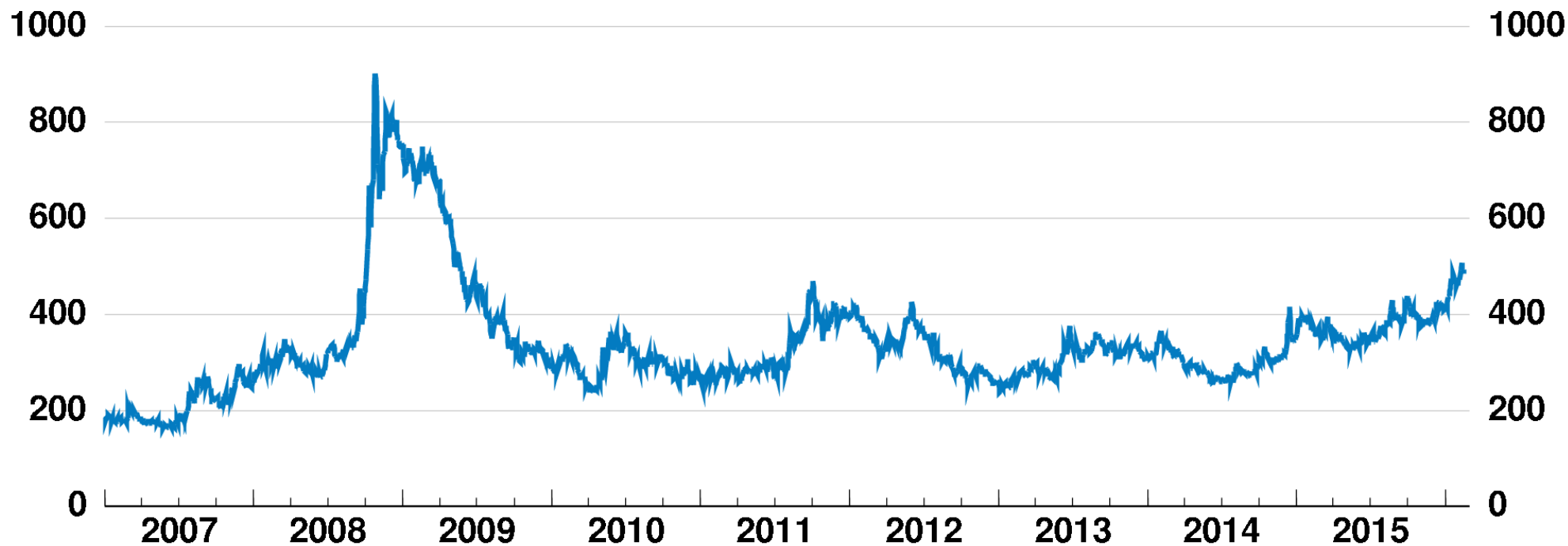
Currency	THB	MYR	MXN	BRL	TRY	RUB	ZAR	KRW
1998-1999 ¹	16.5%	17.7%	24.9%	49.2%	62.2%	78.4%	26.1%	12.9%
2008-2009 ²	14.2%	16.0%	35.8%	38.0%	36.3%	36.3%	40.7%	40.4%
2013-2016 ³	21.4%	33.5%	33.3%	53.5%	42.8%	60.8%	50.0%	16.7%

¹ Jan 1 1998 – Dec 31 1999. ² Jan 1 2008 – Dec 31 2009. ³ Jan 1 2013 – Jan 12 2016. Maximum drawdown of each currency versus USD during the stated period using daily data. Source:: Bloomberg, GSAM.



... y repunte de diferenciales en RF Emergente...

Evolución del EMBI spread





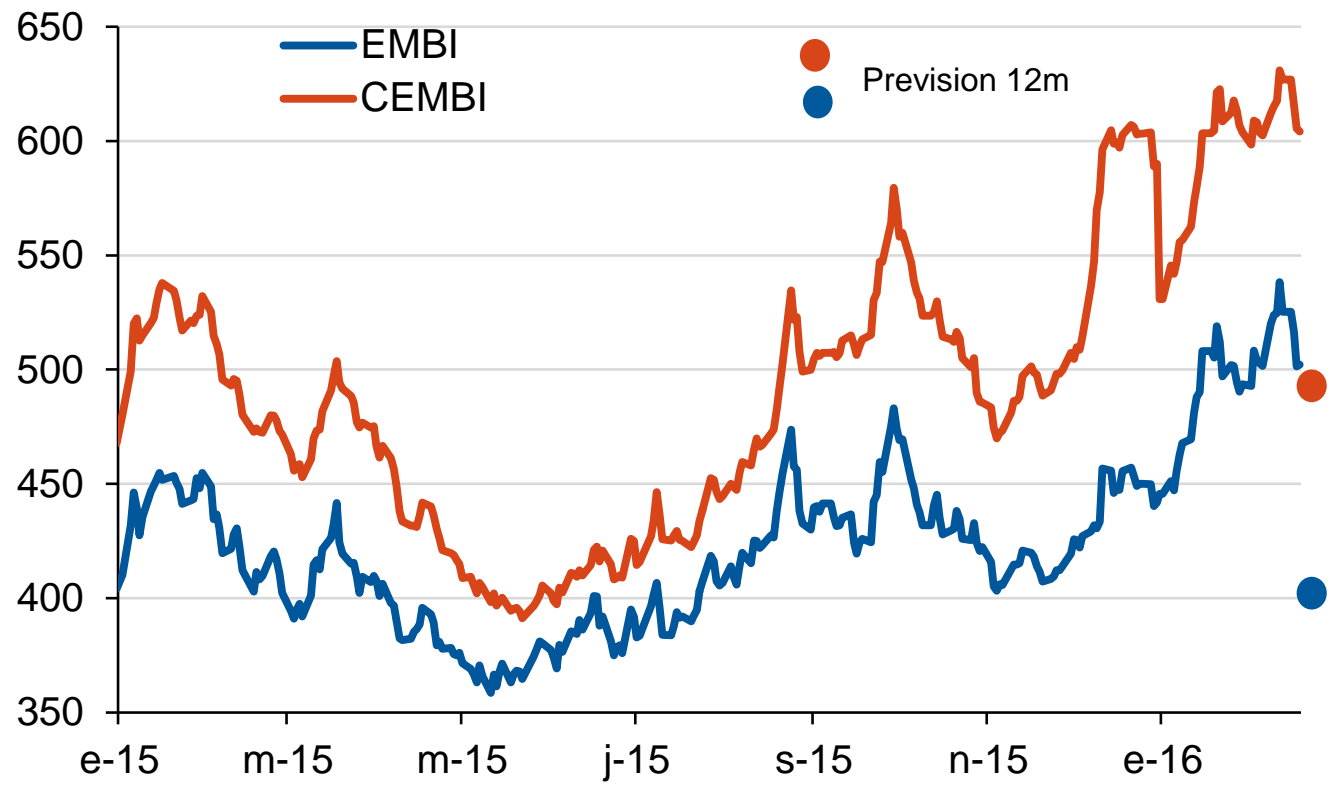
... aunque podrían haber marcado un techo...



Source: Barclays as of February 25, 2016.

... tanto en gobiernos como en empresas

Evolución del EMBI y del CEMBI spread





Continúan las divergencias de política monetaria.

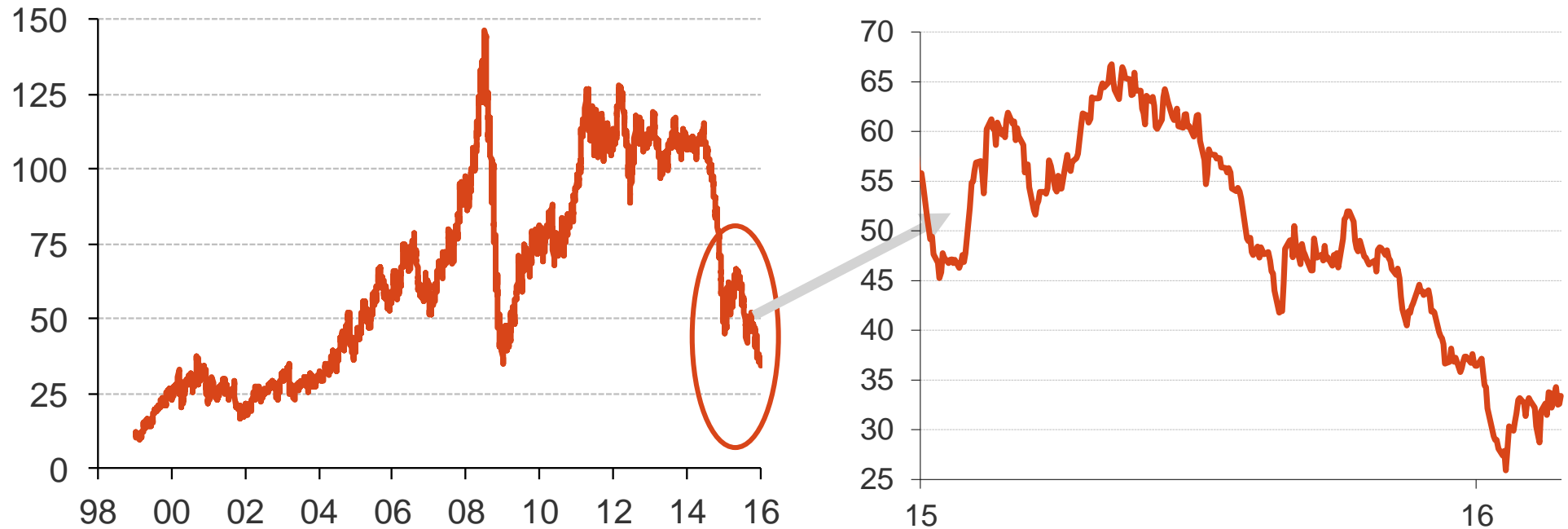
Variables de política monetaria

	Tipo actual de intervención	Tipo de intervención hace 1M	Último movimiento	Crecimiento del PIB	Inflación	Inflación objetivo
Latinoamérica						
Brasil	14,25	14,25	Sin cambios	-4,5	10,7	4,50% ±2%
Colombia	5,75	5,75	Sin cambios	3,1	7,5	3% ±1%
Chile	3,50	3,50	Sin cambios	2,2	4,8	3% ±1%
Perú	4,25	4,00	Subida	2,9	4,4	2% ±1%
México	3,75	3,25	Subida	2,5	2,6	3% ±3%
Asia						
India	6,75	6,75	Sin cambios	7,3	5,7	6%
China	4,35	4,35	Sin cambios	6,9	1,6	3,50%
Indonesia	7,00	7,25	Bajada	5,0	4,1	4%
Malasia	3,25	3,25	Sin cambios	4,7	2,7	2% - 3%
South Korea	1,50	1,50	Sin cambios	3,0	0,8	2,5% - 3,5%
EMEA						
Poland	1,50	1,50	Sin cambios	4,0	-0,9	2,50% ±1%
Hungría	1,35	1,35	Sin cambios	2,4	0,9	3% ±1%
Turquía	7,50	7,50	Sin cambios	4,0	9,6	5% ±2%
Sudáfrica	6,75	6,75	Sin cambios	1,0	6,2	3% - 6%



Petróleo: el rebalanceo de la oferta se pospone, hundiendo el precio

Evolución del precio del petróleo



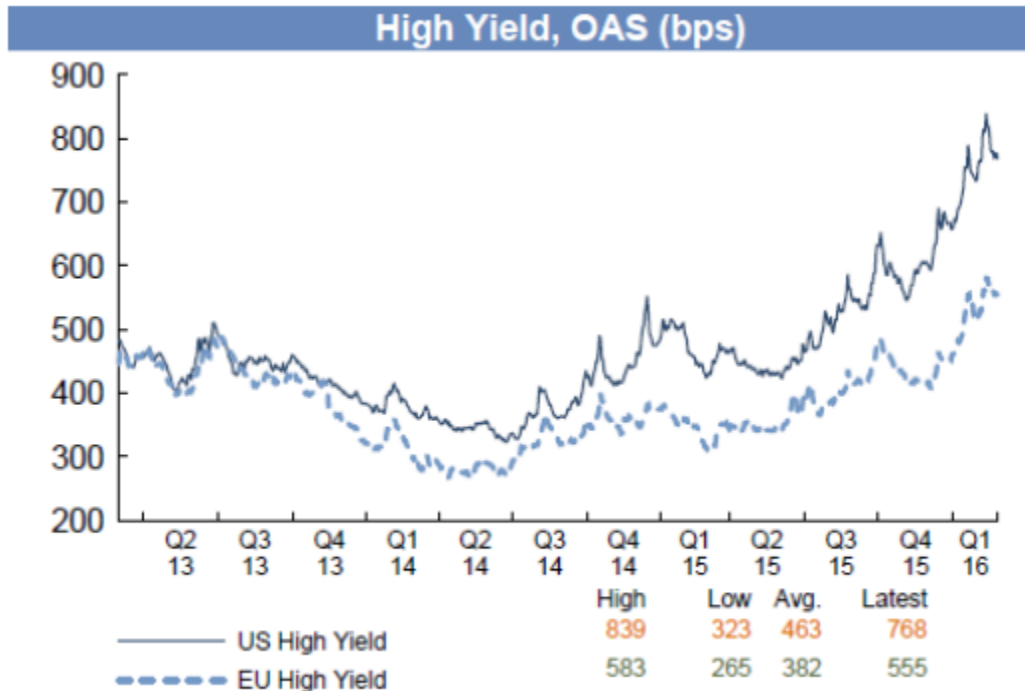


Aumento de diferenciales en renta fija privada...

Evolución del diferencial de renta fija privada Grado de inversión frente a high yield



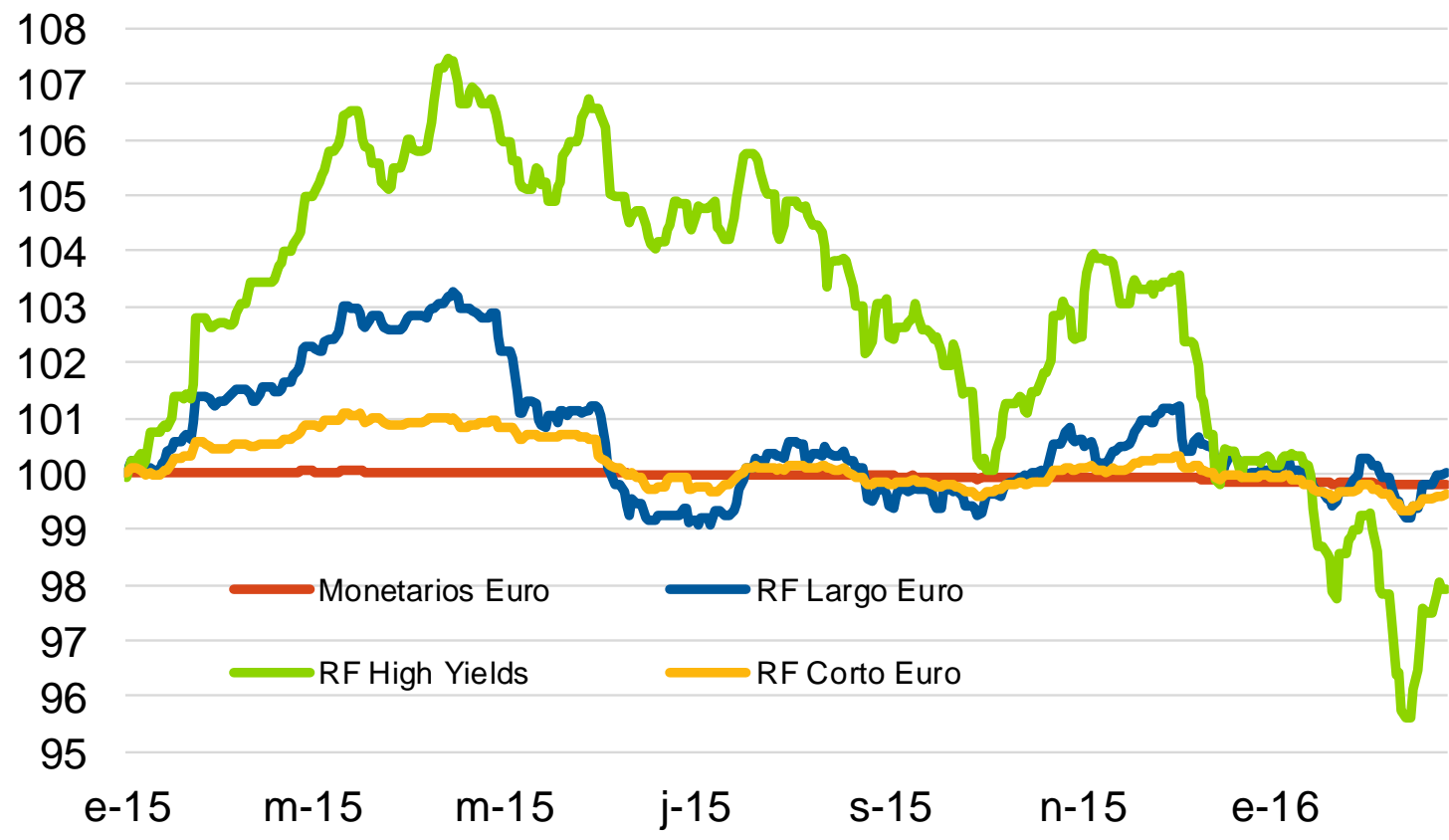
Source: Barclays as of February 25, 2016.



Source: Barclays as of February 25, 2016.

... provocando pérdidas en el segmento high yield.

Evolución índices Afi de fondos de inversión



FRED 

- BofA Merrill Lynch US Corporate BBB Effective Yield©
- BofA Merrill Lynch US Corporate A Effective Yield©
- BofA Merrill Lynch US Corporate AA Effective Yield©
- BofA Merrill Lynch US Corporate AAA Effective Yield©



research.stlouisfed.org

myf.red/g/326R

2.3. | Las dudas sobre la rentabilidad futura del negocio bancario



Diversas variables de mercado constatan las dudas sobre la futura rentabilidad de la banca europea

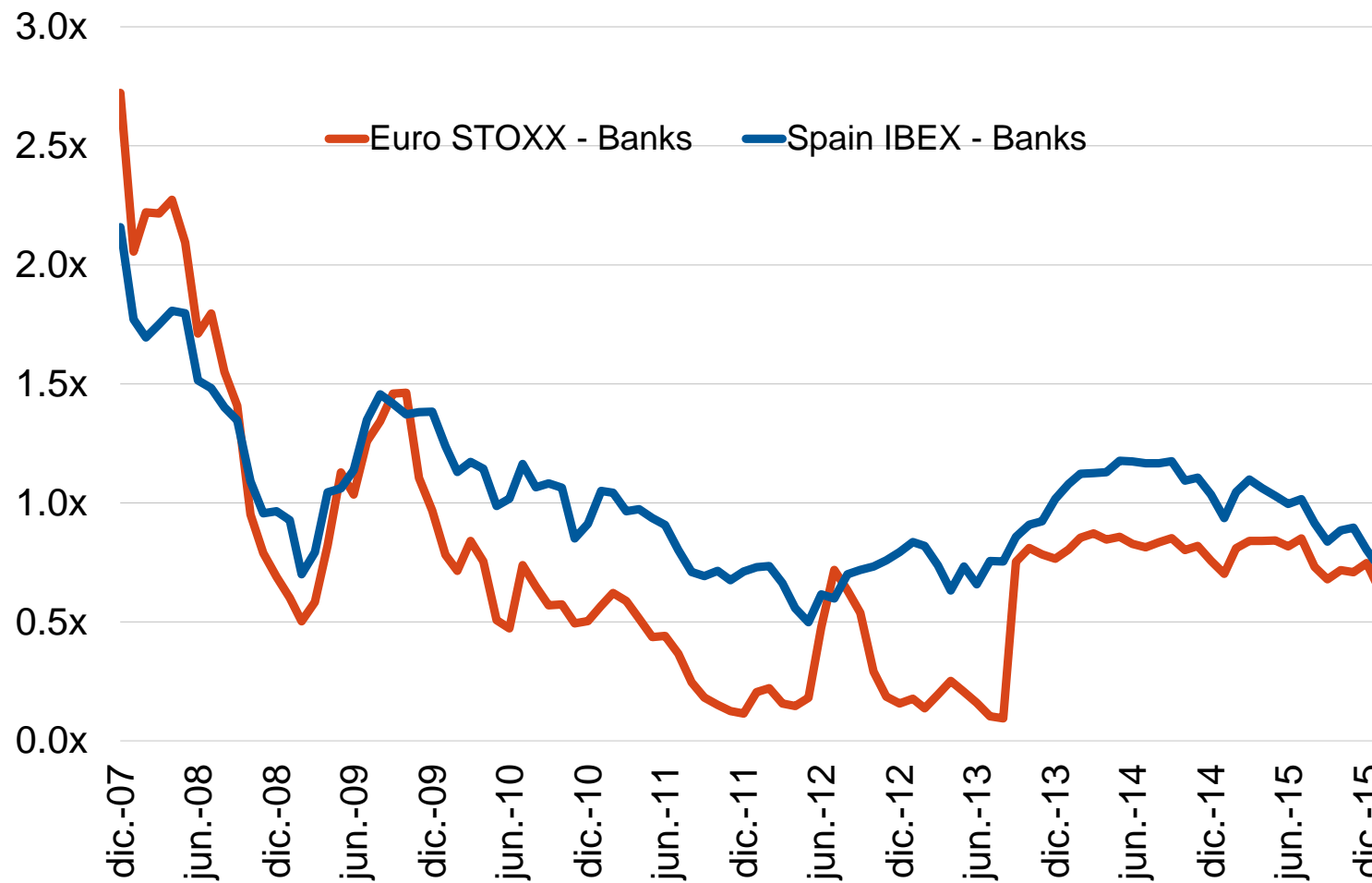
Índice de CoCo



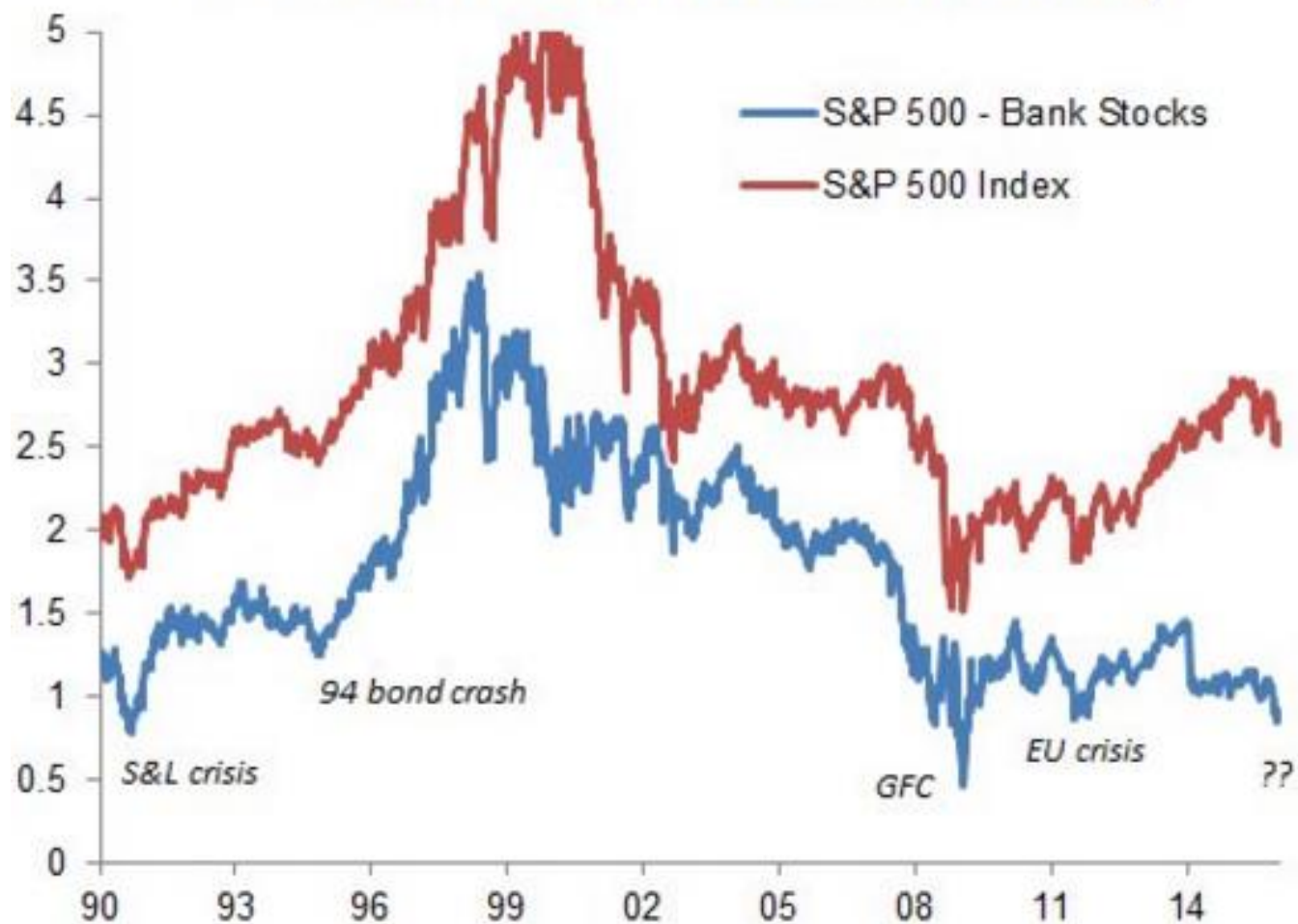
CDS 5 años DB



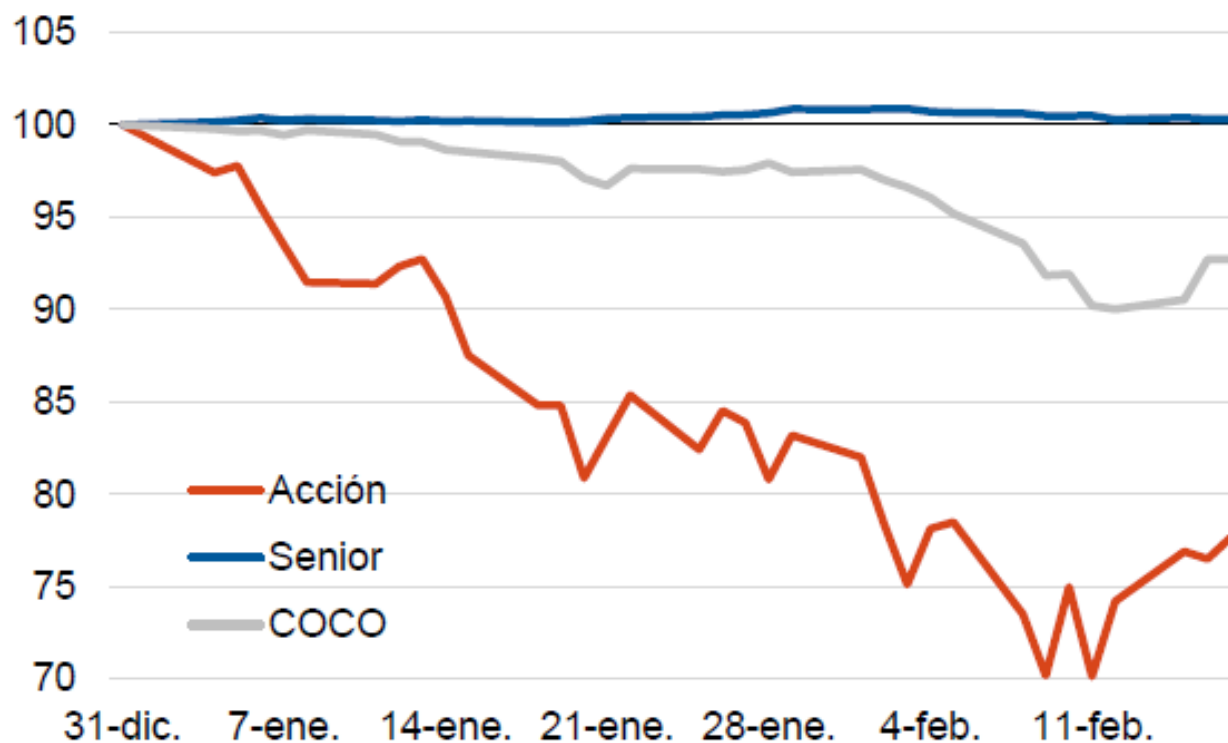
P/B de la banca europea



US Bank Price to Book ratios are cheap



Evolución de la renta variable, deuda senior y COCO de bancos del área euro (100: ene-16)

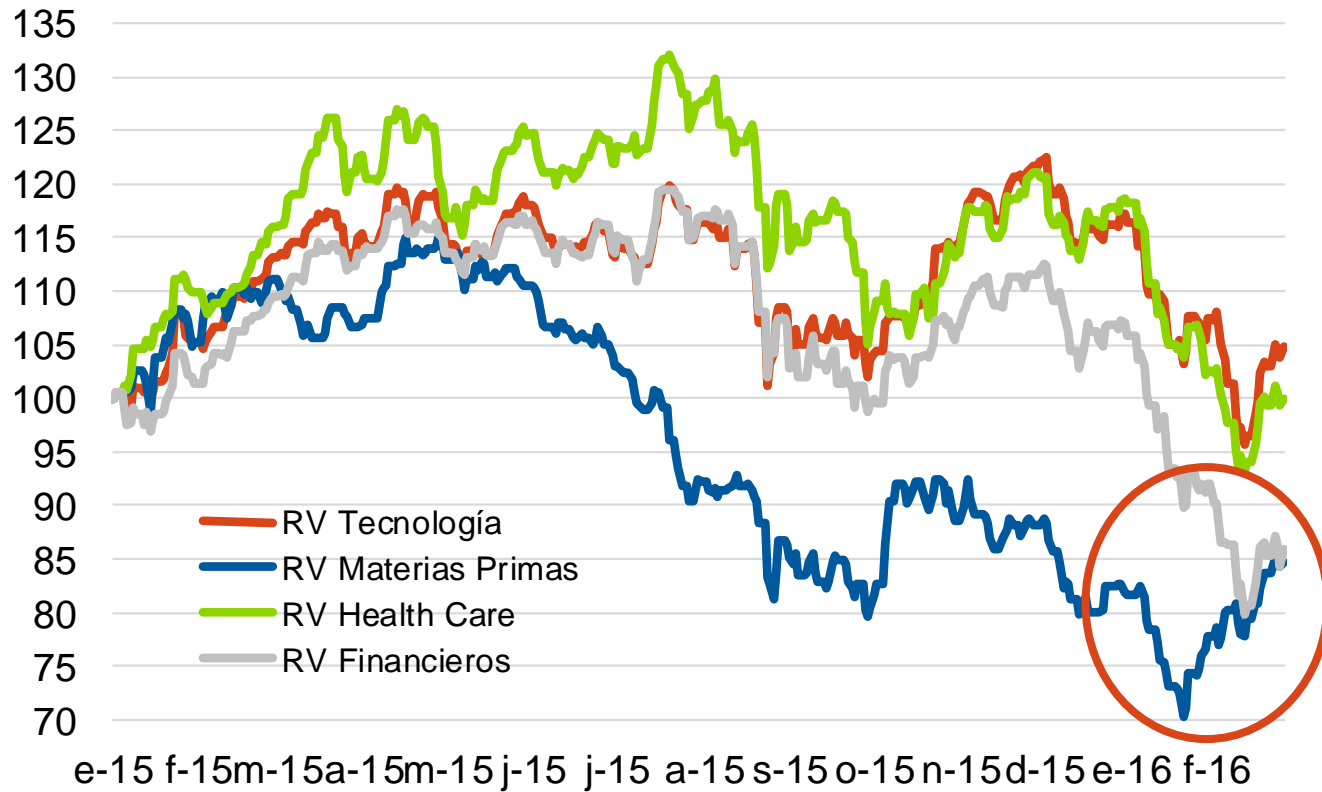


Fuente: Afi, Bloomberg, BoAML

***Acción**: índice del sector bancario del EuroStoxx; **Senior**: Índice de deuda *senior* de bancos EUR de BoAML; **COCO**: Índice de COCOs de BoAML

RV Financieras vs RV Materias primas

Evolución índices Afi de fondos de inversión





3 | EEUU: bache temporal de crecimiento que obliga a la FED a ser más paciente



Señales de desaceleración procedentes del exterior...

Crecimiento del PIB de EEUU

Tasa trimestral	mar.-15	jun.-15	sep.-15	dic.-15
PIB	0,2%	1,0%	0,5%	0,2%
Consumo	0,3%	0,8%	0,7%	0,5%
Privado	0,4%	0,9%	0,7%	0,5%
Público	0,0%	0,6%	0,4%	0,2%
FBCF	2,1%	1,2%	-0,2%	-0,6%
Existencias (1)	0,2	0,0	-0,2	-0,1
Demanda interna (1)	0,6	0,9	0,6	0,3
Exportaciones	-1,5%	1,2%	0,2%	-0,6%
Importaciones	1,7%	0,7%	0,6%	0,3%
Demanda externa (1)	-0,5	0,0	-0,1	-0,1

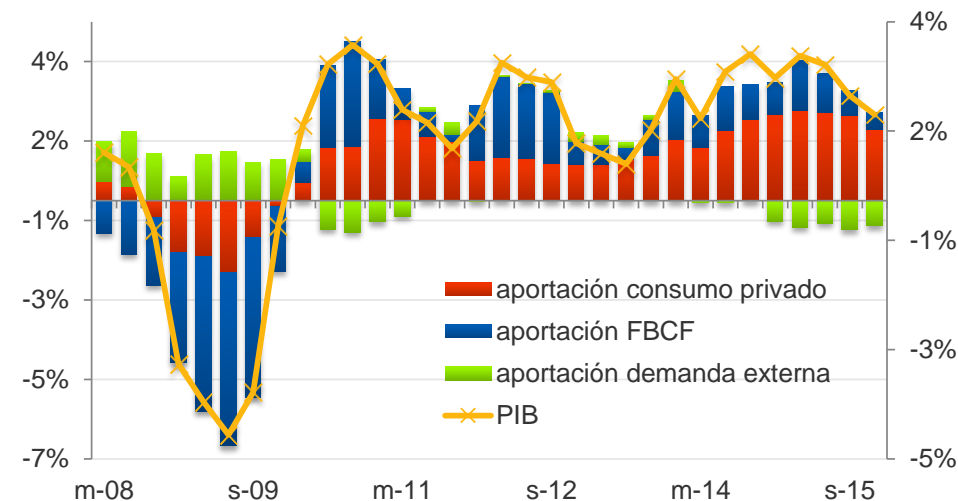
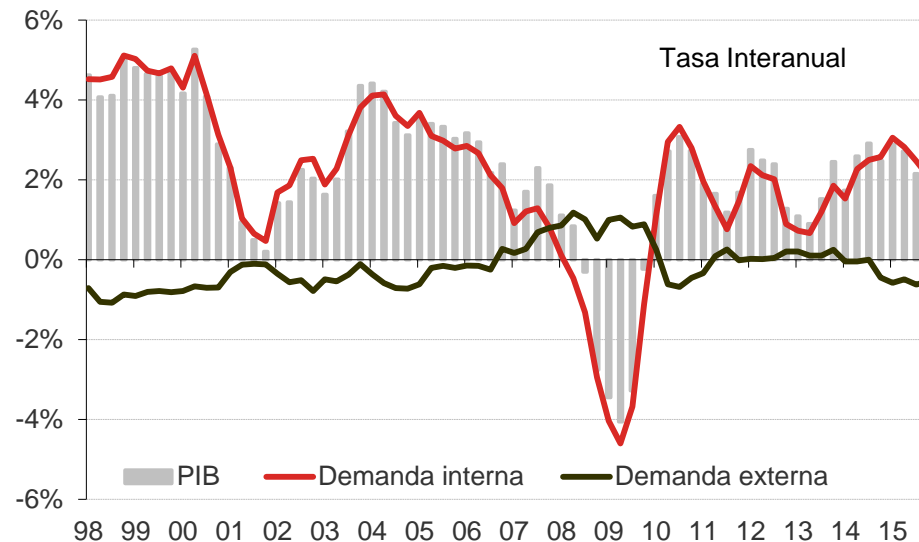
(1) Aportación al crecimiento trimestral del PIB

Fuente: Departamento de Comercio

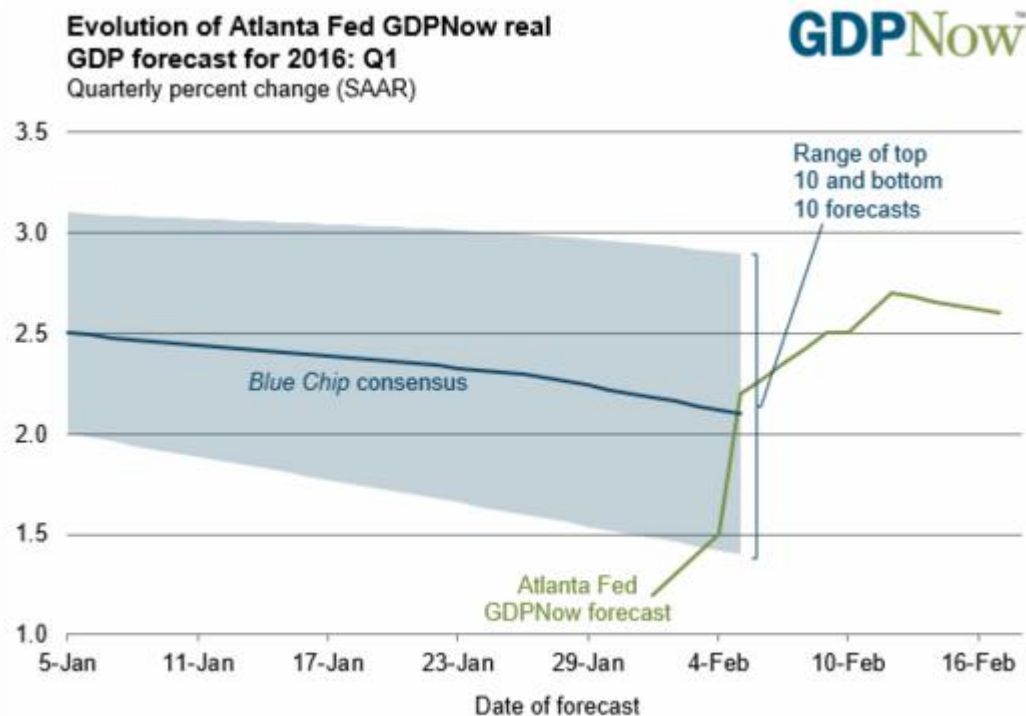
Tasa interanual	mar.-15	jun.-15	sep.-15	dic.-15
PIB	2,9%	2,7%	2,1%	1,8%
Consumo	2,7%	2,7%	2,6%	2,3%
Privado	3,3%	3,3%	3,1%	2,6%
Público	0,4%	0,7%	0,7%	1,3%
FBCF	7,6%	5,7%	3,7%	2,5%
Existencias (1)	0,5	0,2	0,0	-0,1
Demanda interna (1)	3,6	3,3	2,9	2,4
Exportaciones	2,6%	1,5%	1,2%	-0,8%
Importaciones	6,5%	4,8%	5,6%	3,4%
Demanda externa (1)	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6

(1) Aportación al crecimiento interanual del PIB

Fuente: Departamento de Comercio

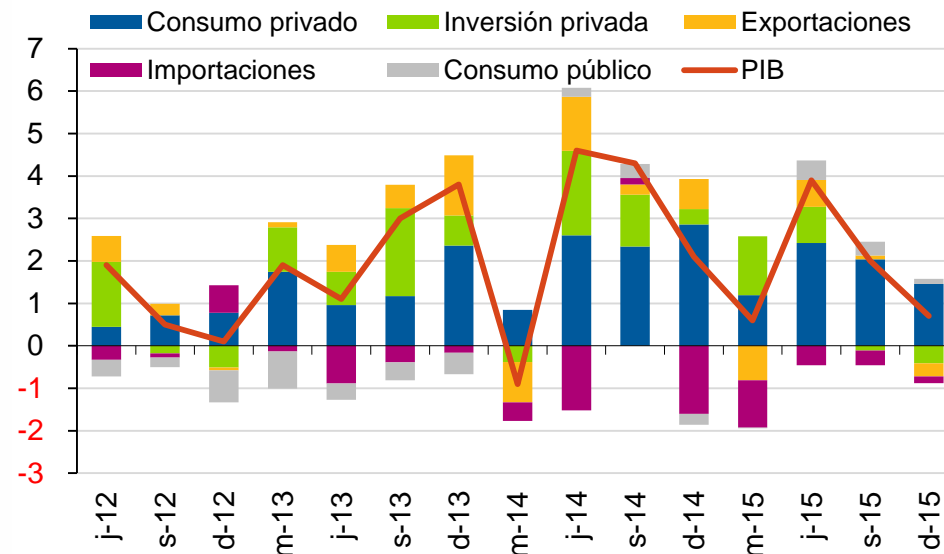


... como mostraban los registros adelantados de actividad...

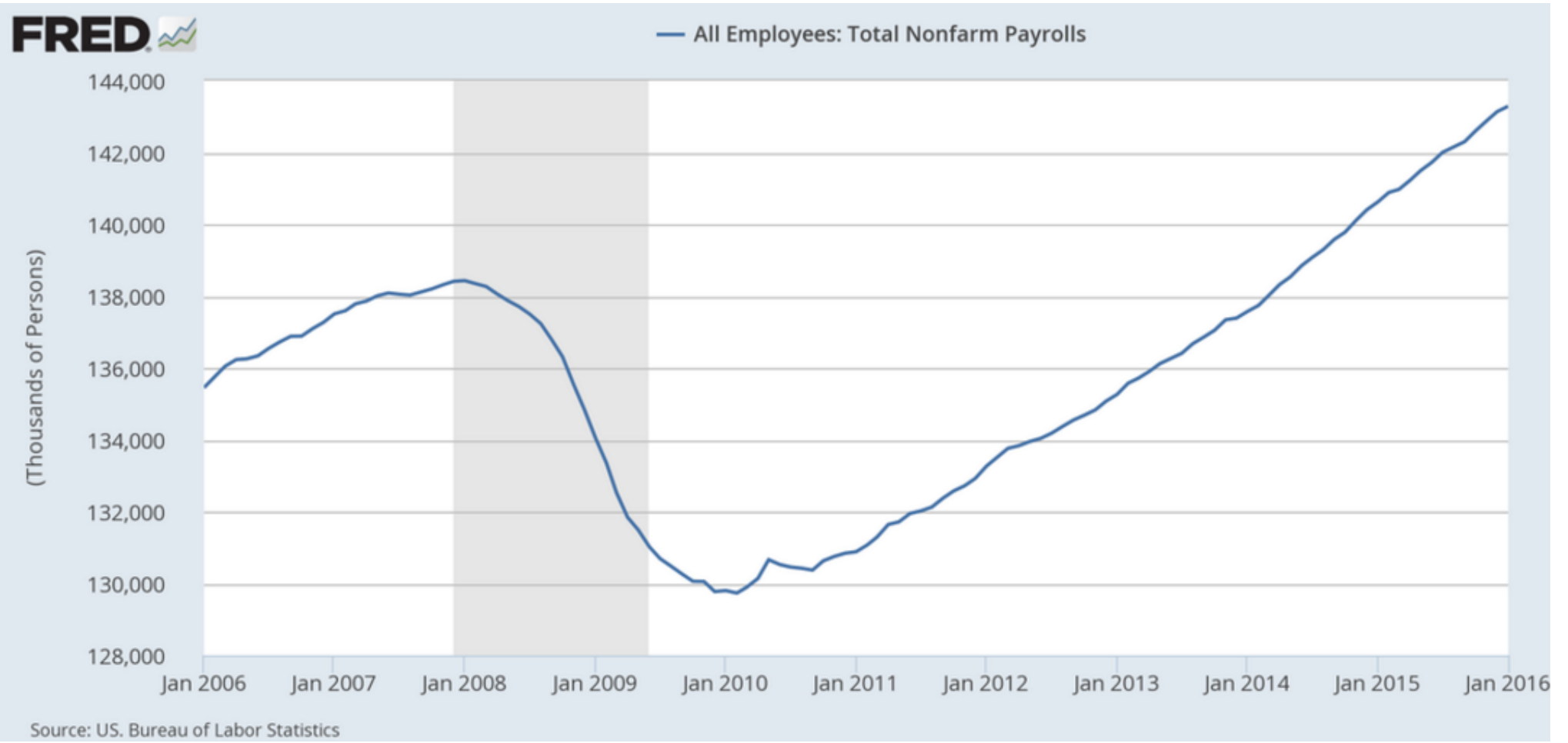


Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Crecimiento del PIB y aportaciones al crecimiento (% TA)



El mercado laboral, la señal más positiva de la economía...



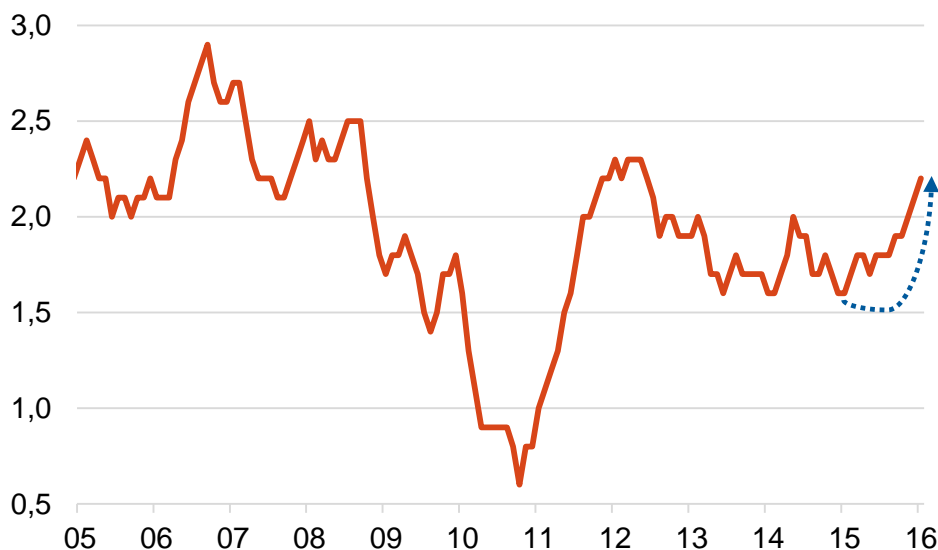
... con un tasa de paro que regrese al “pleno empleo”



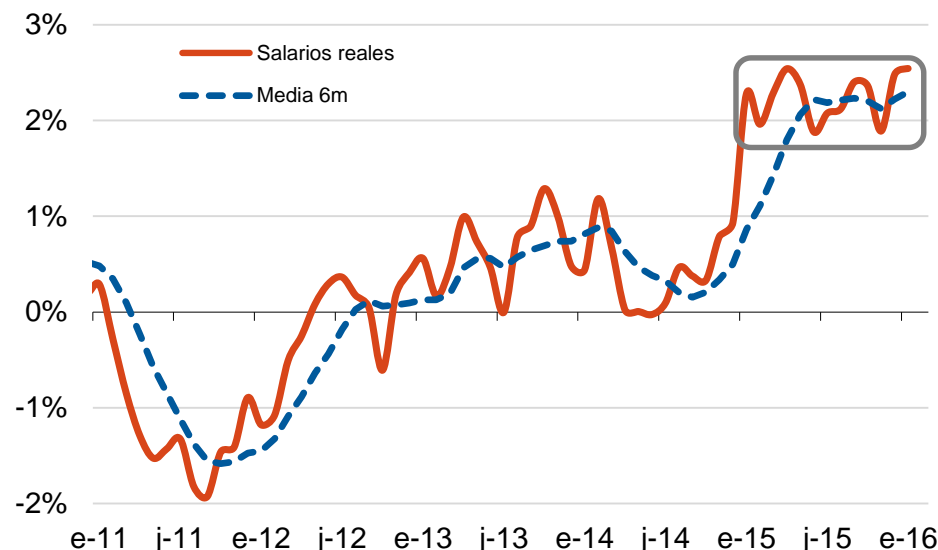


... y los salarios que empiezan a ser sensibles las menores ganancias de productividad.

Evolución de la inflación subyacente en EEUU (%)

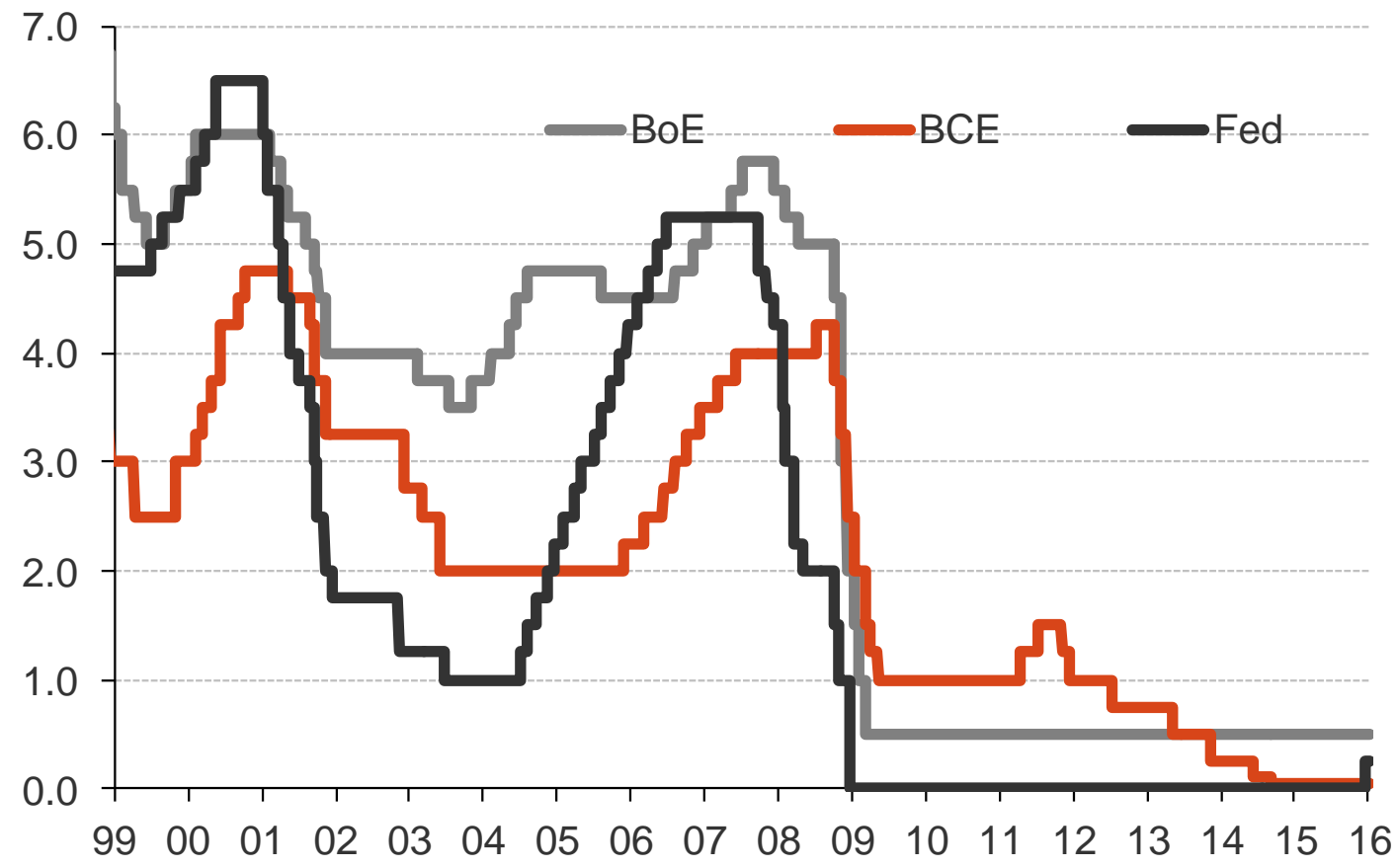


Crecimiento de los salarios en EEUU y media de los seis meses previos (tasa interanual)



Por fin llega la primera subida de la Fed...

Evolución de los tipos de interés de referencia

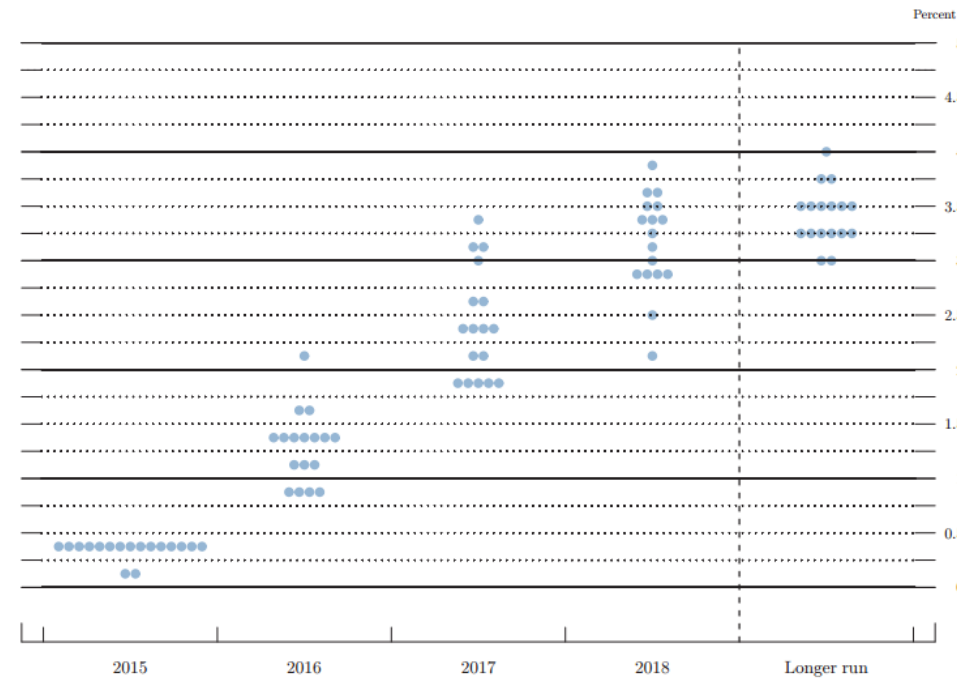
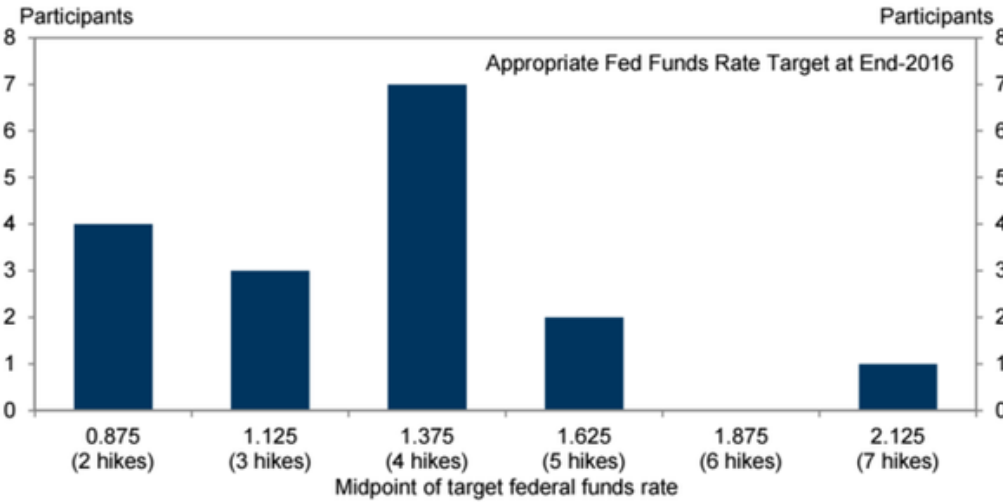




... iniciándose un proceso que será gradual...

Expectativas para la evolución de los fed funds por parte de los miembros del FOMC

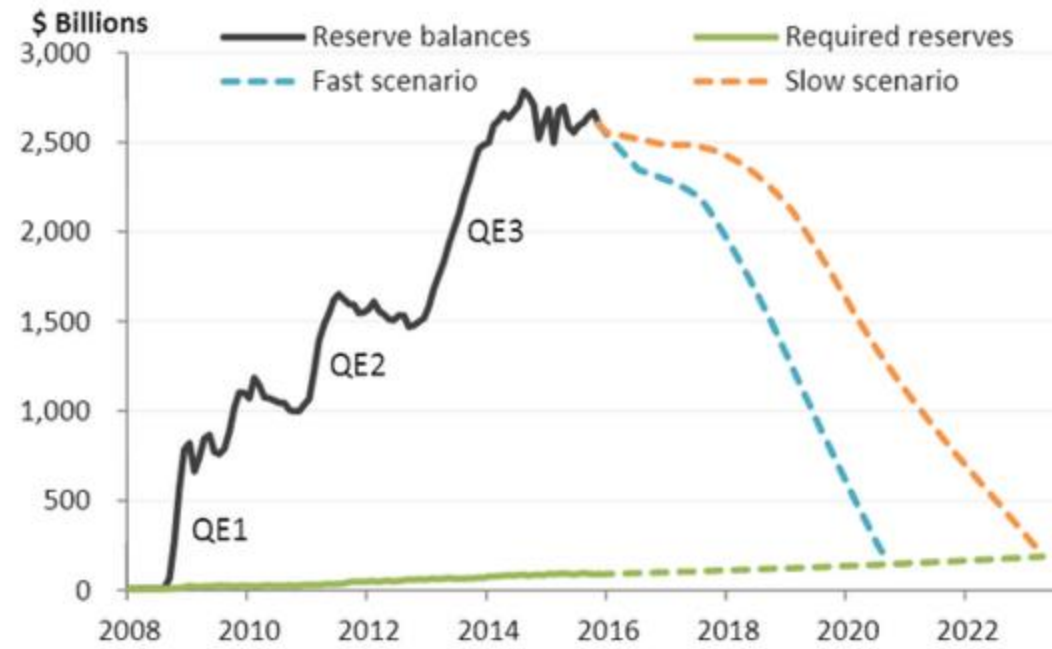
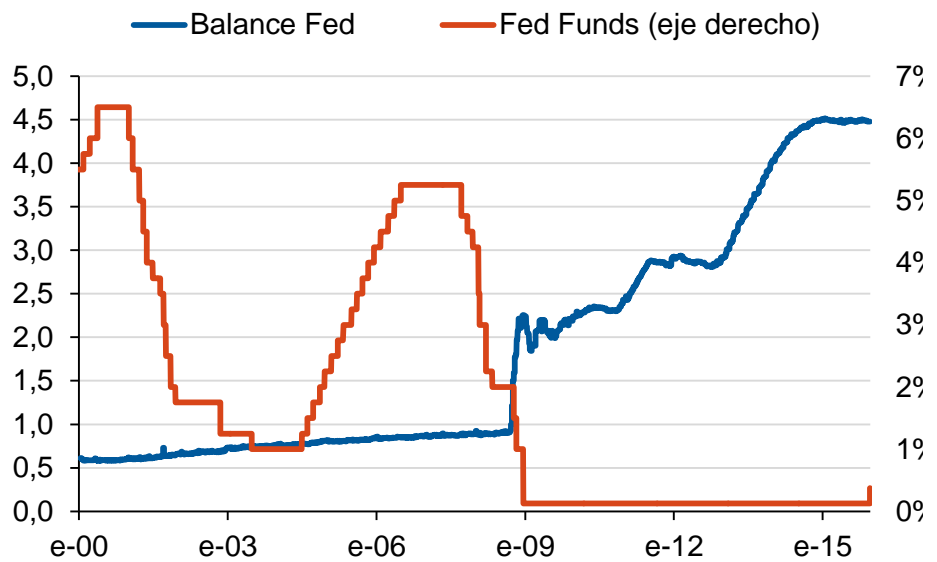
Probabilidad de subidas de tipos de la Fed (*Dot plot* del FOMC)



Source: Federal Reserve.

... y que, de momento, no incluye reducción del tamaño del balance.

Balance de la Fed (billones de dólares) y Fed funds





Esquema temporal de la política monetaria de la Reserva Federal

1 Agotar margen en política monetaria convencional (ZIRP)

2007-2008

2 Aplicar política monetaria no convencional (QE)

2008-2014

3 Normalizar política monetaria convencional (tipos reales en 0,0%)

2015-2017

4 Eliminar política monetaria no convencional

2017-2020

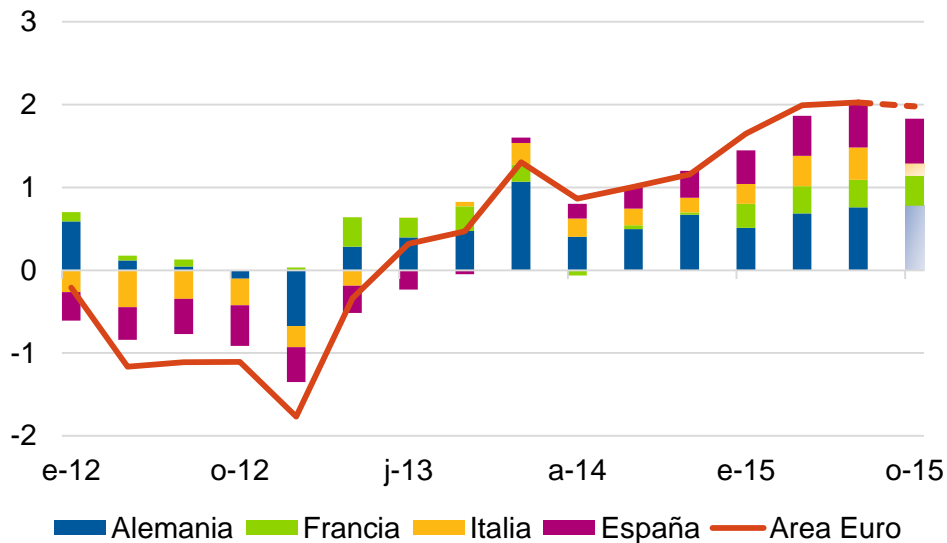
5 Endurecer política monetaria convencional (tipos reales positivos)

2020-2022

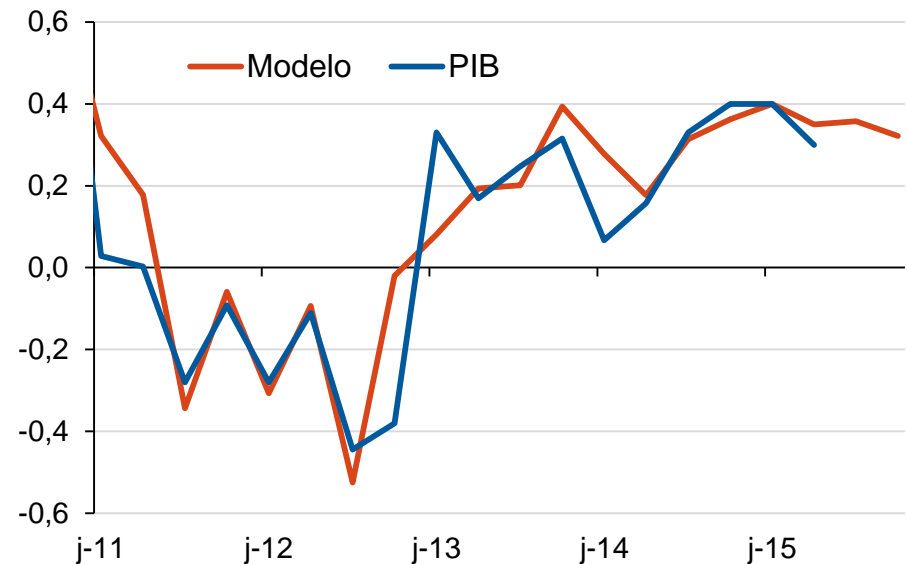
4 | UME: a la espera de las nuevas medidas del BCE

El crecimiento en el área euro continúa, aunque a un ritmo lento...

PIB del área euro y contribución por país
 (% de variación interanual y pp)

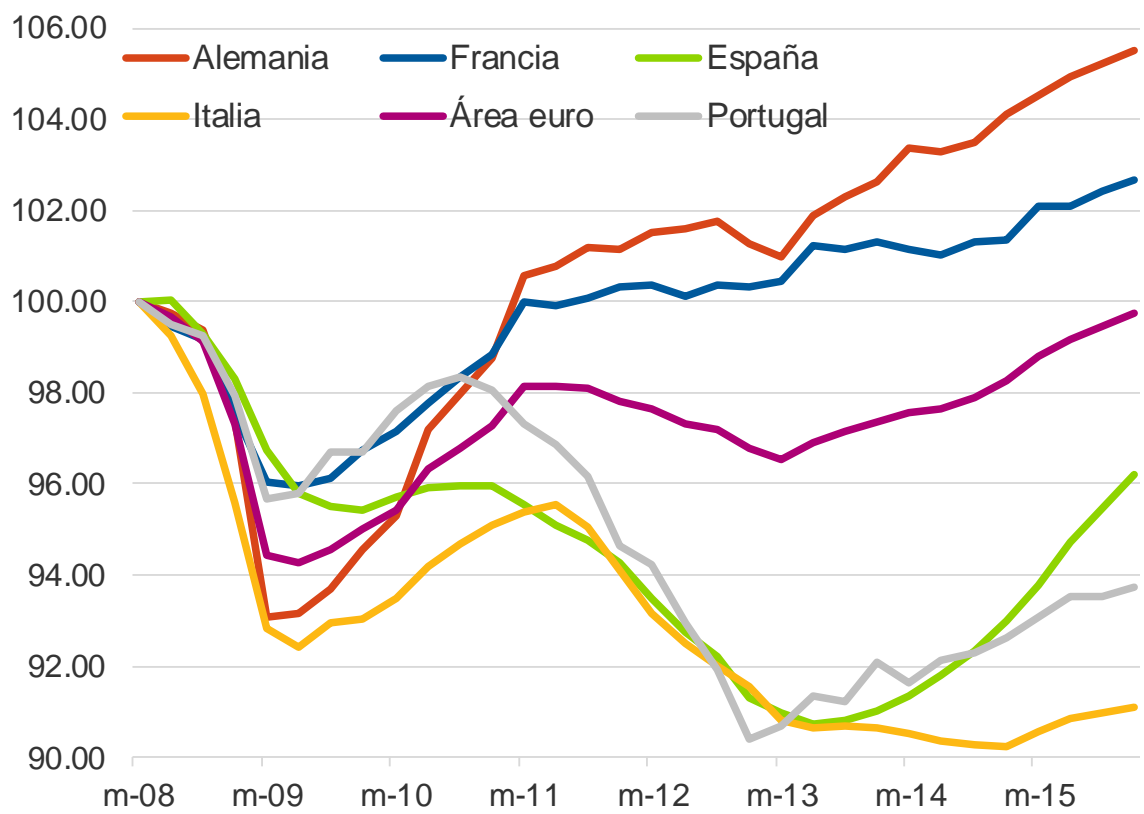


Crecimiento PIB observado y modelo
 (% de variación trimestral)



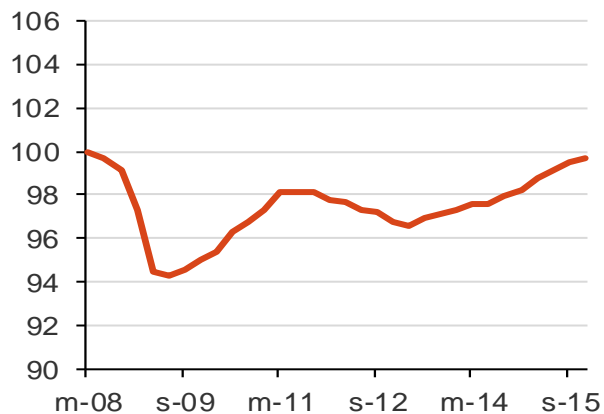
... y con divergencias entre países.

Evolución del PIB economías del área euro
 (índice: base 100 = 1T2008)

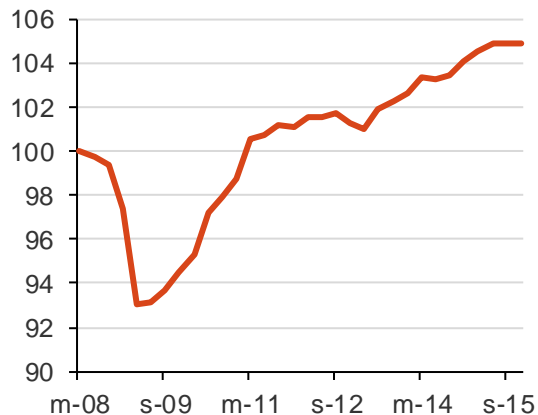




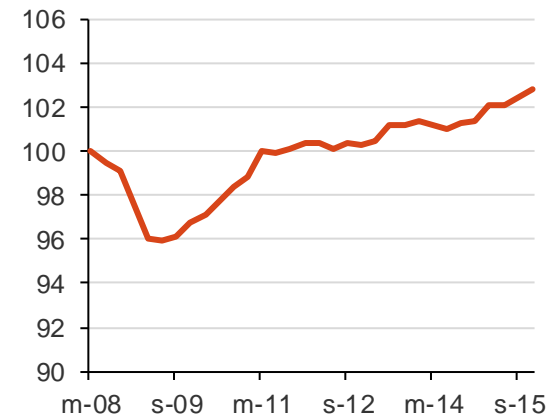
Evolución del PIB del Área euro



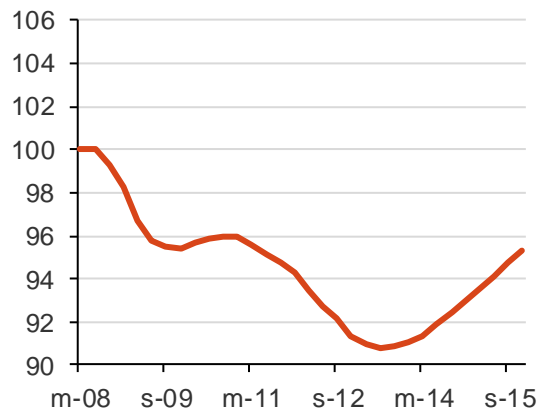
Evolución del PIB de Alemania



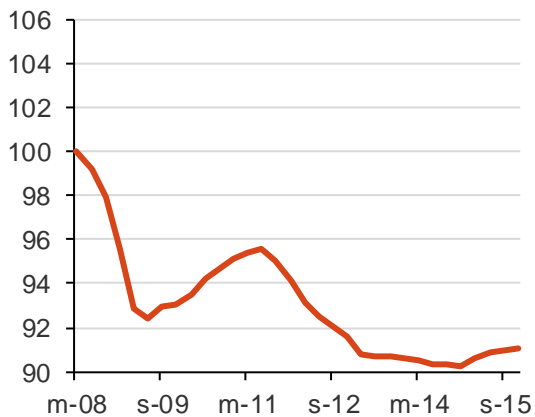
Evolución del PIB de Francia



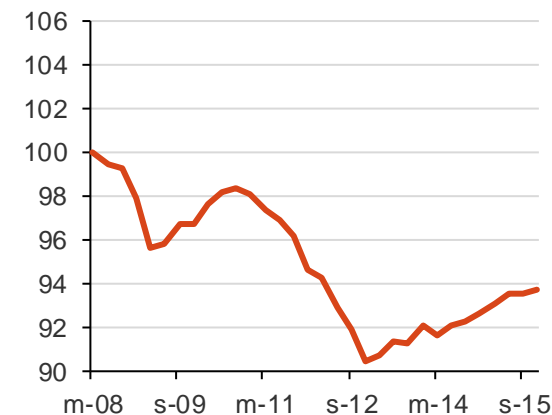
Evolución del PIB de España



Evolución del PIB de Italia



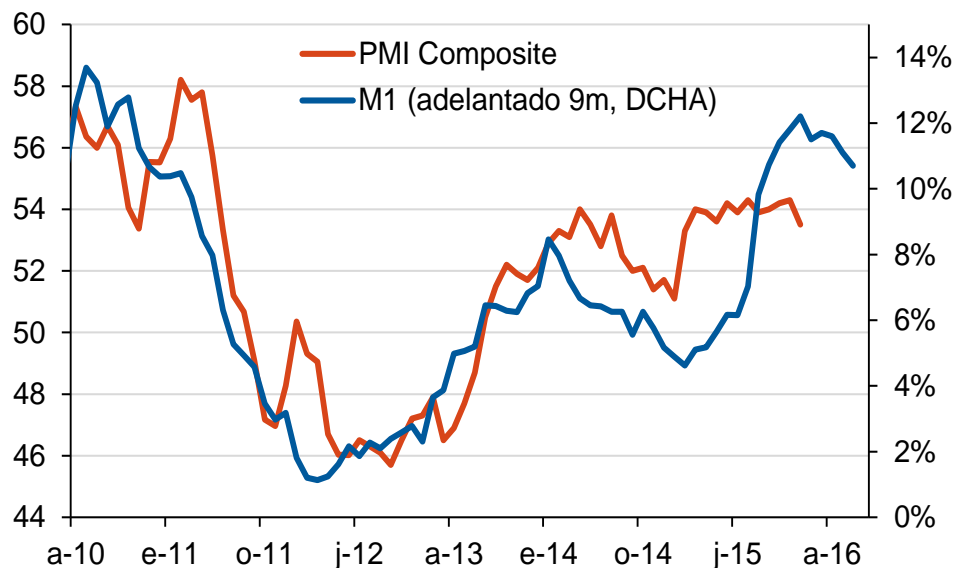
Evolución del PIB de Portugal



El BCE tendrá que acometer medidas adicionales

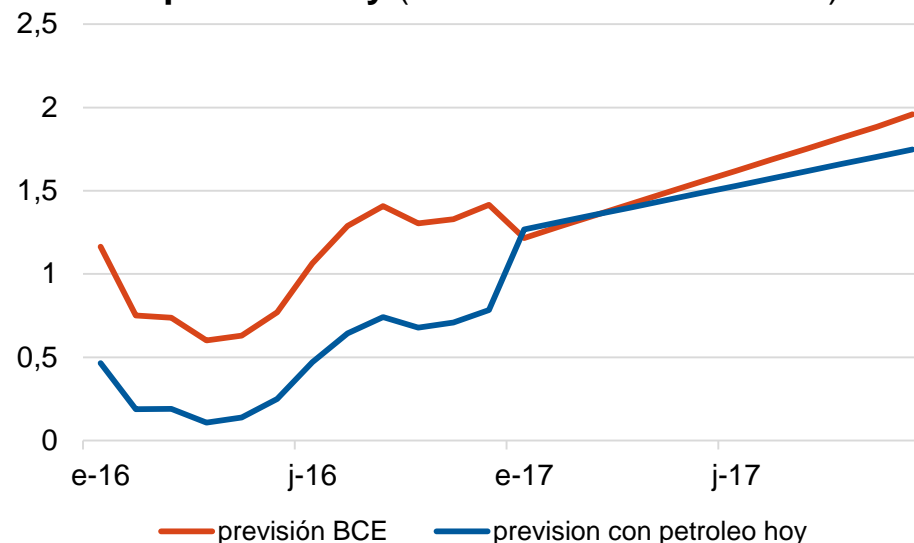
- Los PMI de manufacturas de enero en el área euro confirman que, si bien la recuperación del área continúa, el ritmo probablemente sea más lento del necesario para que la inflación subyacente repunte de forma sustancial. La apreciación en términos efectivos nominales del euro y la ralentización de los emergentes justifican que el crecimiento de las manufacturas se esté ralentizando.
- Un crecimiento más lento y las recientes caídas del precio del crudo presionan a la baja el IPC. Si bien el efecto de la bajada del crudo será temporal, el riesgo para el escenario a medio plazo es que en el período en el que la inflación se mantendrá cerca de 0 (que durará buena parte de 2016), las expectativas de inflación se podrían desanclar.
- La consecuencia será una **política monetaria más acomodaticia para poder elevar la inflación esperada al 2% en el medio plazo.**

M1 (tasa de variación) y PMI composite (índice)



Fuente: Afi, Datastream

IPC según previsión de diciembre y con precio del petróleo hoy (% de variación interanual)

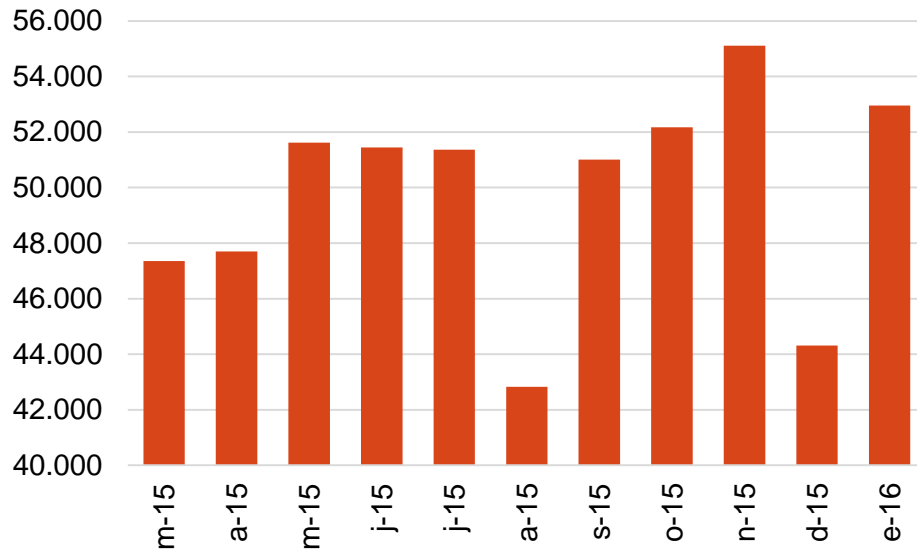


Fuente: Afi, Datastream

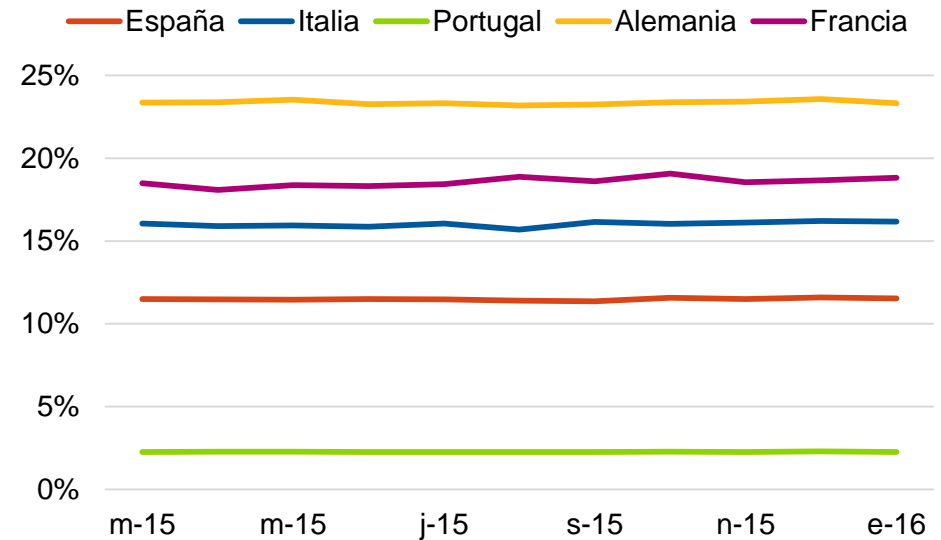
El PSPP avanza según lo previsto

- El programa de compra de deuda pública del BCE avanza según lo estimado por la institución.
- **En enero**, y tras un mes de diciembre en el que las compras disminuyeron en línea con lo esperado, **el BCE ha adquirido 53.000 millones de euros de deuda pública**. Así, **el acumulado desde el inicio** del programa ronda los **550.000 millones de euros**.
- Las **compras**, como está estipulado en el funcionamiento del programa, se están realizando **en función de la clave de capital** de manera estricta mes tras mes.

Compras mensuales de deuda bajo el PSPP (millones de euros)



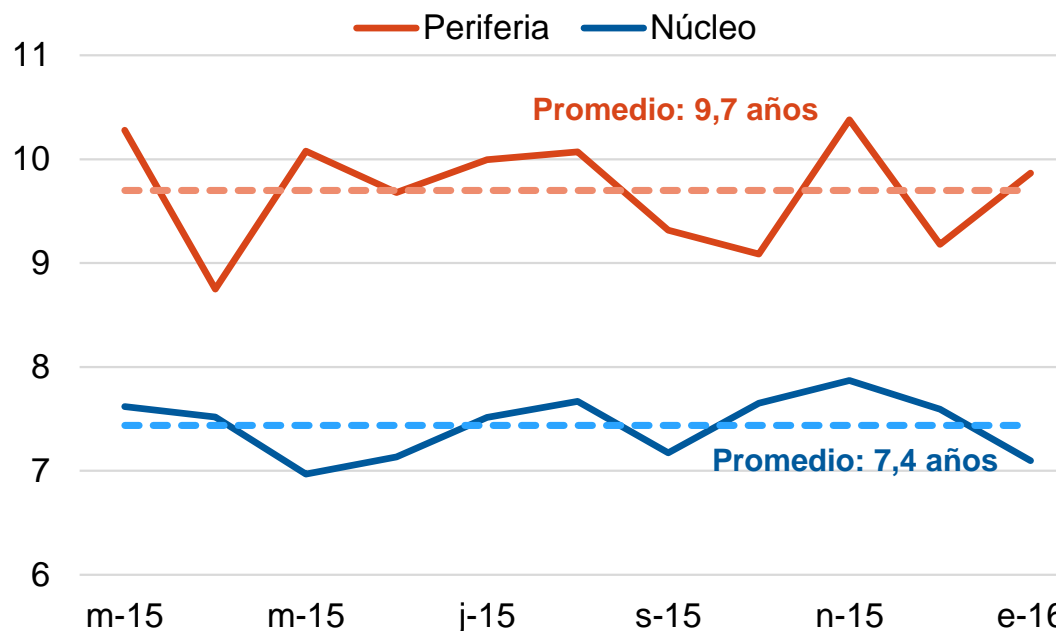
Proporción de las compras de deuda bajo el PSPP por país



Las compras de deuda periférica se realizan a vencimientos superiores

- Aunque la deuda elegible para ser adquirida bajo el programa es aquella que cuente con una vida residual de entre 2 y 30 años y una rentabilidad no inferior a la de la Facilidad Marginal de Depósito (FMD), actualmente en el -0,30%, las compras se están realizando, en media, a un plazo superior en el caso de emisores periféricos que en emisores del núcleo.
- **Mientras que el plazo medio de la deuda periférica comprada se encuentra cercano a los 10 años, en el caso de la deuda core el vencimiento está en el entorno de los 7,5 años.**

Vencimiento medio de la deuda adquirida en el PSPP (años)



Fuente: Afi, BCE

Opciones sobre la mesa para un mayor activismo del BCE en 1H16

Medida

Eliminar límite compras a TIR inferior a FMD

Alterar objetivo de duración en compras de deuda soberana

Expandir universo a activos sub-soberanos

Eliminar el límite del 33% del ISIN

Eliminar pro-rata de compras a clave de capital

Pros y contras

Aumenta universo comprable
Beneficia a Alemania
Si no elimina 33%, poco impacto

Mayor flexibilidad en ejecución
Altera dinámicas de curvas entre *core* y periferia

Concentración en Alemania
Menos incentivo a eliminar el 33%
Penalización liquidez

Permite gran expansión PSPP
Beneficia a Alemania si no se elimina la pro-rata a clave capital

Paso decidido hacia *risk sharing*
Políticamente poco digerible en países *core*

Medidas adicionales posibles

Expandir universo a valores de deuda corporativa

Expandir universo a renta variable

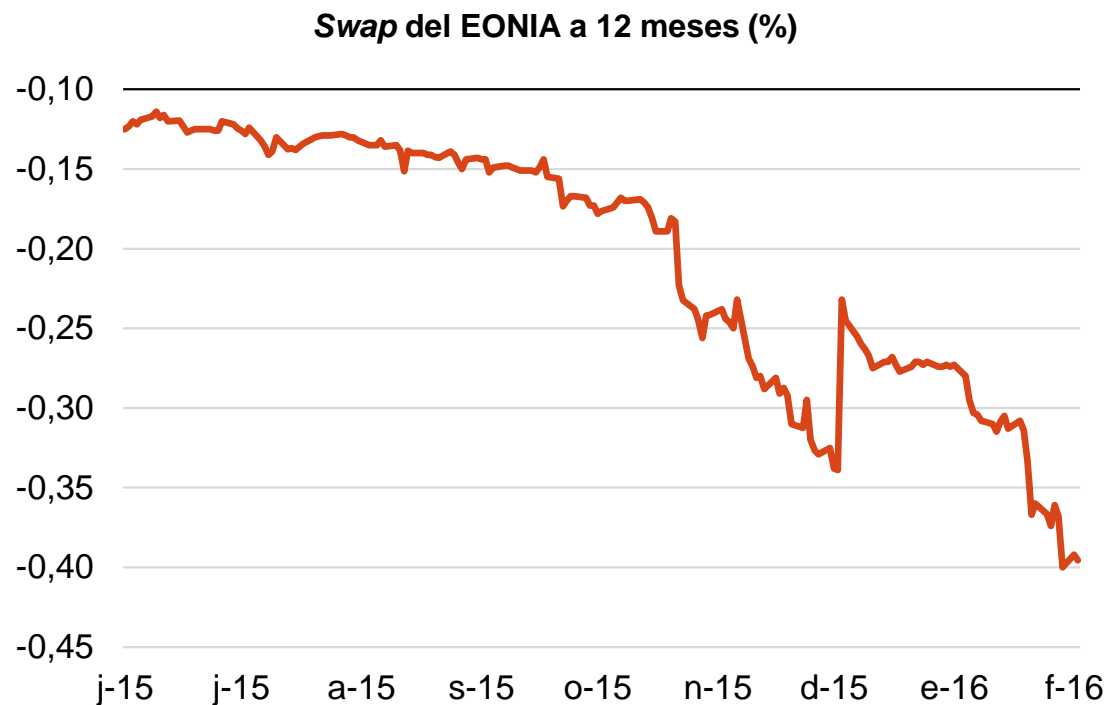
Expandir universo a activos bancarios (vía ABS: asunción de riesgo *mezz* o *equity*)

“Helicopter money”



Posibles medidas adicionales (I): reducción del tipo de la FMD

- Tras la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE, las declaraciones de Draghi incrementaron de manera notable la percepción sobre la posibilidad de que el banco central anuncie nuevas medidas de política monetaria.
- Entre ellas, una **posibilidad que está cotizando el mercado es el de una nueva reducción del tipo de la FMD, de 10pb hasta el -0,40%.**
- El *swap* del EONIA a 12 meses, es decir, el tipo de interés medio que cotiza el mercado para el EONIA para los próximos 12 meses, se ha reducido hasta ese -0,40%.





Posibles medidas adicionales (II): incremento del PSPP

- La otra principal alternativa pasa por un **incremento del PSPP**. Las dos **opciones que consideramos más probables son la eliminación de la referencia de marzo-17 como final del programa y un incremento en el ritmo de compras mensuales**.
- En este último aspecto, y dadas las características del PSPP, especialmente las que hacen referencia a la proporcionalidad de las compras en función de la clave de capital y el límite de concentración del 33% por referencia, **es clave la evolución del volumen emitido de la deuda de Alemania**.
- Cabe recordar que Alemania **presenta emisiones netas negativas de deuda** y que, además, es la economía de mayor peso, por lo **que es el emisor de quien más deuda se está comprando (en base a la clave de capital)**.
- Asumiendo que no se realizan modificaciones en el funcionamiento del programa, **el papel de la deuda sub-soberana**, que el BCE incluyó como posibilidad en el Consejo de Gobierno de diciembre, **es fundamental**.
- **De no existir la posibilidad de adquirir deuda sub-soberana, el PSPP**, manteniendo el ritmo de compras actual, **podría prolongarse hasta abril-17, lo que dejaría un margen muy escaso a un incremento del volumen de compras mensuales**.
- **Incluyendo las referencias sub-soberanas**, de las que con un vencimiento de entre 2 y 30 años Alemania tiene emitidos alrededor de 200.000 millones de euros, **el margen es sensiblemente superior**.
- **Al ritmo actual, el PSPP podría prolongarse hasta septiembre-17** (realizando un ejercicio de máximos).
- **Asumiendo que el programa finalizase en marzo-17, las compras de deuda se podrían incrementar hasta en un máximo de 30.000 millones de euros al mes** (ver tablas en página siguiente).



Posibles medidas adicionales (II): incremento del PSPP

Compras mensuales
Fecha fin programa

60.000	65.000	70.000	75.000	80.000	85.000	90.000
sep.-17	ago.-17	jul.-17	jun.-17	may.-17	abr.-17	mar.-17

Deuda Soberana de Alemania	
Deuda total Soberana	1,127,000
Deuda 2-30 años	818,500
Deuda comprada por BCE	115,618
% BCE sobre total	10.3%
% BCE sobre 2-30 años	14.1%
Límite 33% sobre total	371,910
Límite 33% sobre 2-30 años	270,105
Margen sobre total	256,292
Margen sobre 2-30 años	154,487
Compras mensuales actuales	11,633
Meses margen sobre total	23
	<i>enero-18</i>
Meses margen sobre 2-30 años	14
	<i>abril-17</i>

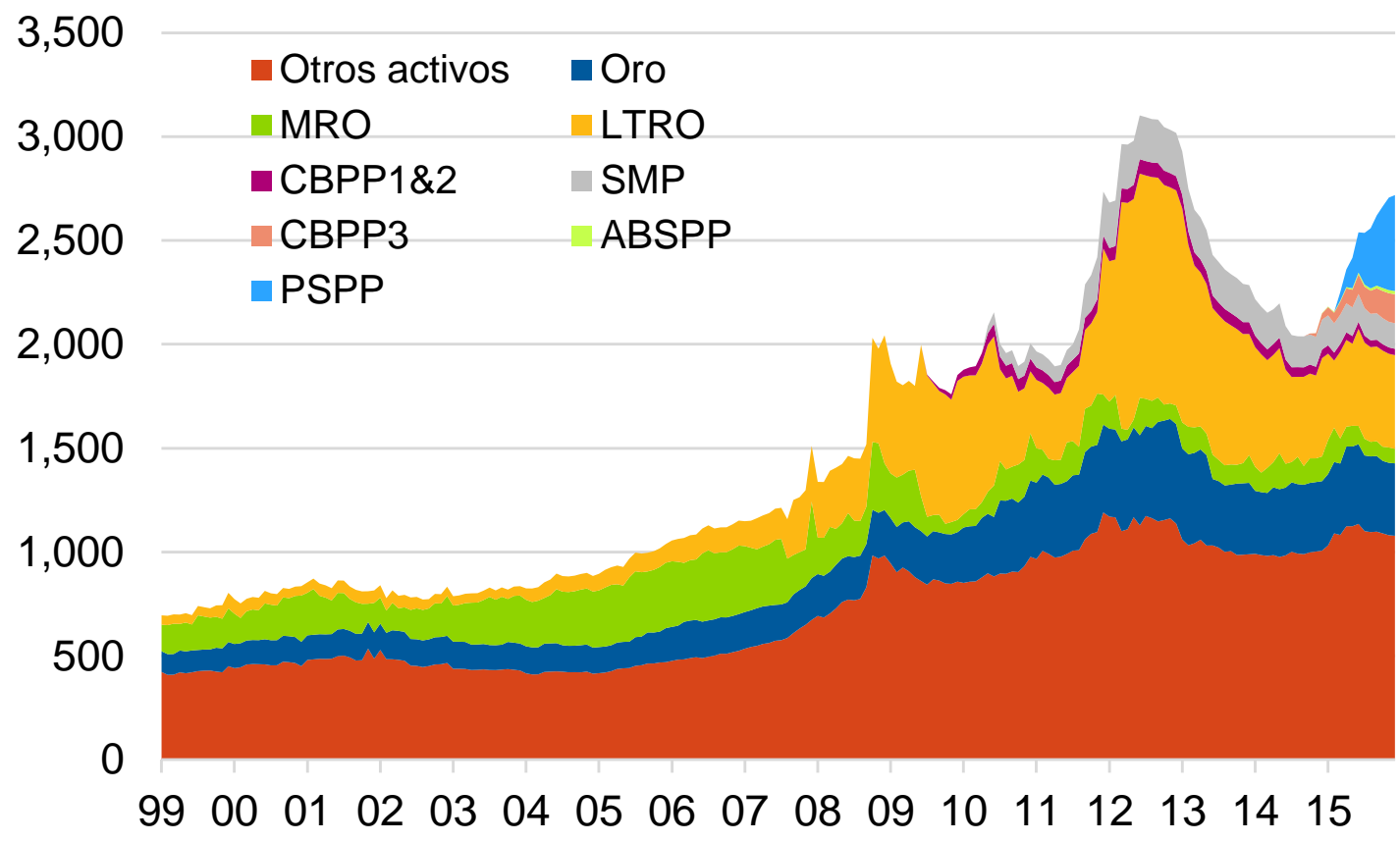
Deuda Sub-soberana	
Deuda total Sub-soberanos	222,316
Deuda 2-30 años	201,381
Límite 33% sobre total	73,364
Límite 33% sobre 2-30 años	66,456

Deuda total de Alemania	Ritmo actual	+ 30.000
Deuda total de Alemania	1,349,316	
Deuda 2-30 años	1,019,881	
Deuda comprada por BCE	115,618	
% BCE sobre total	8.6%	
% BCE sobre 2-30 años	11.3%	
Límite 33% sobre total	445,274	
Límite 33% sobre 2-30 años	336,561	
Margen sobre total	329,656	
Margen sobre 2-30 años	220,943	
Compras mensuales	11,633	17,450
Meses margen sobre total	29	19
	<i>julio-18</i>	<i>septiembre-17</i>
Meses margen sobre 2-30 años	19	13
	<i>septiembre-17</i>	<i>marzo-17</i>

*Cifras de deuda y compras en millones de euros

Evolución del tamaño del balance Q€1 vs Q€1.1

Evolución del tamaño del balance del BCE (miles de millones de EUR)

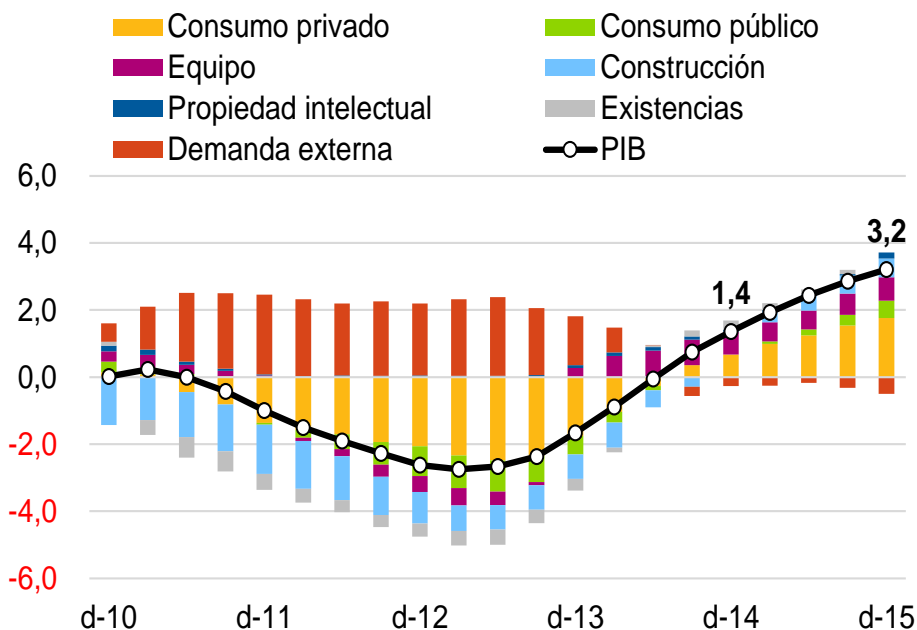




5 | Primeros síntomas de ralentización del crecimiento del PIB de España

Crecimiento del 0,8% en el 4T15 y del 3,2% en el conjunto de 2015

Variación del PIB y aportaciones
 (% , tasa interanual)



Crecimiento del PIB y previsiones
 Afi

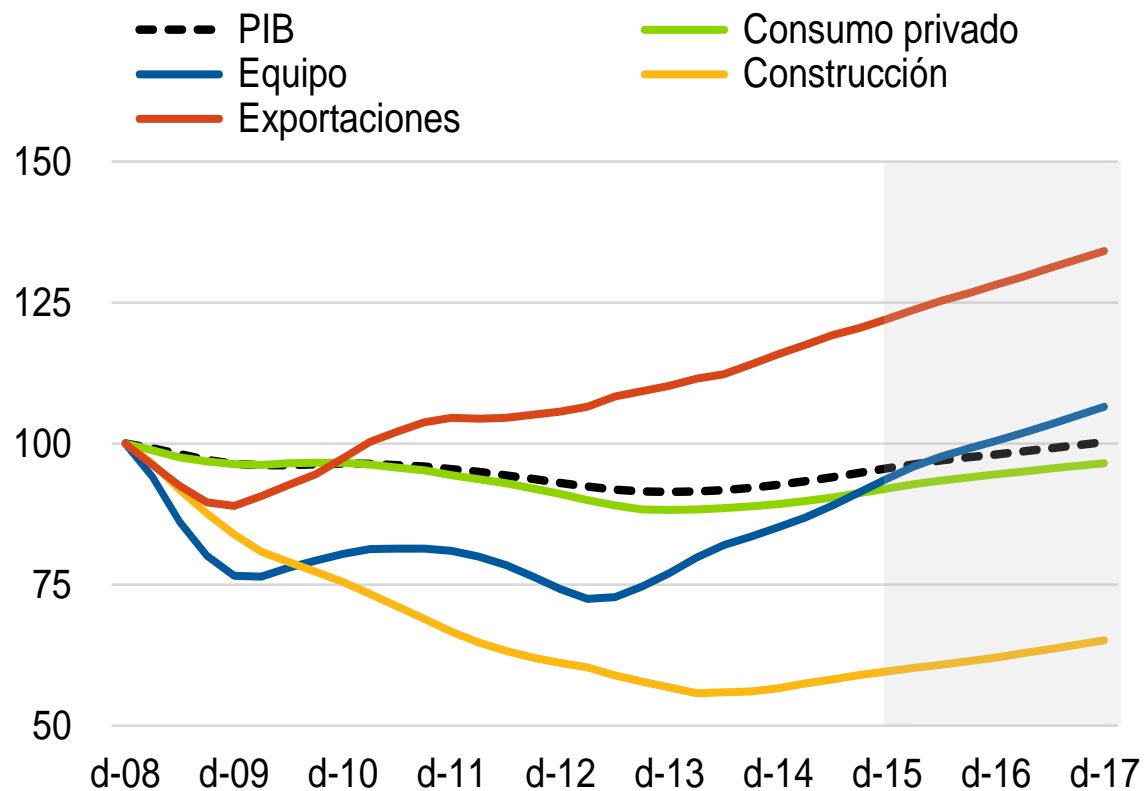
%	2015	2016
PIB real	3,2	2,7
Consumo Final	2,3	2,0
Hogares	1,8	1,7
AA.PP.	0,5	0,3
FBCF	1,4	1,0
Bienes de equipo	0,7	0,5
Construcción	0,6	0,5
Vivienda	0,1	0,2
Demanda nacional	3,7	2,9
Demanda externa	-0,5	-0,2

(1) Aportación al crecimiento del PIB

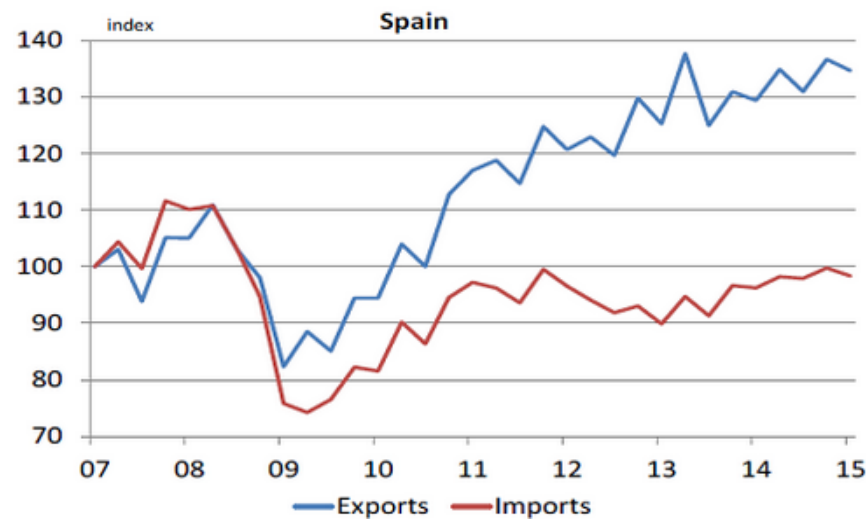
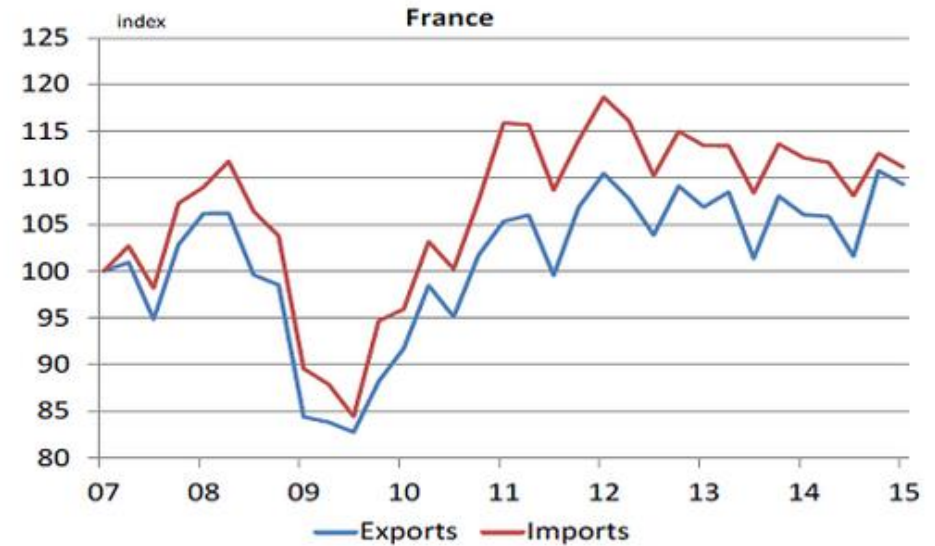
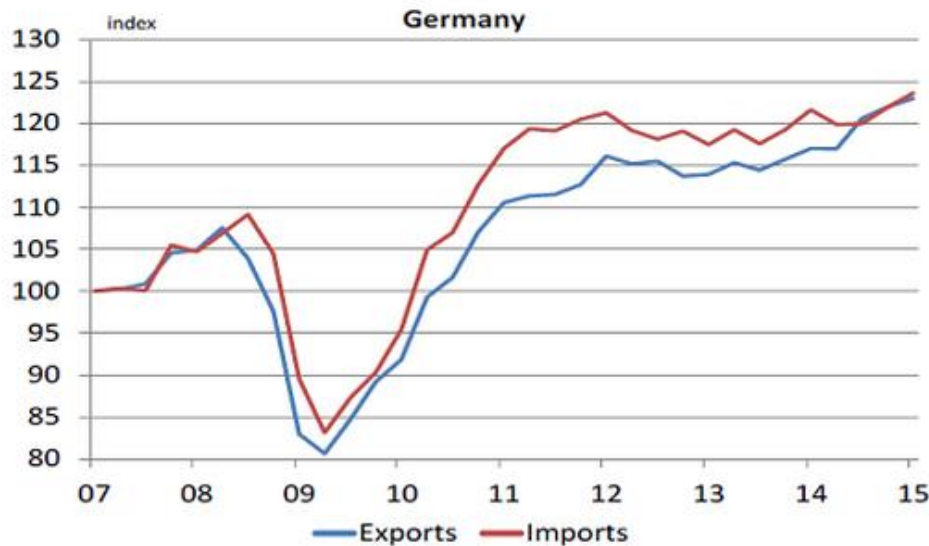


El PIB nominal recuperará los máximos históricos a principios de 2017, pero con una estructura muy diferente

Principales componentes de la demanda agregada (acumulado 12 meses, 2008 = 100)

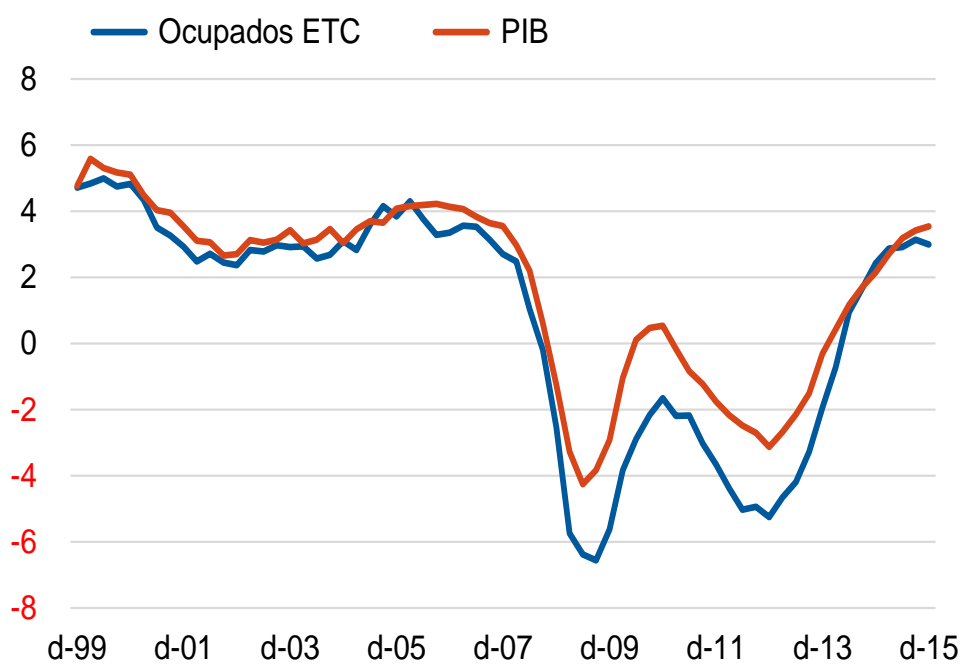


Sobre el dinamismo diferencial de las exportaciones

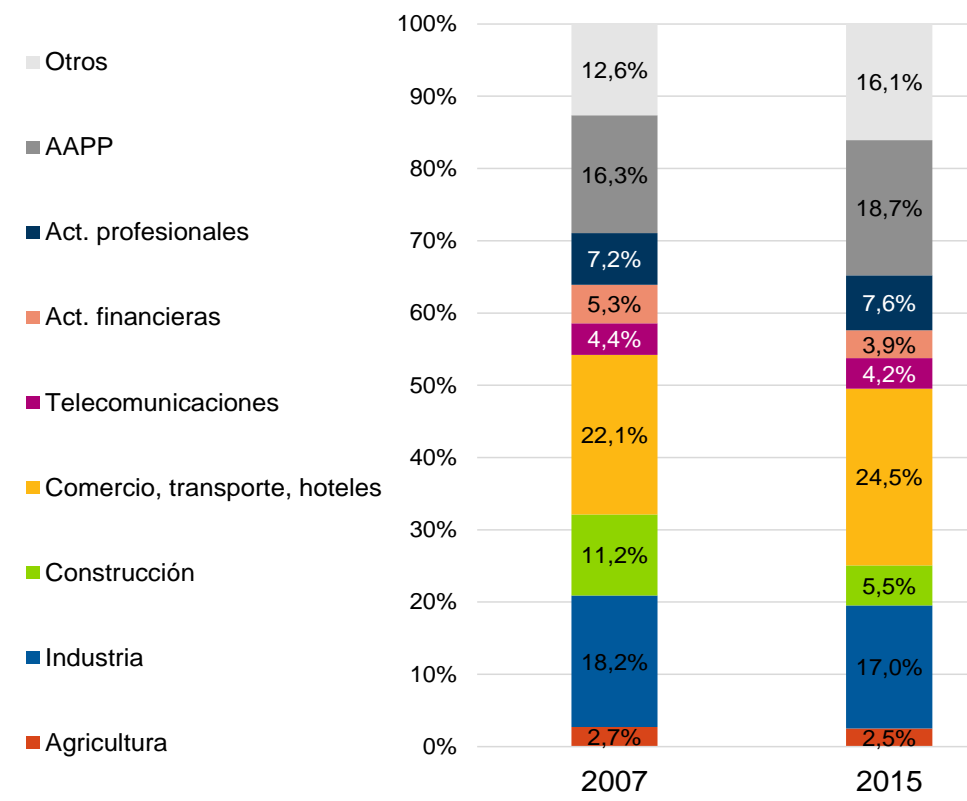


Más productiva...

Evolución del empleo y el PIB (% , variación interanual)

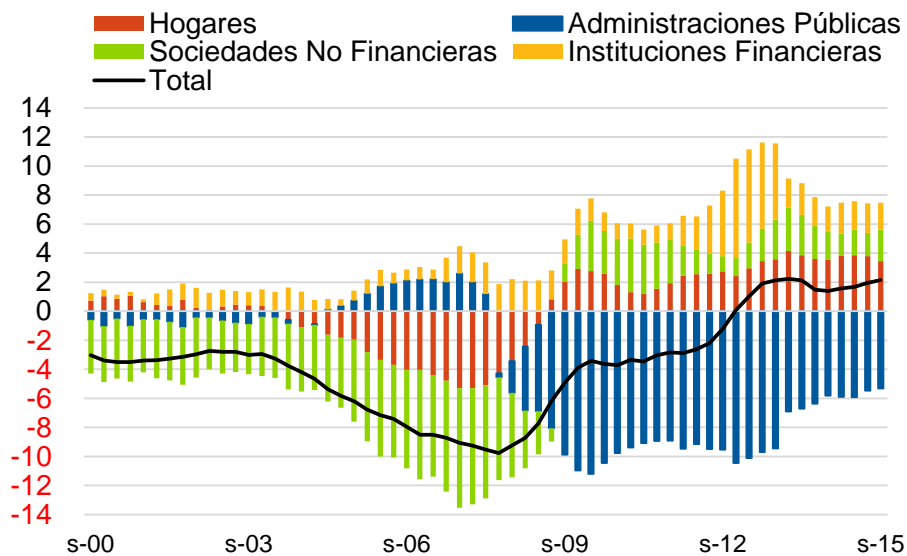


Estructura productiva 2007 y 2015 (% VAB)

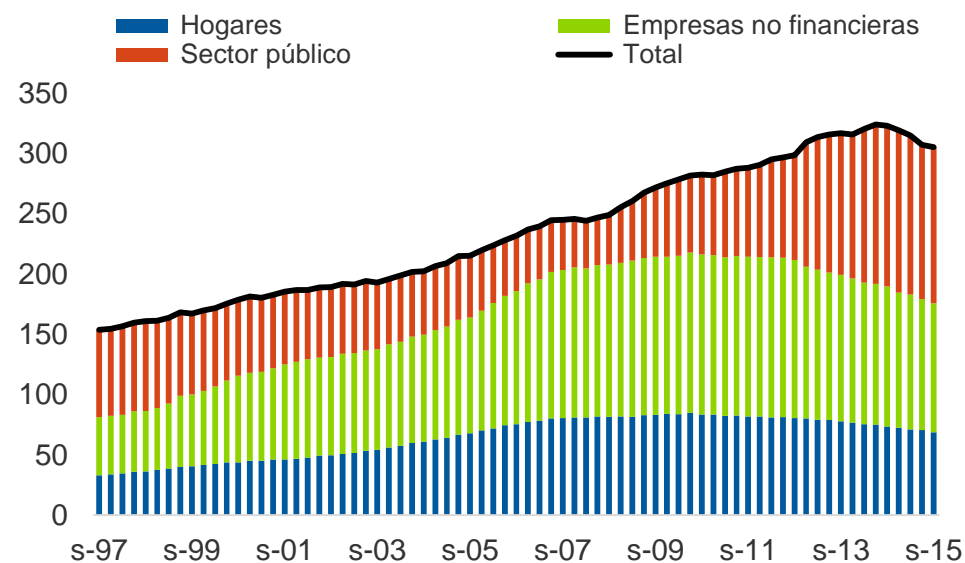


... y menos endeudada...

Evolución de la capacidad (+) o necesidad de financiación (-) (cuatro trimestres, % PIB)



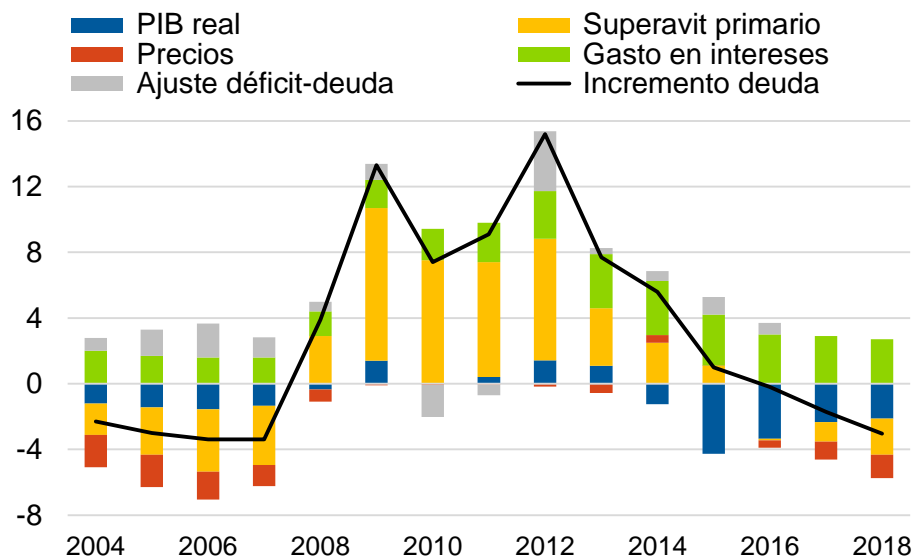
Endeudamiento (% PIB)



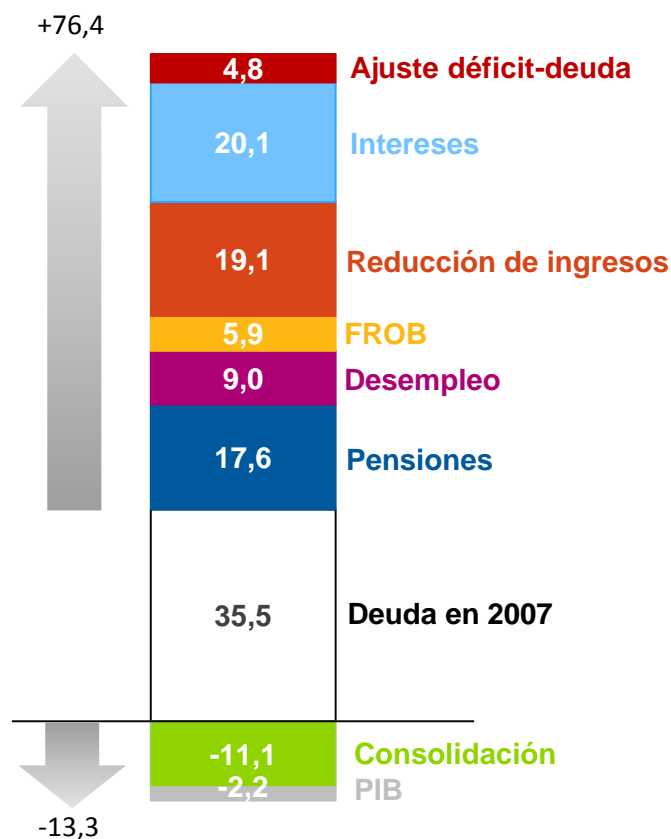
... salvo el sector público

- La deuda pública se ha incrementado 62,1 puntos desde 2007, a pesar de un esfuerzo en consolidación fiscal de 11,1 puntos de PIB.
- Los principales **determinantes**, desde el punto de vista presupuestario han sido los intereses, la reducción de la recaudación y el incremento de gasto en pensiones y desempleo.
- Nuestras **previsiones** apuntan a una estabilización de la ratio de deuda en 2016 y una reducción significativa a partir de 2017

Flujos macro de deuda pública y aportaciones
 (% PIB)



Determinantes del incremento de la deuda pública por partidas presupuestarias, 2007 – 2015 (% PIB) entre 2007 y 2015 (% PIB)



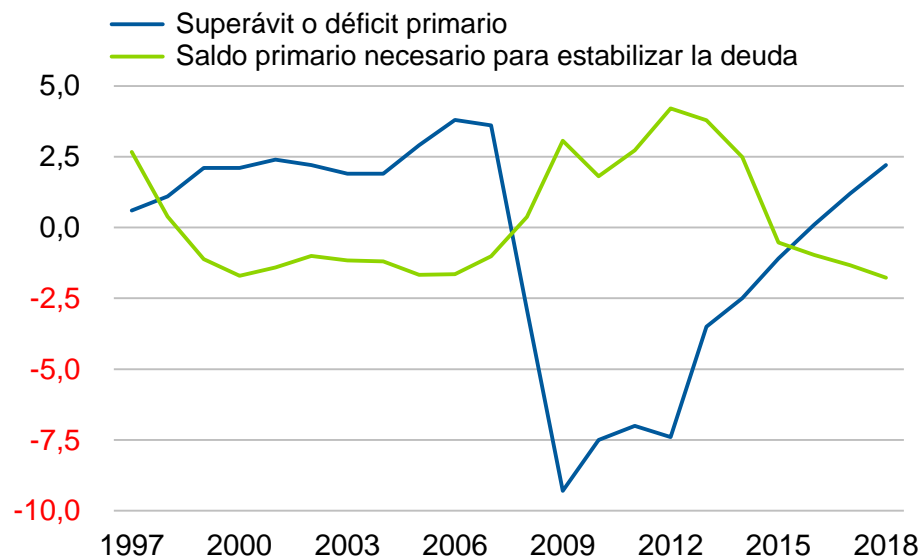
Análisis de sostenibilidad de la deuda pública

Escenario base: la inflación tiende progresivamente al objetivo del BCE; el PIB se desacelera tendencialmente hacia su crecimiento potencial (cierre del output gap); el gasto en intereses prolonga senda decreciente y se estabiliza a medio plazo; el déficit o superávit primario retoma progresivamente su tendencia anterior de pre-crisis; no se consideran más ajustes déficit-deuda.

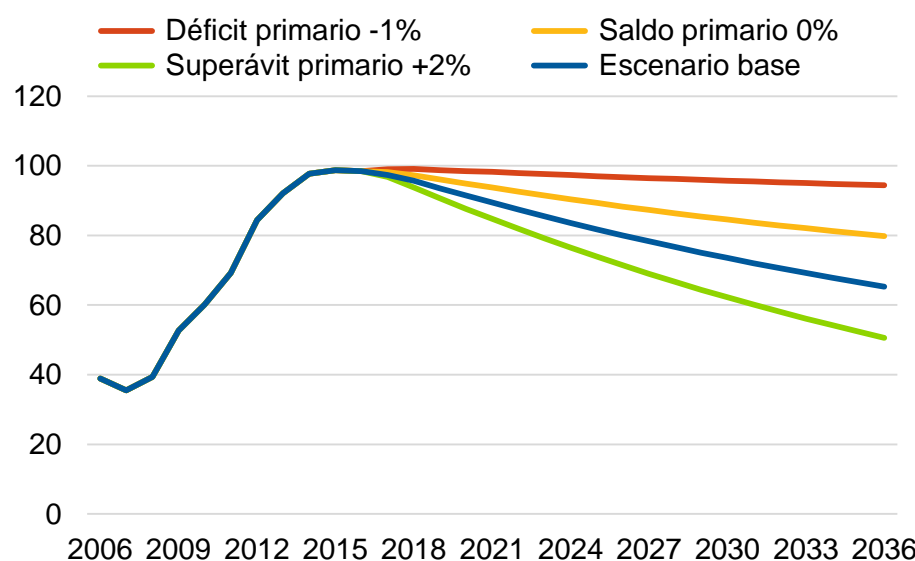
- Un **déficit primario** superior al 1% del PIB en el largo plazo pondría en riesgo la estabilización de la deuda
- Se necesitaría un **superávit primario** superior al 1% del PIB en el largo plazo para alcanzar el objetivo PDE

Déficit o superávit primario				
2015	2016	2017	2018	Promedio 1997 - 2007
-1,1	0,1	1,2	2,2	2,2

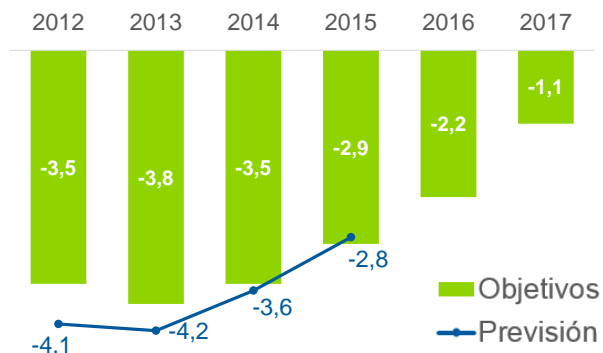
Saldo primario y estabilización de la ratio de deuda (% PIB)



Escenarios de reducción de la ratio de deuda (% PIB)

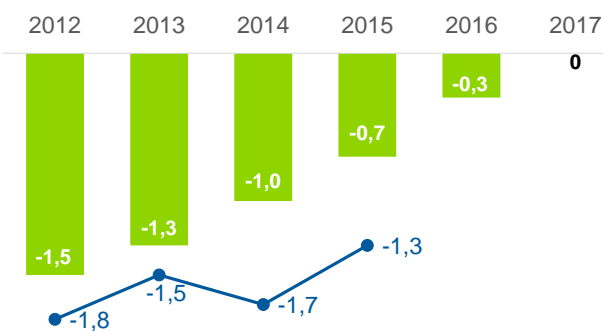


Tensiones en las sendas de consolidación fiscal...



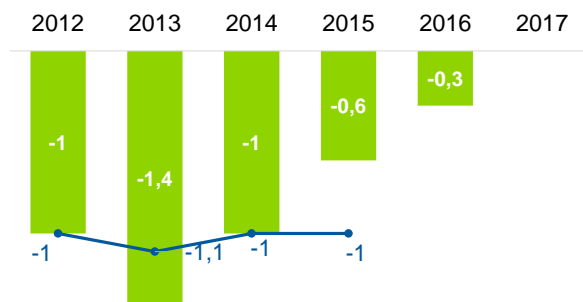
Estado

El Estado cumplirá holgadamente su objetivo de déficit, gracias principalmente al incremento de la recaudación por IVA e Impuesto de Sociedades, y **a pesar del impacto de la reforma fiscal** (estimado en -5.550 millones de euros hasta octubre, con menor recaudación por IRPF que en el mismo periodo de 2014 a pesar del incremento de la Renta Bruta de los hogares).



CCAA

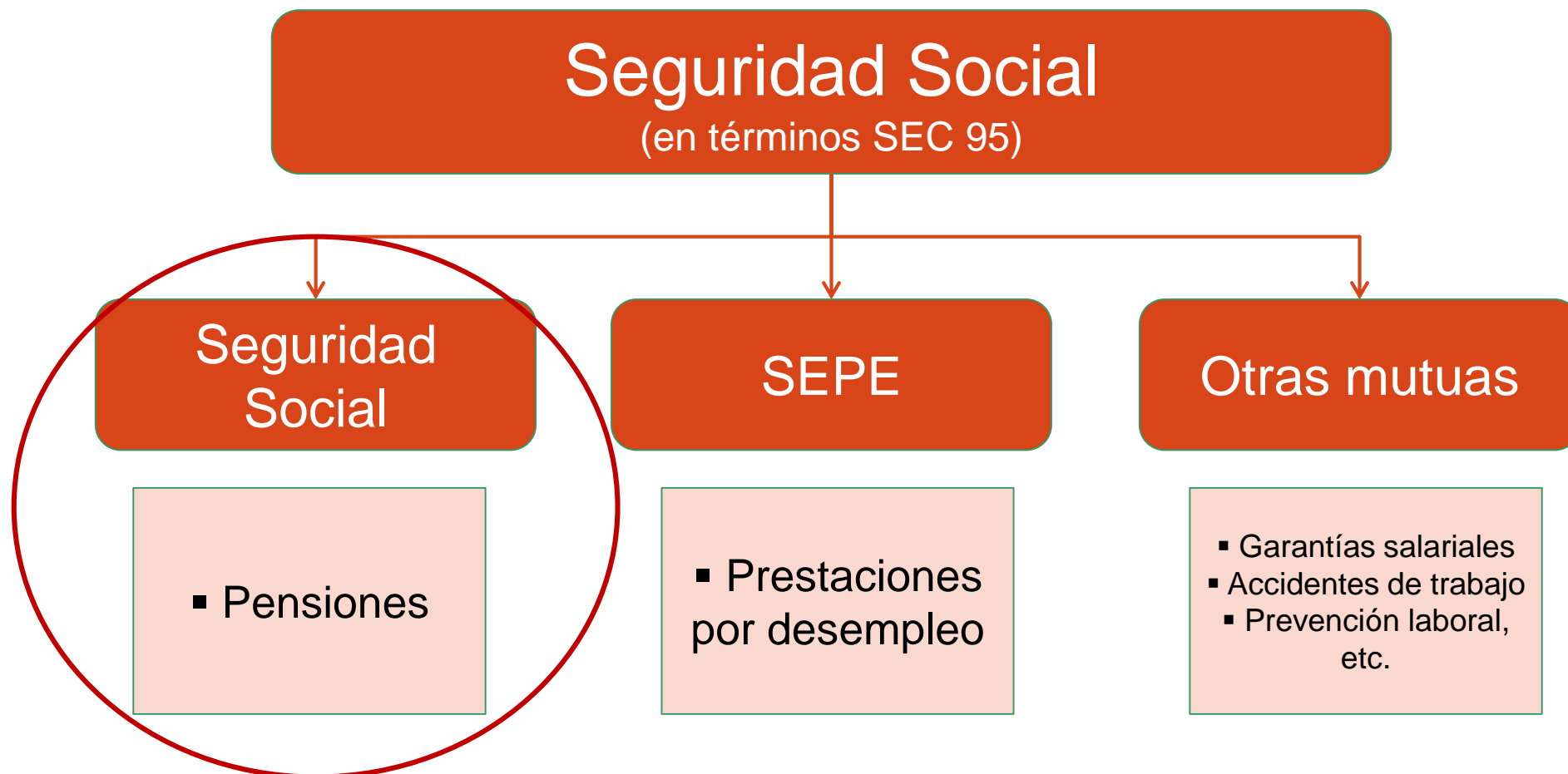
Las CCAA ralentizan su consolidación presupuestaria con respecto a 2014 y registran en septiembre un déficit del 1%, superior en tres décimas al objetivo para todo el año.



SS

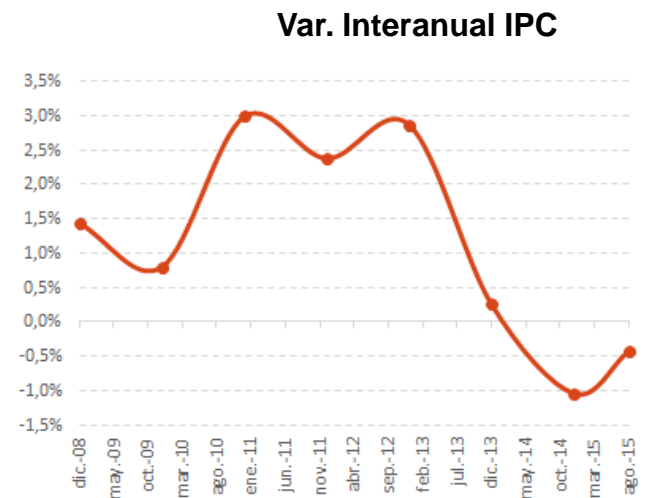
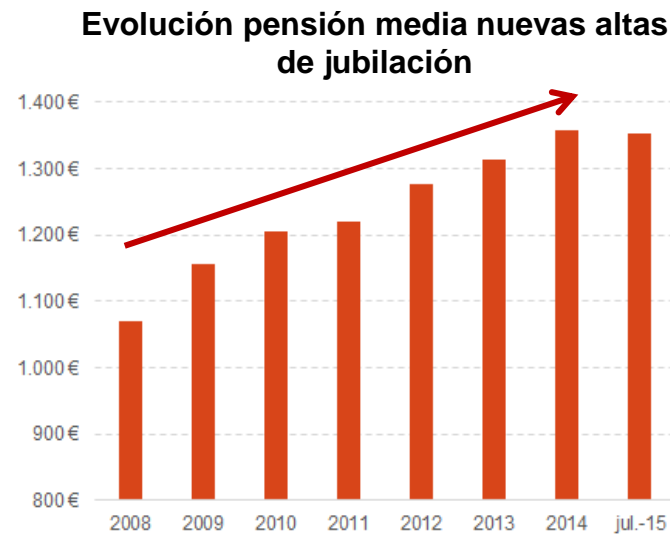
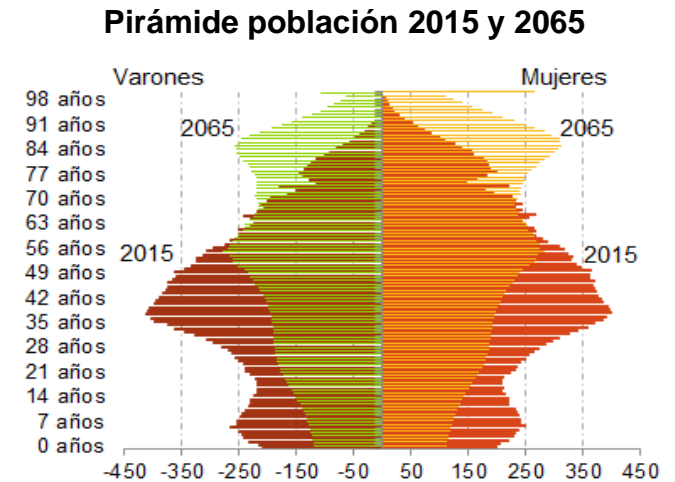
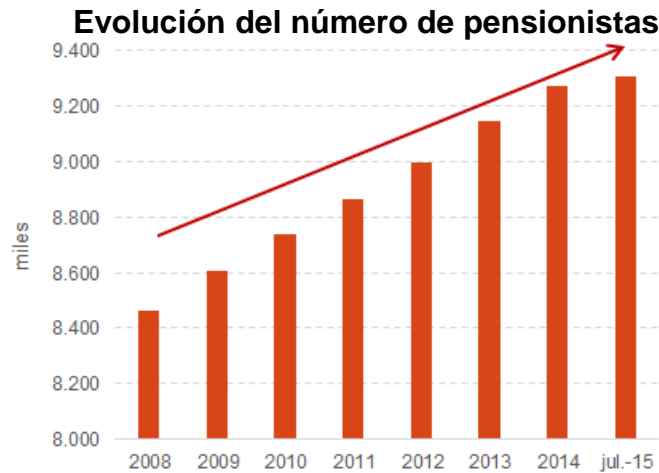
El desequilibrio entre ingresos y gastos de la Seguridad Social ronda los 16.000 millones de euros, que podría compensarse en unos 6.000 millones provenientes del SEPE por menores prestaciones por desempleo.

...explicado en buena parte por el desequilibrio de la Seguridad Social en sentido estricto, es decir, el desequilibrio del sistema de pensiones.



El desajuste viene explicado tanto por el lado del gasto con un fuerte incremento de las pensiones contributivas...

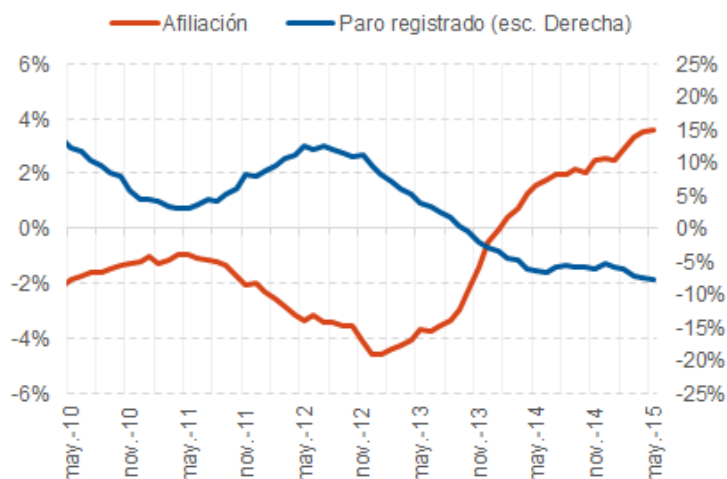
- Factores demográficos
- Incremento de la pensión media
- La pérdida del poder adquisitivo esperado con la reforma no se está produciendo por la baja inflación



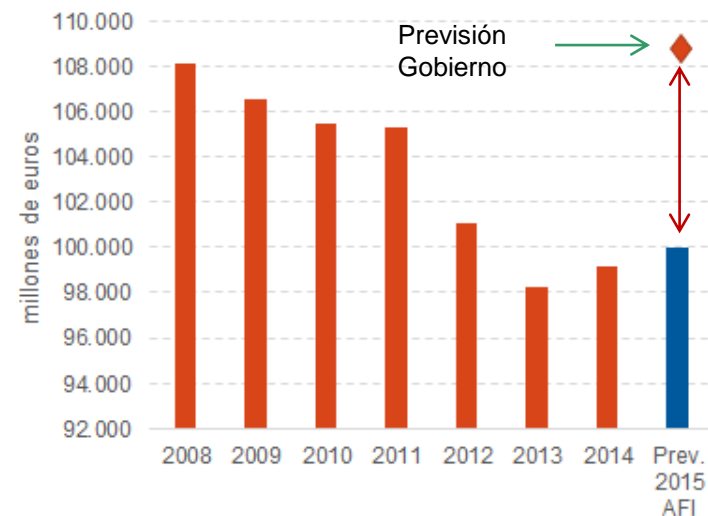
...como por el lado del gasto con unas cotizaciones estables pese al dinamismo del mercado laboral.

- Evolución salarios nominales
- Efectos bonificaciones a la contratación
- Tipología nuevos contratos

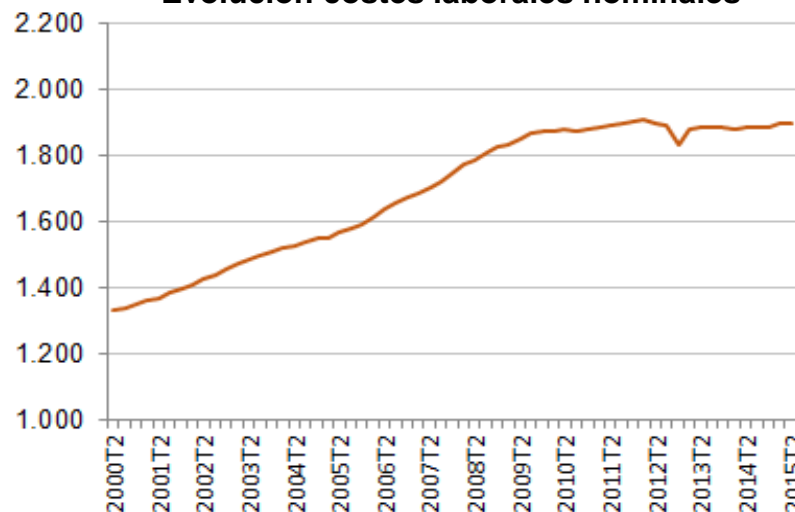
Var. Interanual afiliación y paro registrado



Evolución cotizaciones sociales Seg. Social

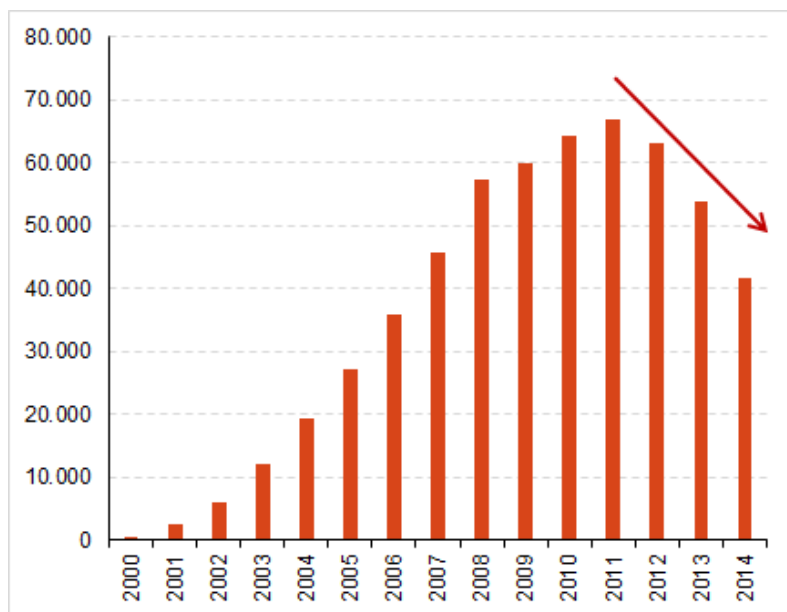


Evolución costes laborales nominales



Ello desencadena la continua reducción del Fondo de Reserva, lo que muestra la insuficiencia de la reforma adoptada

Evolución Fondo de Reserva de la Seg. Social (miles de millones de euros)



Posibles soluciones

- ¿Nuevo incremento de la edad de jubilación?
 - ¿Eliminación de buena parte de las bonificaciones ?
- ¿Eliminación o reducción de pensiones de viudedad?
- ¿Actualizar las pensiones de manera que se vaya perdiendo poder adquisitivo progresivamente?
- ¿Aproximar la edad efectiva a la edad legal de jubilación?
 - ¿Mayores cotizaciones sociales?

Previsiones a largo plazo para la economía española

Cuadro macro para la economía española

tasa anual (%)	Afi				
	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,4	3,2	2,7	2,4	2,3
Consumo Final	0,9	2,9	2,5	2,1	2,0
Hogares	1,2	3,5	3,0	2,5	2,4
AA.PP.	-0,0	1,2	1,1	1,0	0,8
FBCF	3,5	5,8	5,0	5,2	5,0
Bienes de equipo	10,7	8,6	7,1	6,6	5,8
Construcción	-0,1	5,3	4,9	4,9	5,3
Vivienda	-1,3	3,1	5,0	5,5	6,3
Otra construcción	0,9	6,9	4,8	4,4	4,3
Demanda nacional (1)	1,5	3,4	2,9	2,7	2,6
Exportaciones	5,1	5,3	5,6	5,0	4,4
Importaciones	6,4	6,4	6,9	6,5	6,0
Demanda externa (1)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
IPC (media anual)	-0,2	-0,4	1,0	1,4	1,9
Tasa de paro (EPA), %	24,4	22,4	20,9	19,2	17,6
Saldo público (% PIB)	-5,8	-4,7	-3,7	n.d	n.d
Deuda pública (% PIB)	97,7	98,7	98,5	97,4	95,7

(1) Aportación al crecimiento del PIB

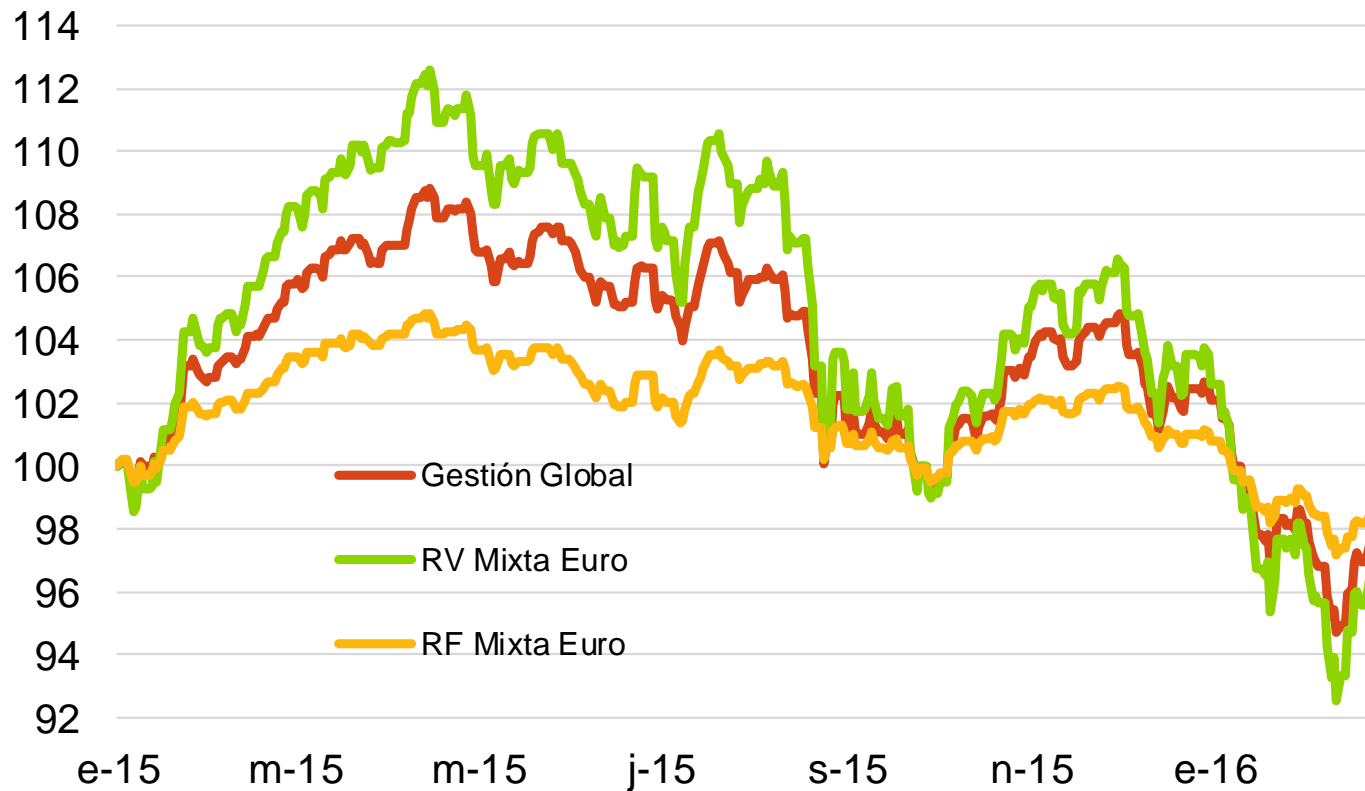
(p) Estimaciones provisionales



6 | Intenso aumento de la volatilidad en los mercados financieros

Nuevo mínimos en los mercados financieros...

Evolución índices Afi de fondos de inversión (hasta 18 de enero de 2016)





... que amplía el draw down acumulado.

Evolución índices Afi de fondos entre el 15 de abril de 2015 y el 11 de febrero de 2016

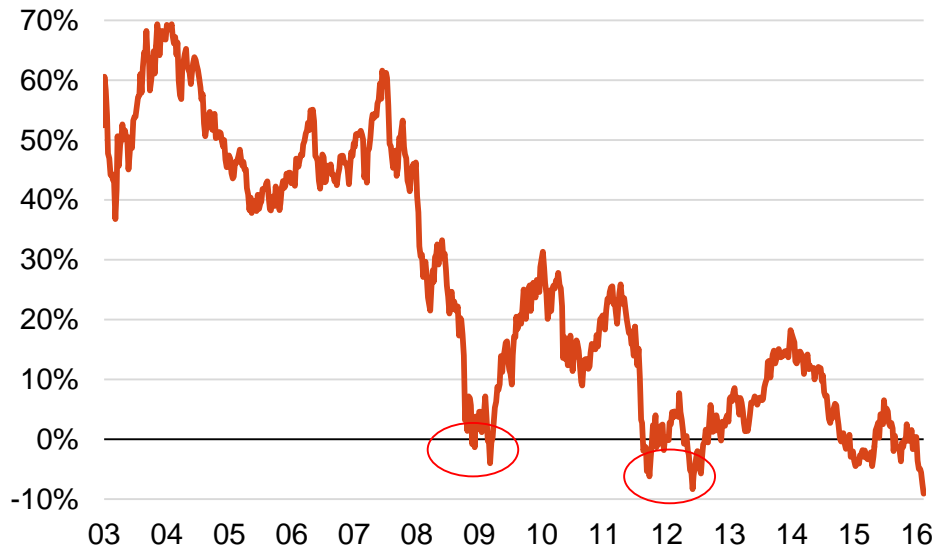
Categoría	Rev.	Categoría	Rev.
FI Inmobiliario	1.4%	Garantizado parcial	-13.5%
Monetarios Euro	-0.2%	RV Mixta Internacional	-14.3%
Garantizado rendimiento fijo	-1.1%	Fondos de Inversión Libre	-14.5%
RF Corto Euro	-1.7%	RV Mixta Euro	-17.7%
RF Largo Euro	-3.8%	RV Tecnología	-19.9%
Retorno Absoluto Conservador	-4.5%	RV Japón	-21.0%
Garantizado rendimiento variable	-6.6%	RV Europa	-21.2%
Monetarios USD	-6.7%	RV Internacional	-22.5%
Gestión Alternativa	-6.8%	RV EEUU	-23.3%
RF Corto Plazo USD	-7.0%	RV Euro	-24.4%
Monetarios Internacional	-7.2%	RV Sectores Defensivos	-24.6%
RF Emergentes Corporate	-7.3%	RV Health Care	-26.7%
RF Mixta Euro	-7.3%	RV España	-29.5%
RF Internacional	-7.4%	RV Emergentes Europa del Este	-30.1%
RF Largo Plazo USD	-8.1%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-30.2%
RF Mixta Internacional	-9.4%	RV Emergentes Global	-31.2%
RF High Yields	-11.0%	RV Materias Primas	-32.0%
RF Convertibles	-12.0%	RV Financieros	-32.0%
Gestión Global	-12.9%	RV Emergentes MENA	-32.7%
RF Emergentes	-13.0%	Materias primas	-32.9%



La bolsa europea descuenta fuerte caída de BPA en próximos 5 años

- Las correcciones de la renta variable se intensifican en febrero, sin que haya, por el momento, señales macro que justifiquen caídas de las cotizaciones de tal magnitud.
- Para los próximos cinco años, el crecimiento medio de los beneficios implícito en las cotizaciones del EuroStoxx es de un -9%, mínimo desde 1999. En 2009 el mínimo fue del -4% y en lo peor de la crisis de deuda UME, entre 2011 y 2012, el -8,5%.
- La prima de riesgo implícita alcanza actualmente el 7,5%, niveles no vistos desde el año 2012.

Crecimiento implícito de los beneficios en el EuroStoxx para los próximo^{os} cinco años



Fuente: Afi, Bloomberg

Prima de riesgo implícita del EuroStoxx



Esperamos que los beneficios crezcan en el IBEX en torno al 5%-7% en 2016. Con estas premisas, el fair value a 12m se encontraría en torno a 9.700-10.000

Escenarios de revalorización para el IBEX hasta el 31-dic-16 en función del crecimiento de los beneficios y el PER

		Crecimiento BPA en el IBEX 35								
		-5%	0%	5%	10%	13%	15%	20%	25%	30%
PER del IBEX 35	8,0	-44%	-42%	-39%	-36%	-34%	-33%	-30%	-27%	-24%
	9,0	-37%	-34%	-31%	-28%	-26%	-24%	-21%	-18%	-14%
	10,0	-30%	-27%	-23%	-20%	-17%	-16%	-12%	-9%	-5%
	11,0	-24%	-20%	-15%	-11%	-9%	-7%	-3%	1%	5%
	12,0	-17%	-12%	-8%	-3%	-1%	1%	5%	10%	14%
	13,7	-5%	0%	5%	10%	13%	15%	20%	25%	30%
	15,0	4%	10%	15%	21%	24%	26%	32%	37%	43%
	16,0	11%	17%	23%	29%	32%	35%	41%	46%	52%
	17,0	18%	24%	31%	37%	41%	43%	49%	56%	62%
	18,0	25%	32%	38%	45%	49%	52%	58%	65%	71%
	19,0	32%	39%	46%	53%	57%	60%	67%	74%	81%
20,0	39%	46%	54%	61%	65%	68%	76%	83%	90%	

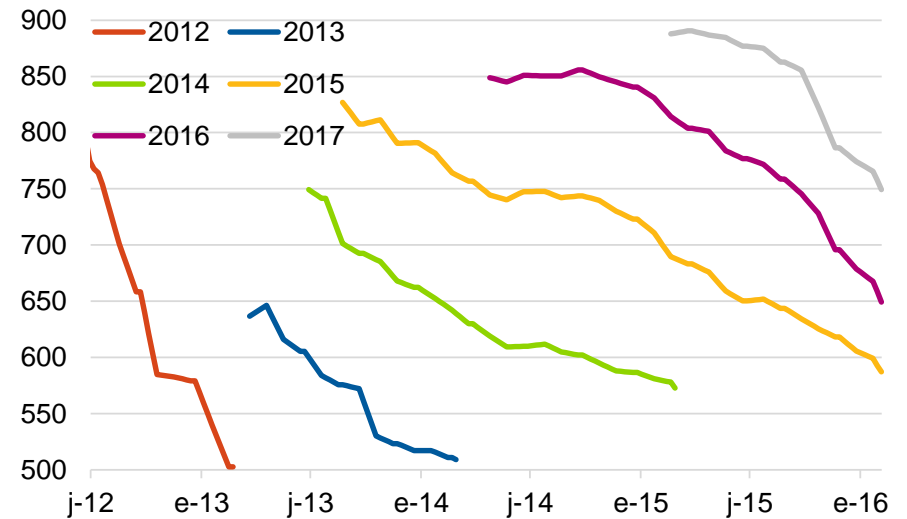
Ccto BPA que espera el consenso de mercado y PER actual

Previsiones del consenso de analistas para la evolución de los beneficios en los sectores de la renta variable del área euro

Sector	2016e	2017e	Ratio Revisiones*
Servicios financieros	19,8%	2,7%	0,60
Servicios de consumo	15,1%	12,2%	0,63
Industria	14,1%	12,3%	0,35
Bienes de consumo	11,8%	10,1%	0,38
Recursos Básicos	10,6%	50,1%	0,25
Tecnología	10,5%	12,5%	0,27
Telecomunicaciones	7,5%	18,0%	0,43
Bancos	6,4%	16,1%	0,04
Health care	6,2%	6,7%	0,33
Utilities	-2,8%	1,9%	0,50
Energía	-23,6%	54,2%	0,25
Euro Stoxx	6,7%	12,4%	0,39
Euro Stoxx 50	3,8%	12,2%	0,35

Fuente: Afi, Factset

Evolución de las previsiones del consenso de analistas para los beneficios del IBEX 35 (puntos de índice)



Fuente: Afi, Factset

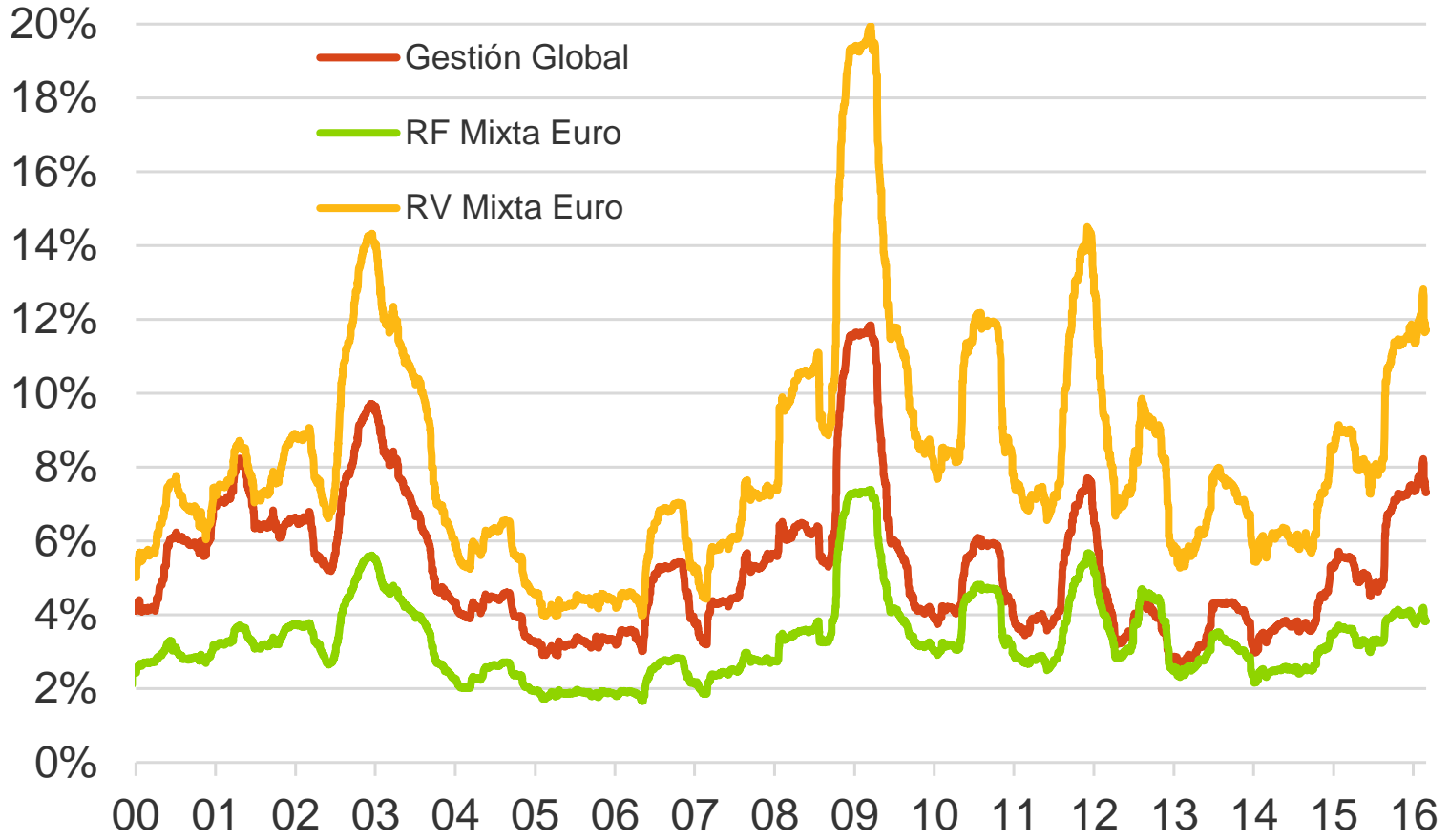
Pero atención al entorno de mayor volatilidad...

Volatilidad índices Afi en distintas ventanas muestrales

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 *	Diferencia (2015-2013)	1999-2016	Diferencia (2016-histórica)
Monetarios EUR	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.1%
Monetarios USD	12.2%	10.9%	10.1%	6.6%	7.1%	9.1%	11.3%	10.8%	4.2%	9.7%	1.1%
Monetarios Intern.	12.2%	10.9%	10.1%	3.1%	4.4%	6.3%	8.1%	8.5%	3.7%	5.4%	3.1%
RF Corto	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	-0.1%	0.6%	0.3%
RF Largo	2.2%	1.7%	2.3%	1.8%	1.9%	1.9%	2.3%	2.1%	0.4%	1.7%	0.4%
RF HY	6.2%	4.3%	4.7%	2.5%	2.6%	3.9%	4.2%	6.7%	1.6%	4.2%	2.5%
RF Emergente	7.1%	6.5%	5.9%	3.9%	5.3%	6.1%	7.2%	7.6%	1.9%	7.6%	0.0%
RF Emergente Corp	n.d.	n.a.	6.2%	4.1%	4.6%	3.1%	4.3%	4.3%	-0.2%	4.5%	-0.2%
RF Convertible	4.5%	4.9%	5.1%	3.0%	3.5%	5.1%	5.6%	7.5%	2.1%	5.0%	2.5%
RF Mixta Euro	3.6%	3.9%	4.4%	3.4%	2.9%	3.4%	3.7%	4.7%	0.8%	3.5%	1.3%
RV Mixta Euro	10.1%	10.0%	11.3%	7.5%	6.8%	9.3%	9.9%	14.9%	3.1%	8.8%	6.1%
Gestión Global	5.1%	5.0%	6.0%	3.4%	3.8%	5.8%	6.2%	9.3%	2.5%	5.6%	3.7%
Renta Variable											
Euro	20.1%	17.1%	21.1%	13.3%	11.6%	15.4%	16.3%	25.6%	4.8%	15.9%	9.7%
EEUU	16.6%	12.5%	15.4%	8.2%	8.9%	13.4%	15.0%	20.8%	6.1%	14.6%	6.2%
Japón	17.2%	13.4%	16.4%	8.5%	15.7%	17.2%	16.7%	33.2%	1.1%	17.2%	16.0%
Emergentes	18.2%	13.2%	15.6%	8.8%	10.8%	13.9%	15.6%	21.6%	4.9%	15.6%	6.0%
Internacional	14.3%	11.2%	13.7%	7.2%	7.7%	11.7%	13.1%	19.5%	5.4%	12.1%	7.4%
RV Materias primas	24.1%	18.5%	19.1%	12.9%	16.1%	14.6%	18.7%	25.6%	2.6%	21.6%	4.1%
RV Financieros	28.8%	18.4%	23.1%	12.9%	12.0%	11.6%	16.8%	30.7%	4.8%	19.6%	11.1%
RV Tecnología	13.2%	11.1%	13.0%	7.6%	9.2%	10.8%	16.1%	24.0%	6.8%	18.7%	5.3%
RV Health Care	14.1%	12.1%	12.5%	8.1%	9.9%	12.6%	17.4%	21.6%	7.5%	16.0%	5.6%
Ret. Abs. Cons.	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.8%	0.7%	1.7%	0.1%
Gestión Alternativa	1.6%	1.7%	2.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.9%	4.4%	1.4%	2.2%	2.1%
Materias primas	n.a.	n.a.	6.2%	7.7%	9.3%	8.1%	13.7%	17.7%	4.3%	12.4%	5.3%

* Última fecha: 29/02

... en todos los activos...





... y, por lo tanto, el mayor VaR

Total historia	VaR		VaR
Monetarios EUR	0.2%	Renta Variable	26.2%
Monetarios USD	16.0%	Euro	26.2%
Monetarios Intern.	8.9%	EEUU	24.1%
RF Corto	1.0%	Japón	28.4%
RF Largo	2.8%	Emergentes	25.7%
RF HY	7.0%	Internacional	20.0%
RF Emergente	12.5%	RV Materias primas	35.6%
RF Emergente Corp	7.4%	RV Tecnología	30.9%
RF Convertible	8.2%	RV Health Care	26.4%
RF Mixta Euro	5.7%	Ret. Abs. Cons.	2.8%
RV Mixta Euro	14.5%	Gestión Alternativa	3.7%
Gestión Global	9.2%	Materias primas	20.5%

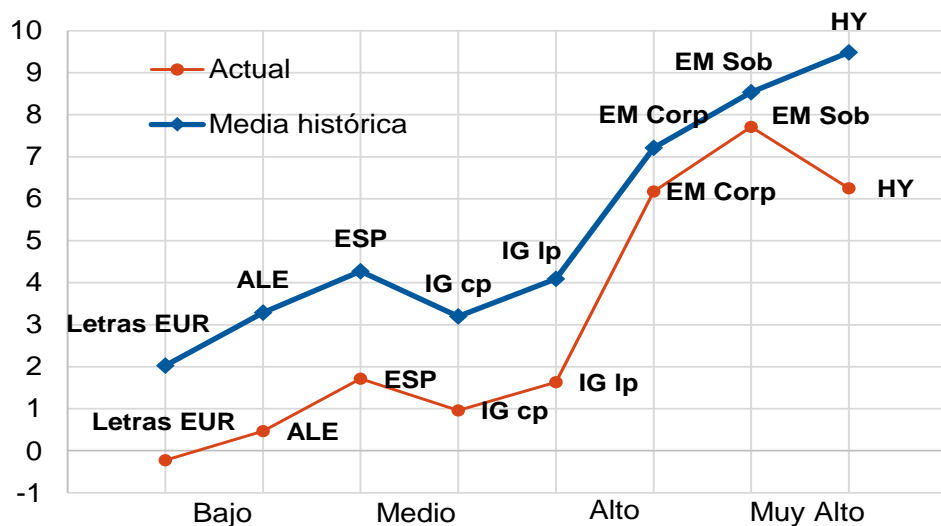
Últimos 6m	VaR		VaR
Monetarios EUR	0.1%	Renta Variable	32.3%
Monetarios USD	18.1%	Euro	32.3%
Monetarios Intern.	12.8%	EEUU	28.4%
RF Corto	1.2%	Japón	38.9%
RF Largo	3.5%	Emergentes	28.8%
RF HY	8.8%	Internacional	25.6%
RF Emergente	12.0%	RV Materias primas	37.8%
RF Emergente Corp	6.8%	RV Tecnología	30.8%
RF Convertible	10.3%	RV Health Care	32.2%
RF Mixta Euro	6.3%	Ret. Abs. Cons.	2.4%
RV Mixta Euro	19.3%	Gestión Alternativa	5.6%
Gestión Global	12.1%	Materias primas	23.6%

Variación

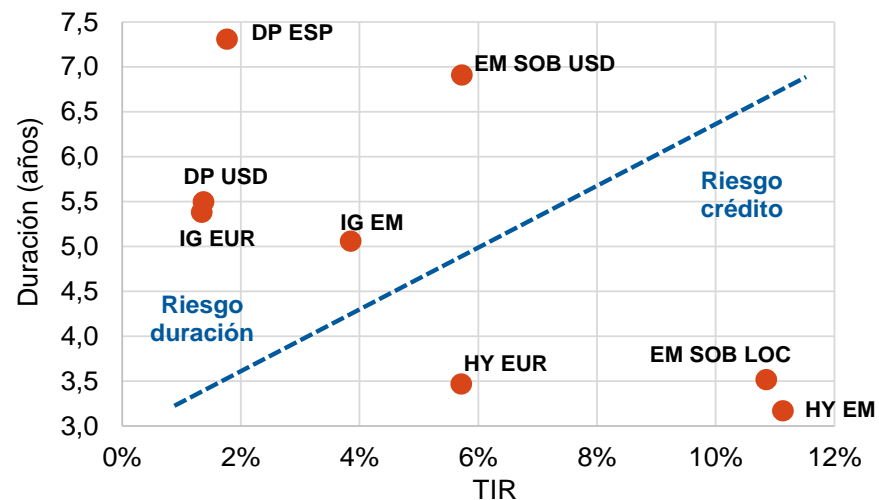
Monetarios EUR	-0.1%	Renta Variable	6.1%
Monetarios USD	2.1%	Euro	6.1%
Monetarios Intern.	3.8%	EEUU	4.3%
RF Corto	0.2%	Japón	10.6%
RF Largo	0.7%	Emergentes	3.1%
RF HY	1.8%	Internacional	5.6%
RF Emergente	-0.5%	RV Materias primas	2.2%
RF Emergente Corp	-0.6%	RV Tecnología	-0.1%
RF Convertible	2.0%	RV Health Care	5.8%
RF Mixta Euro	0.6%	Ret. Abs. Cons.	-0.5%
RV Mixta Euro	4.8%	Gestión Alternativa	1.9%
Gestión Global	2.9%	Materias primas	3.1%

Divergencias en el mercado de renta fija

Rentabilidad de categorías de renta fija en función del riesgo (%)



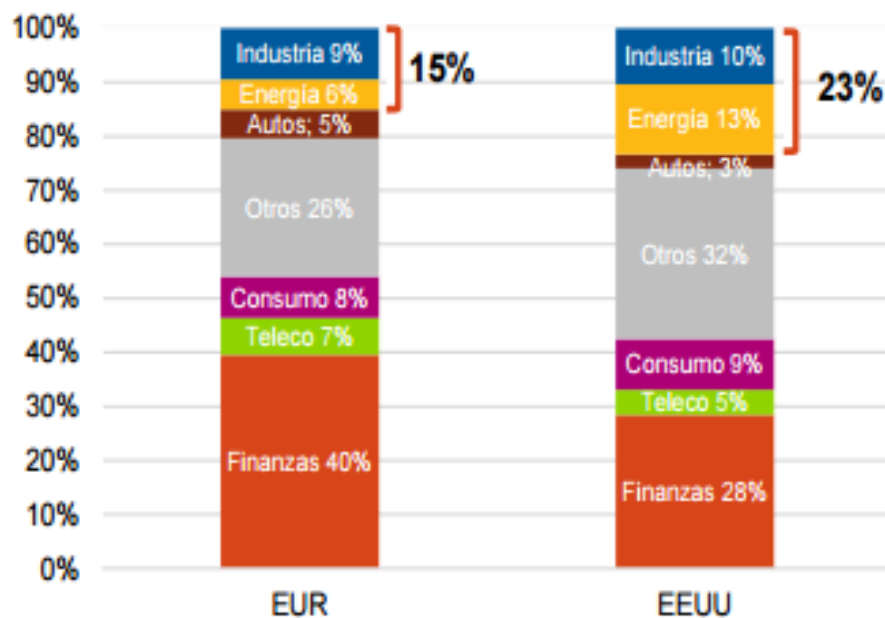
TIR y duración de categorías de renta fija





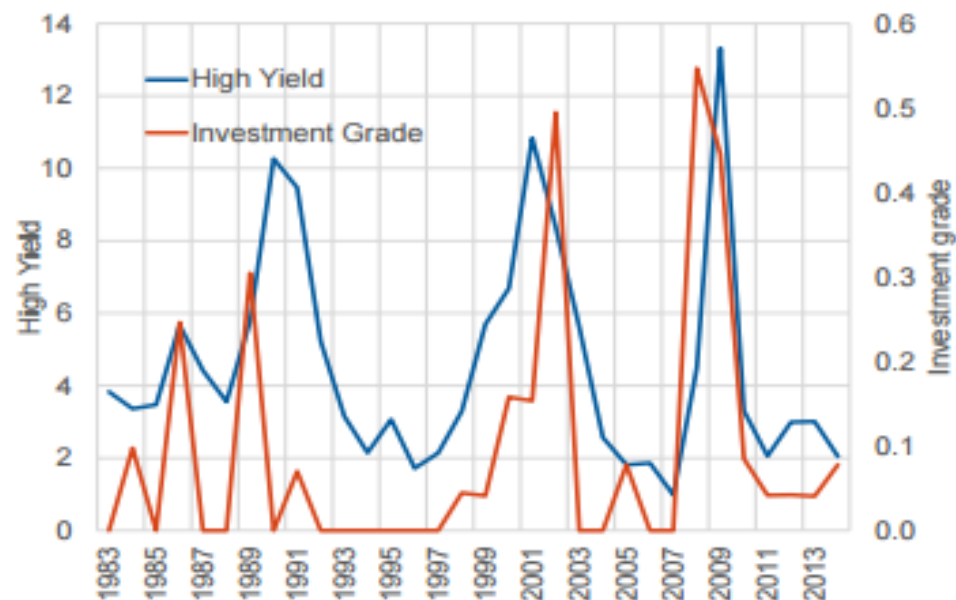
Volvemos al segmento IG...

Peso sectorial en deuda IG en EUR y USD



Fuente: Afi, BofAML

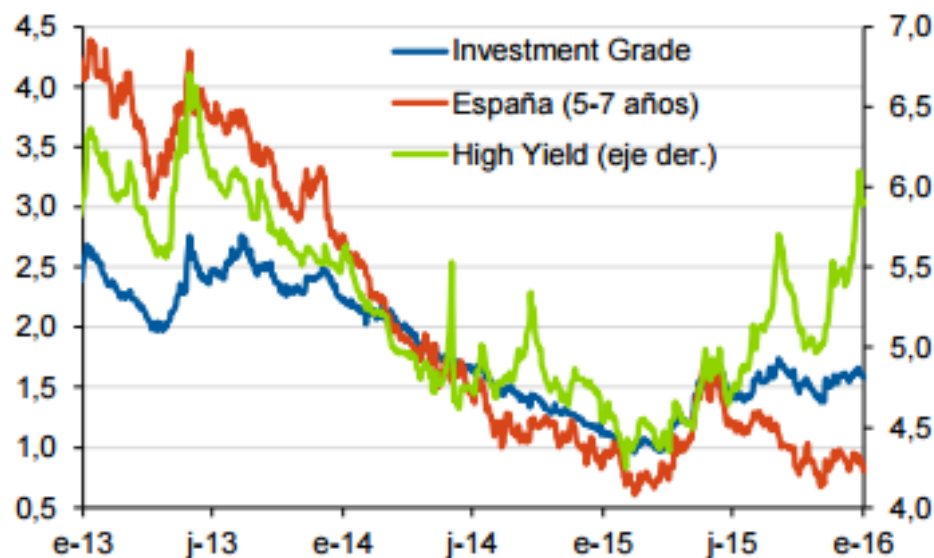
Evolución de tasa de default global IG vs HY



Fuente: Afi, BofAML

... tras la reciente ampliación de diferencias...

TIR de la deuda de España y deuda corporativa IG y HY EUR (%)



Fuente: Afi, Bloomberg, BoAML

TIR de deuda IG EUR por rating y plazo (%)

%	AAA	AA	A	BBB
Total	0,94	0,71	0,90	1,35
1-3	0,11	0,10	0,26	0,58
3-5	0,19	0,41	0,64	1,18
5-7	0,59	0,80	1,09	1,66
7-10		1,04	1,44	1,94
+10	1,63	1,78	2,03	2,69

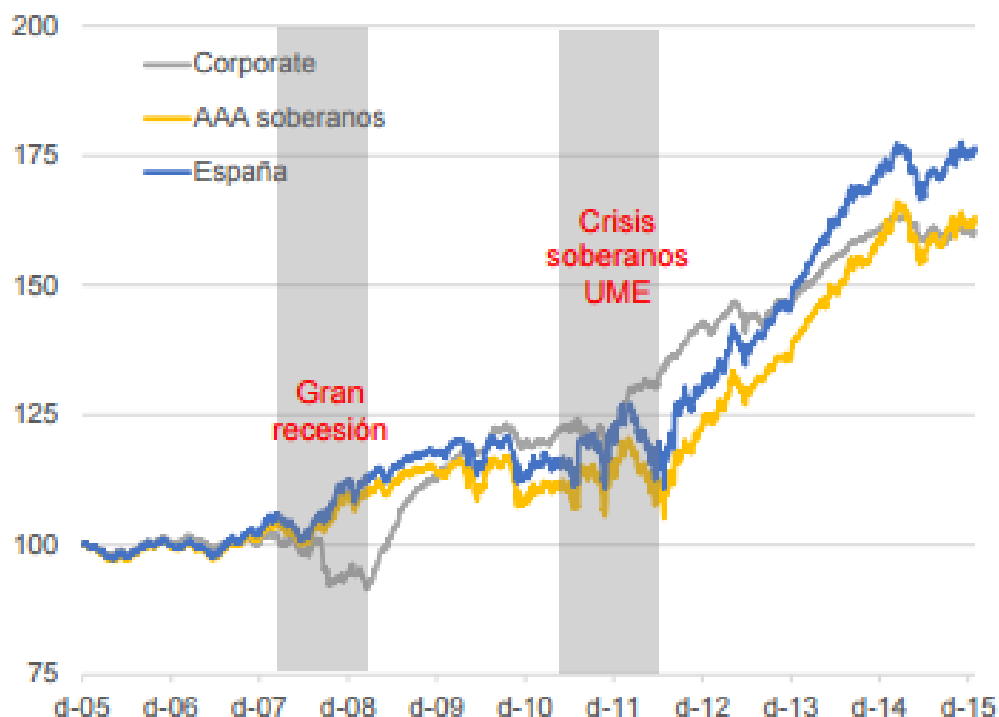
Spread de deuda IG EUR vs deuda española al plazo 5-7 años (pb)

pb	AAA	AA	A	BBB
Total	44,7	21,2	40,2	86,0
1-3	-2,2	-3,4	13,2	44,8
3-5	-30,3	-8,5	14,6	68,3
5-7	-36,5	-15,8	13,8	70,1
7-10		-37,5	2,4	52,0
+10	-47,9	-32,5	-7,7	58,4

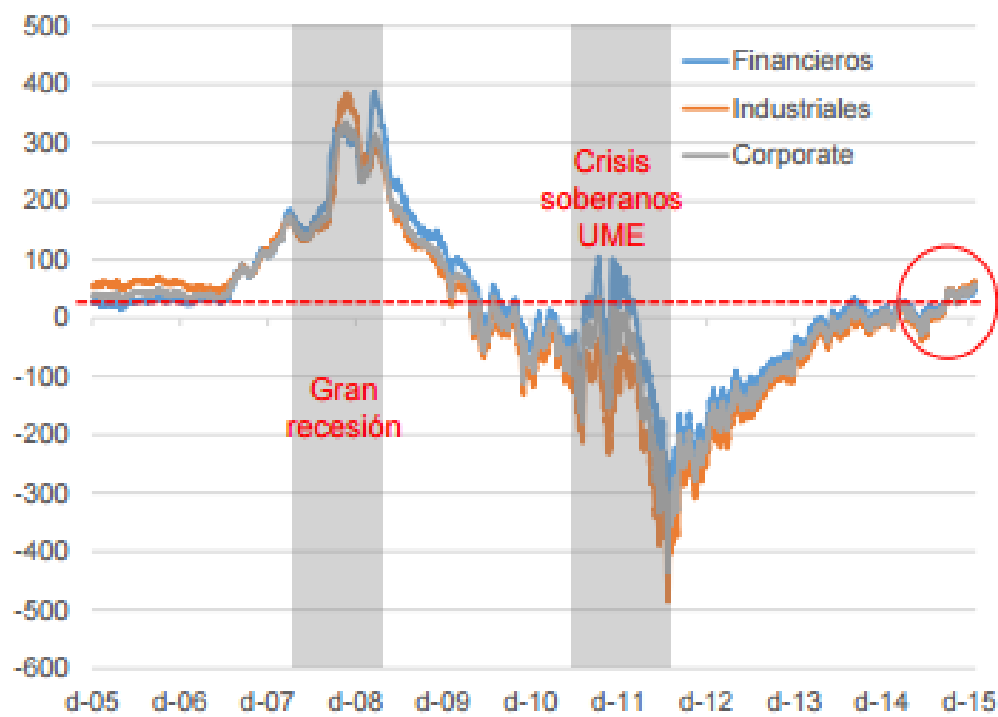
Fuente: Afi, Bloomberg, BoAML



Retorno total (100=31/12/05) en renta fija IG EUR, deuda española y soberano UME AAA



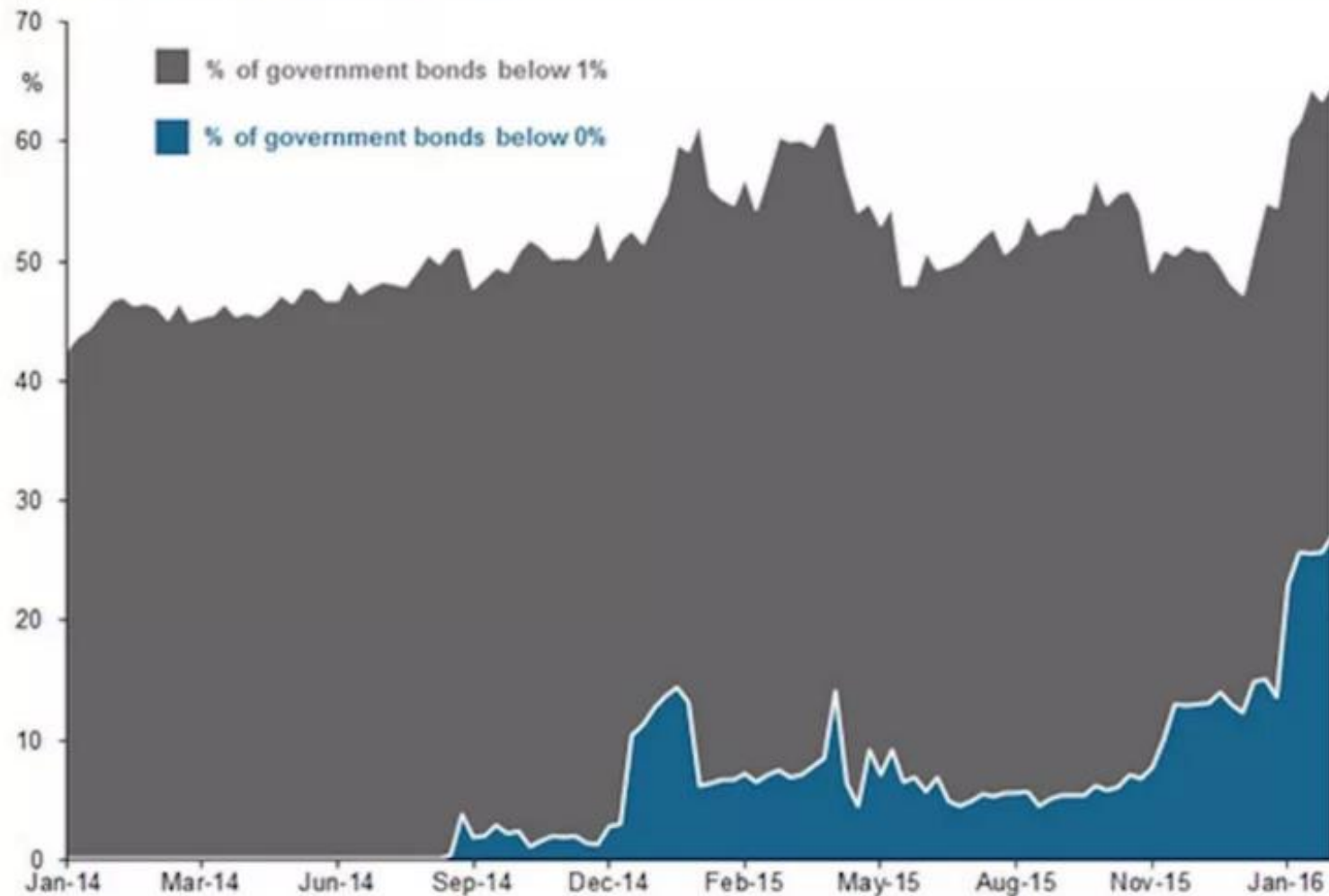
Spreads de RF privada IG EUR vs deuda española (pb) al plazo 5-7 años



Fuente: Afi, BofAML

Fuente: Afi, BofAML

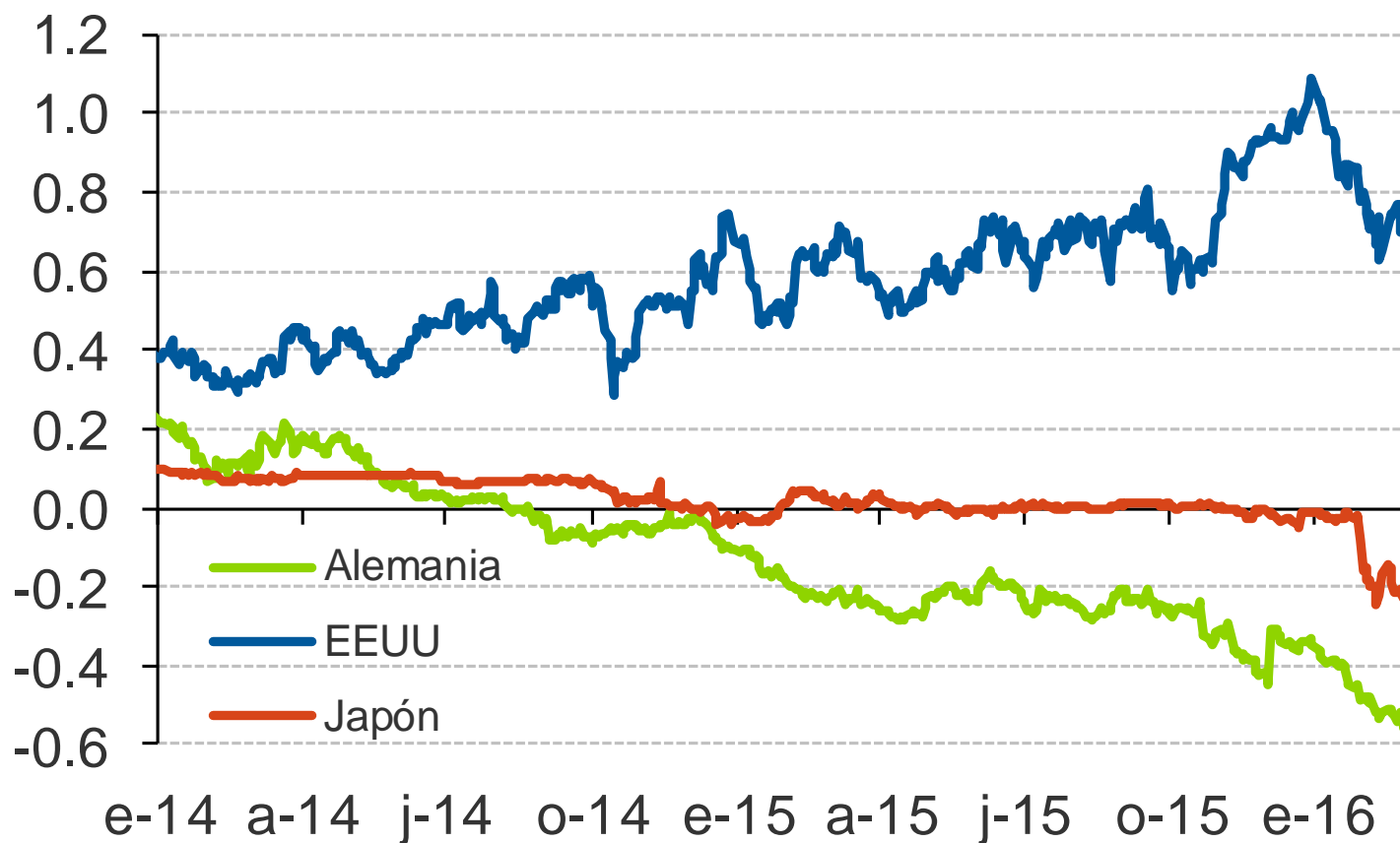
Yield on global government bonds



Source: Bloomberg, BofA/Merrill Lynch, J.P. Morgan Asset Management. Index shown in the BoFA/ML Global Government Bond index. Data as of 25 February 2016.

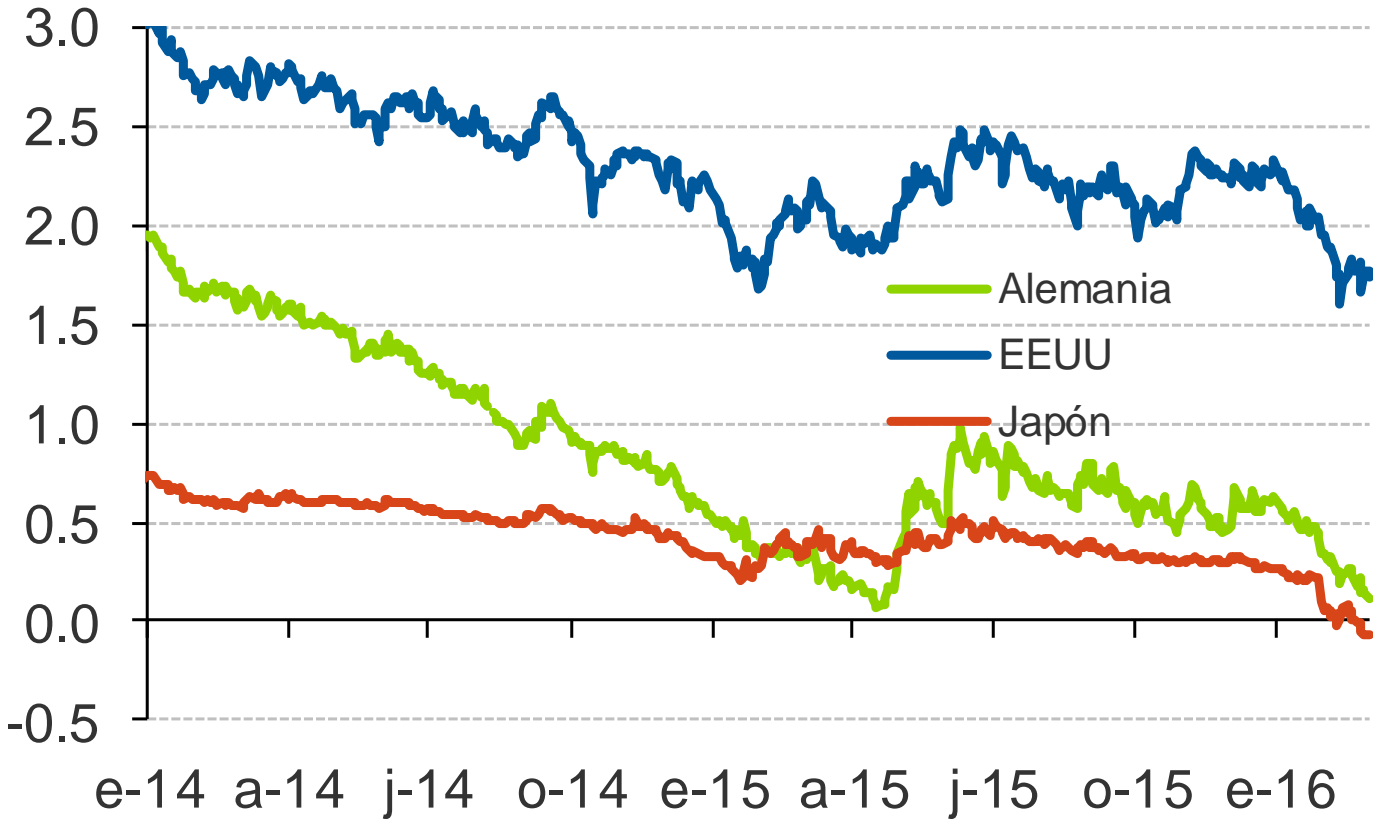
El tramo corto de Alemania profundiza en negativo, el de Japón entra en negativo y del EEUU se aleja de los máximos...

Evolución de los tipos de interés a 2 años



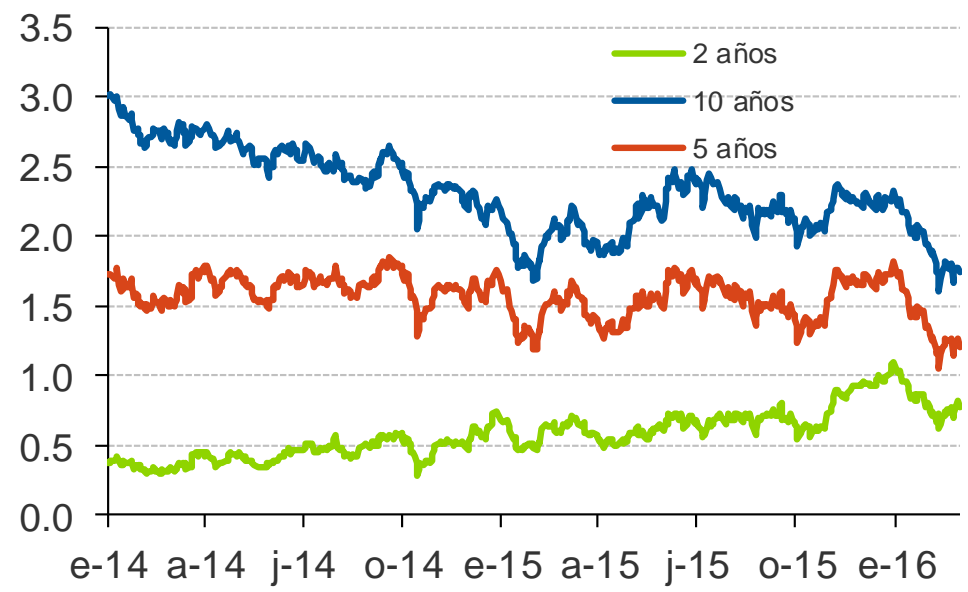
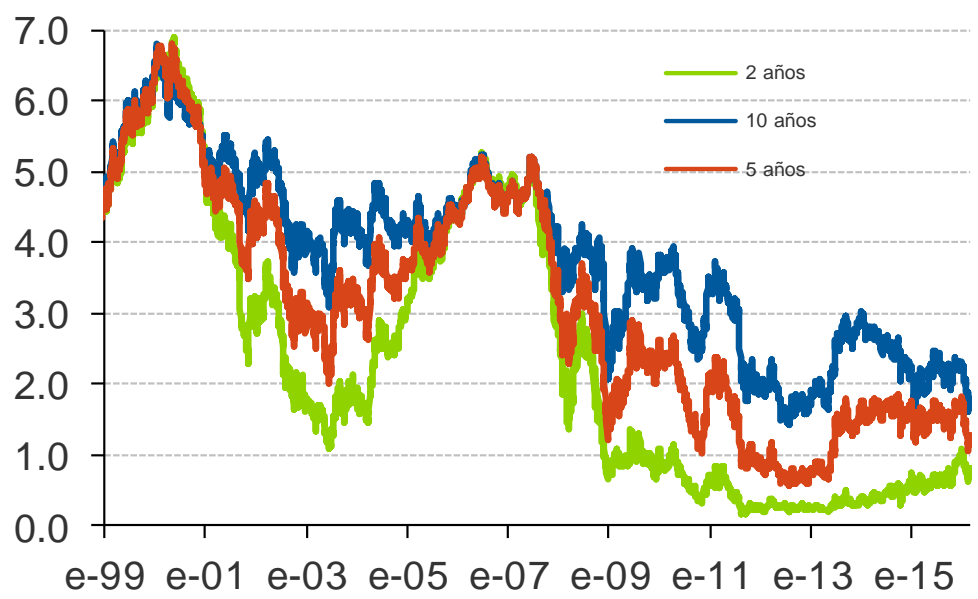
... mientras que los tipos a 10 años regresan a los mínimos de primavera 2015.

Evolución de los tipos de interés a 10 años



El mercado no descuenta subidas de la Fed hasta 2017...

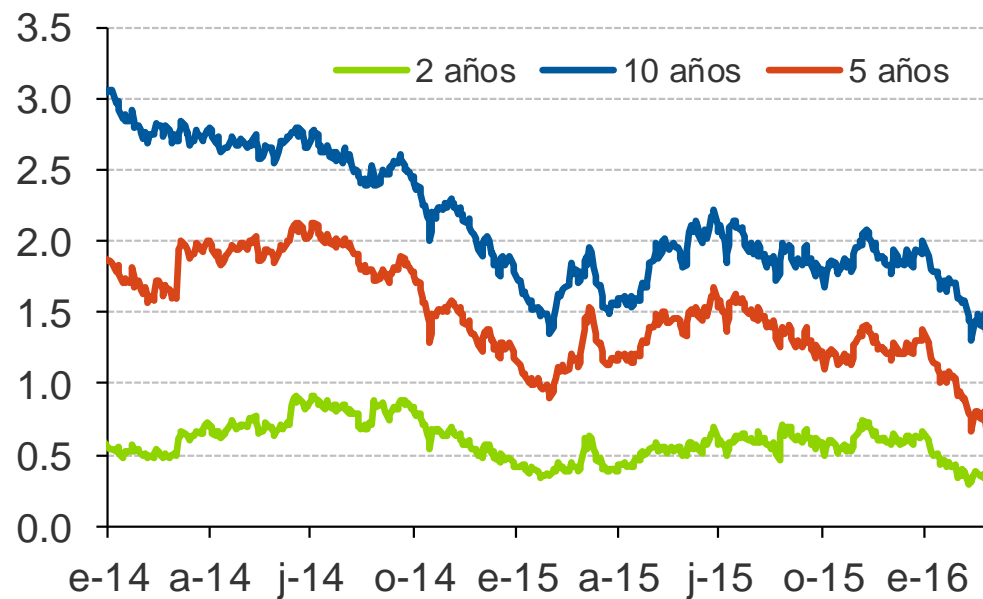
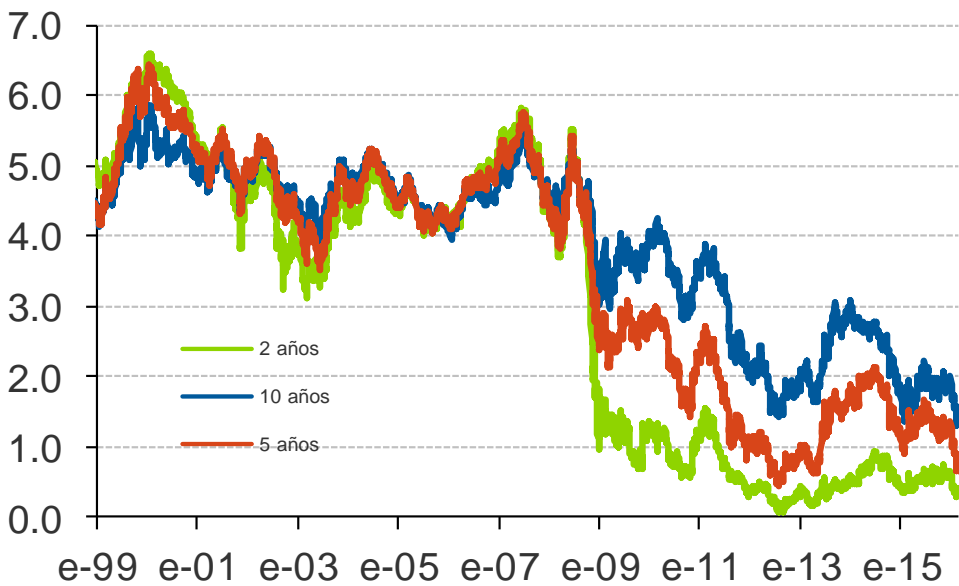
Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de EEUU





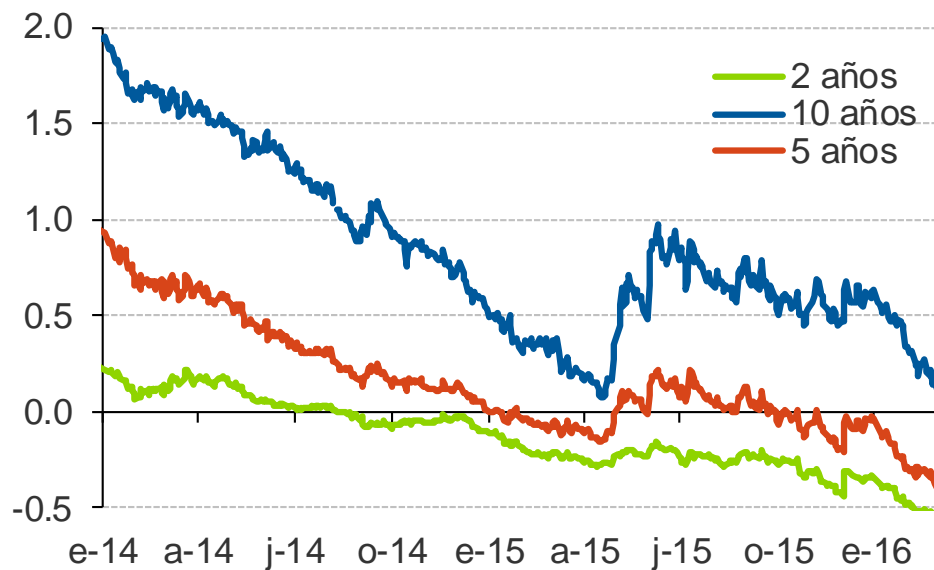
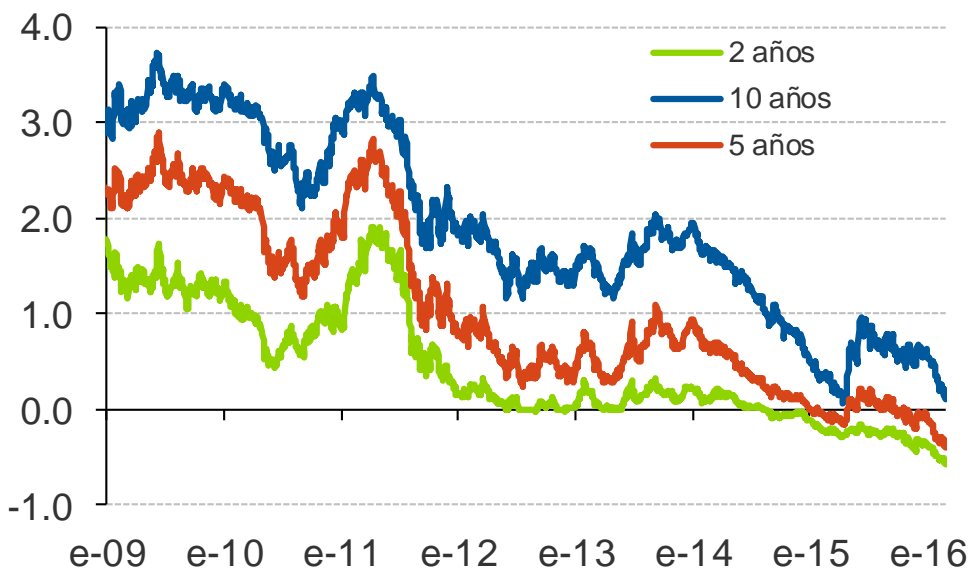
... y del BoE hasta 2018

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública del R. Unido



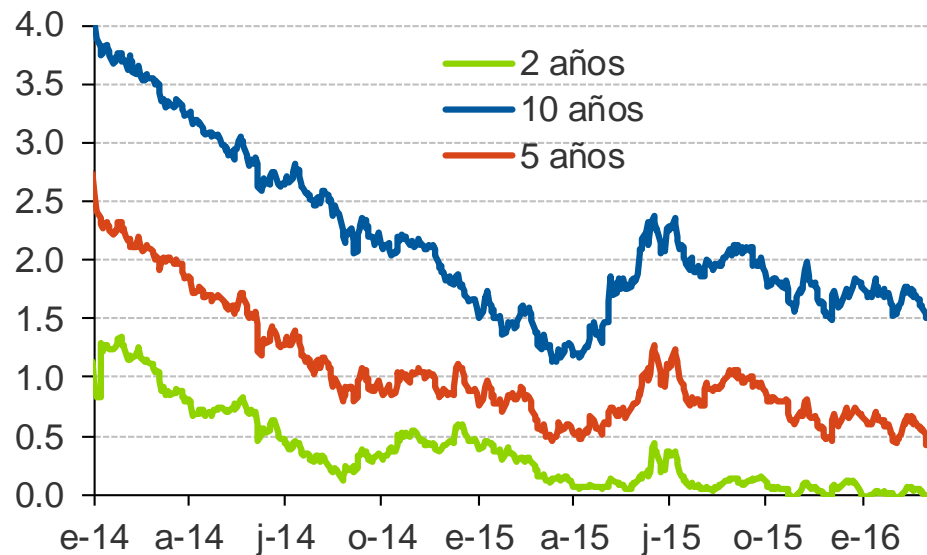
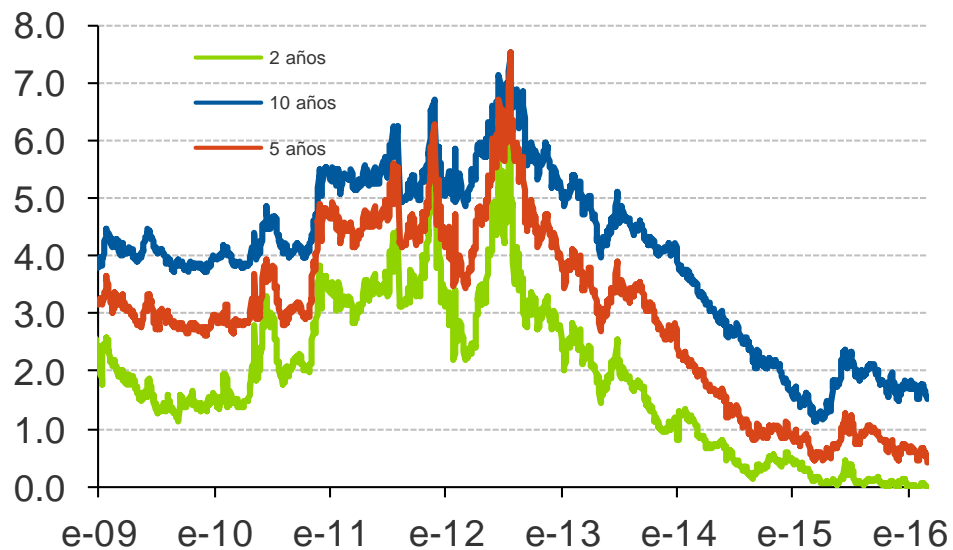
La curva alemana regresa a mínimos.

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



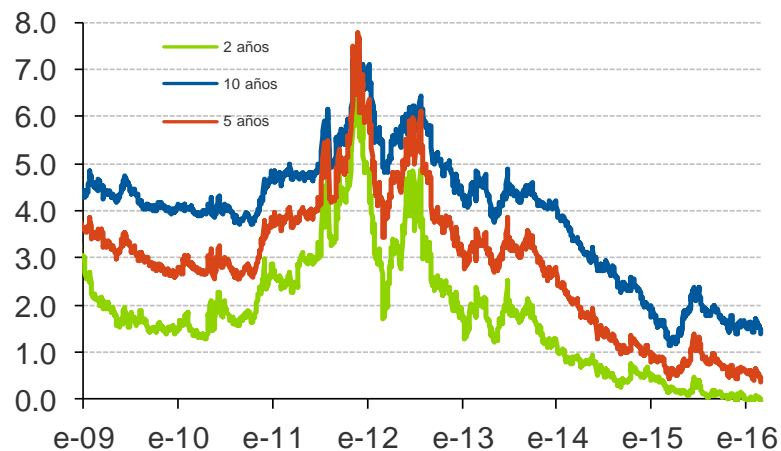
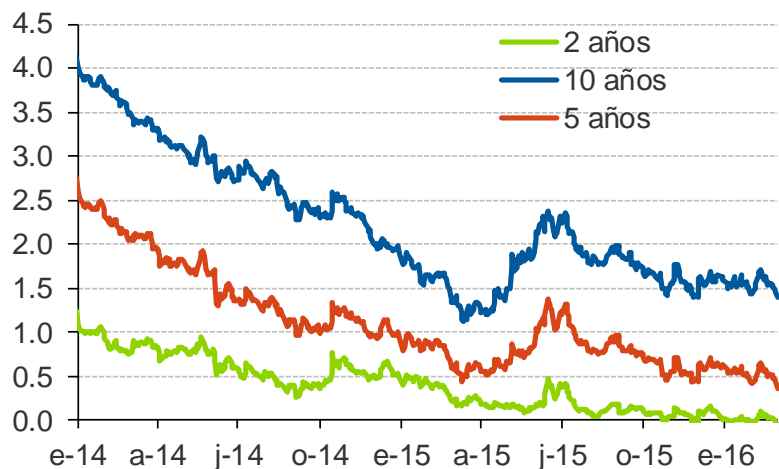
Estabilidad en la curva española...

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

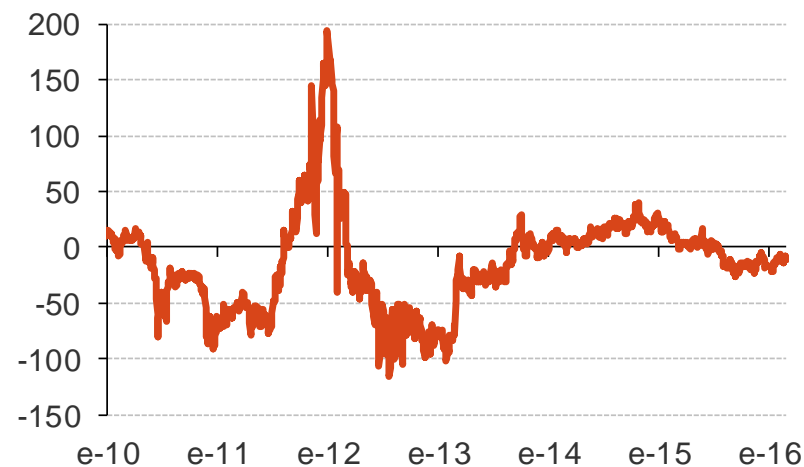
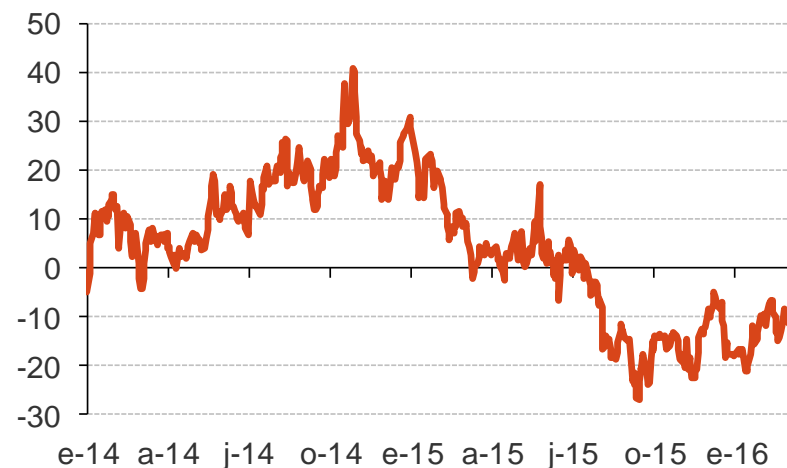


... y la italiana.

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

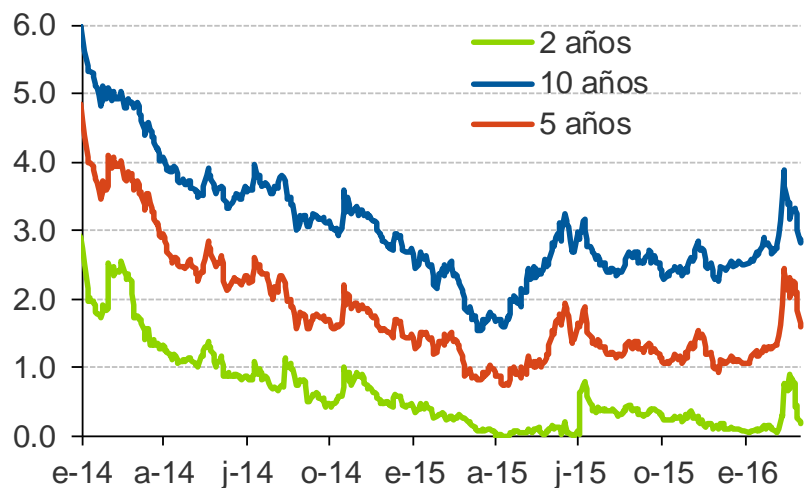
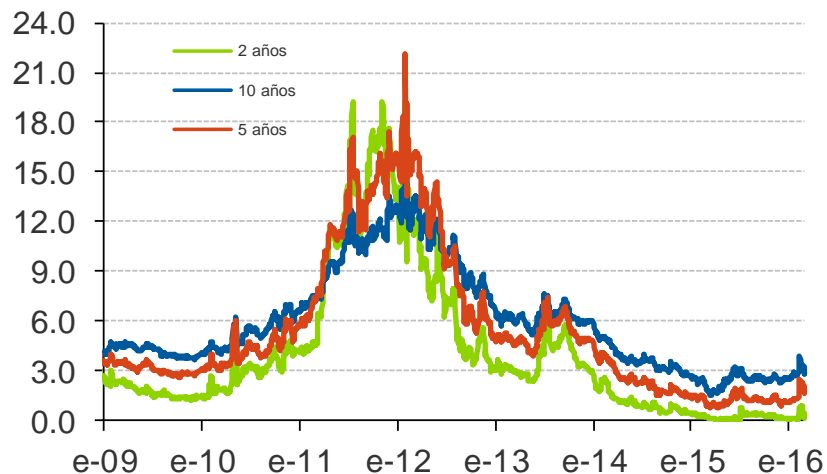


Evolución de la prima por riesgo Italia - España a 10 años

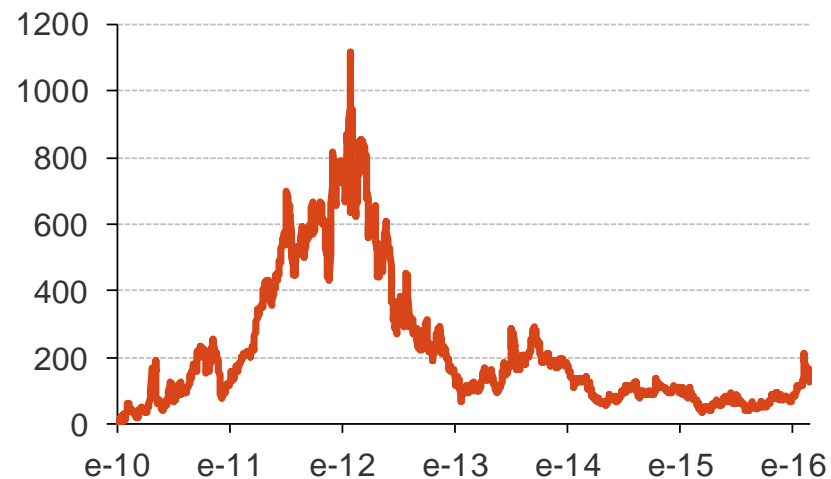
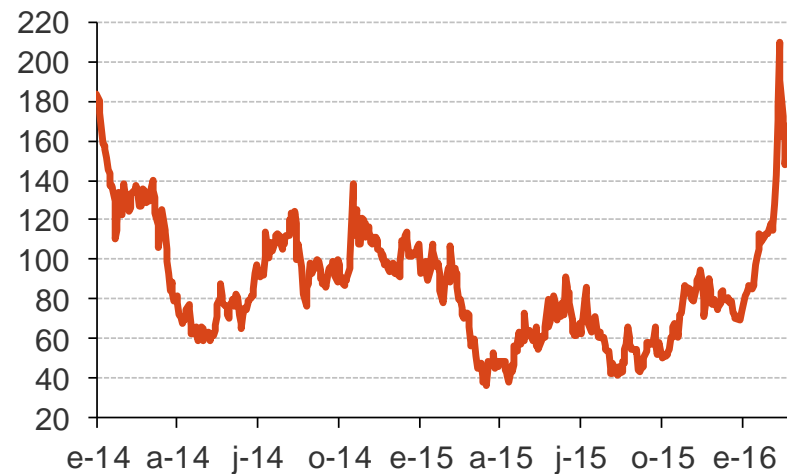


Intenso repunte en la curva portuguesa.

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

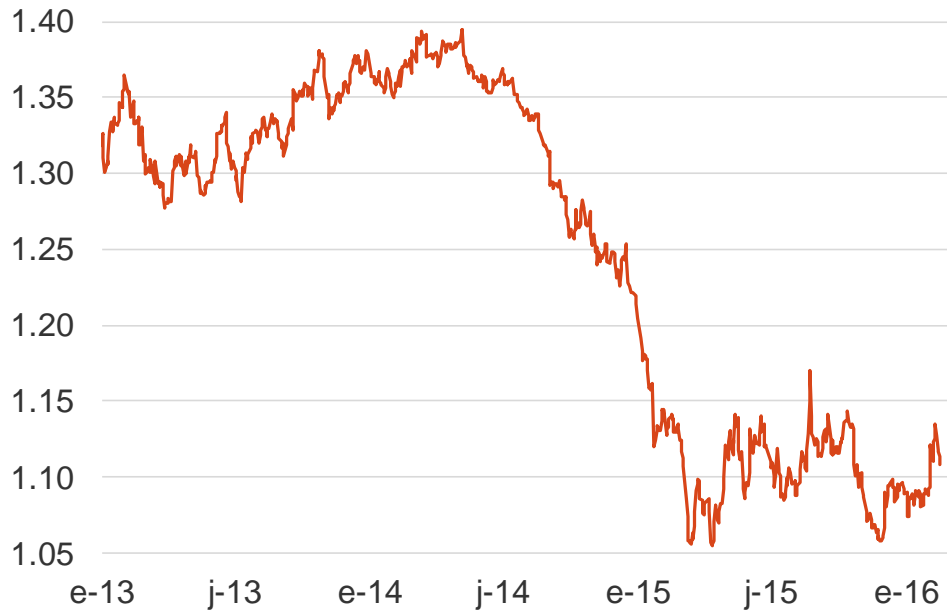


Evolución de la prima por riesgo Portugal – España a 10 años

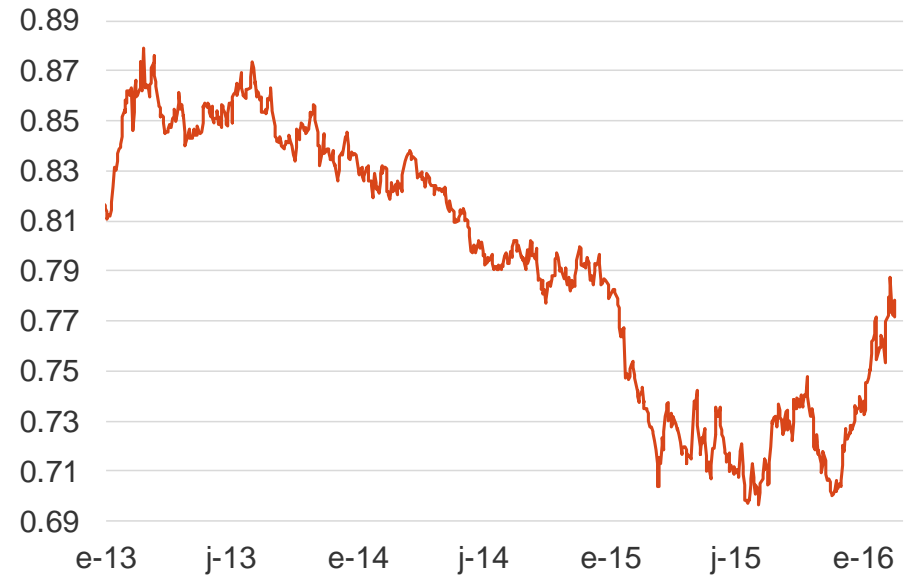


Apreciación del EUR, especialmente frente a GBP

Evolución USD/EUR



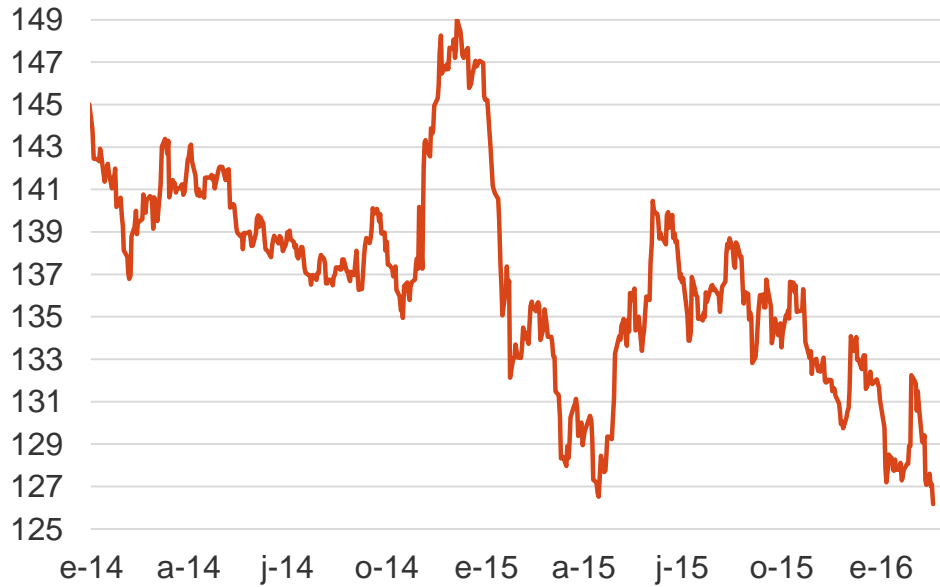
Evolución GBP/EUR



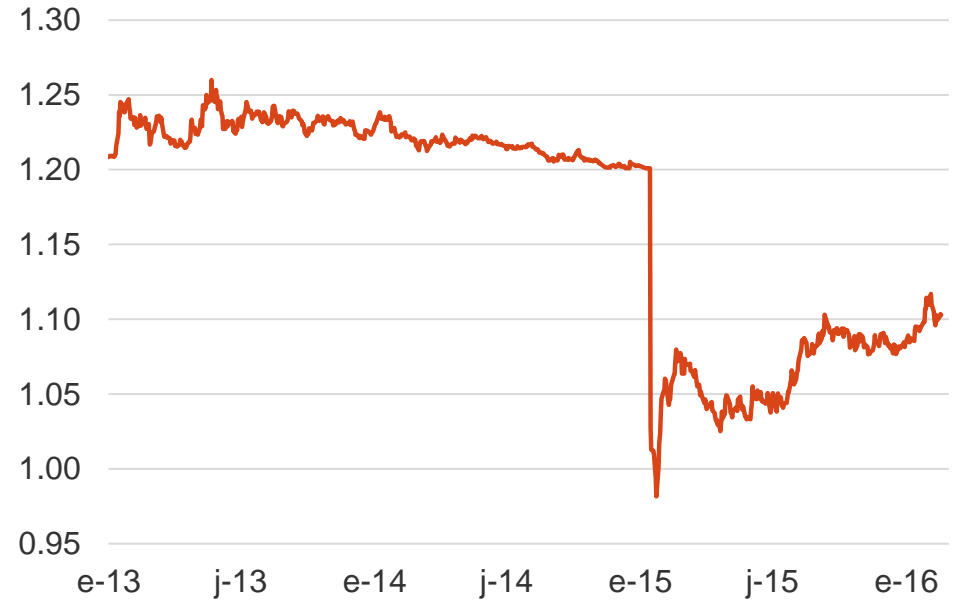


Mientras que el JPY se aprecia y CHF permanece estable

Evolución JPY/EUR



Evolución CHF/EUR



Febrero se salda con un balance no tan negativo...

Evolución índices Afi de fondos en febrero de 2016

Categoría	Rev.	Categoría	Rev.
RV Materias Primas	11.0%	Gestión Global	-0.2%
RV Emergentes Latinoamérica	4.5%	Retorno Absoluto Conservador	-0.3%
RV Emergentes MENA	1.8%	Gestión Alternativa	-0.3%
RV Emergentes Europa del Este	1.4%	RF Mixta Euro	-0.4%
RF Emergentes	1.0%	RV Mixta Internacional	-0.4%
RV Sectores Defensivos	0.8%	RV Mixta Euro	-0.4%
RF Emergentes Corporate	0.7%	Garantizado rendimiento variable	-0.5%
RV EEUU	0.7%	RF High Yields	-0.5%
Monetarios Internacional	0.7%	RV Tecnología	-0.7%
RV Emergentes Global	0.2%	Materias primas	-0.8%
Monetarios USD	0.2%	Fondos de Inversión Libre	-0.9%
RF Largo Plazo USD	0.0%	RF Convertibles	-1.0%
RF Largo Euro	0.0%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-1.2%
RV Internacional	0.0%	Garantizado parcial	-1.3%
Monetarios Euro	0.0%	RV Health Care	-1.5%
RF Internacional	-0.1%	RV España	-1.8%
RF Corto Euro	-0.1%	RV Euro	-1.8%
RF Corto Plazo USD	-0.1%	RV Europa	-1.9%
RF Mixta Internacional	-0.1%	RV Financieros	-2.4%
Garantizado rendimiento fijo	-0.1%	RV Japón	-4.4%



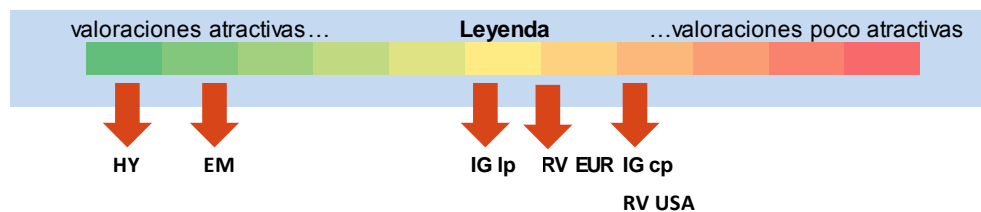
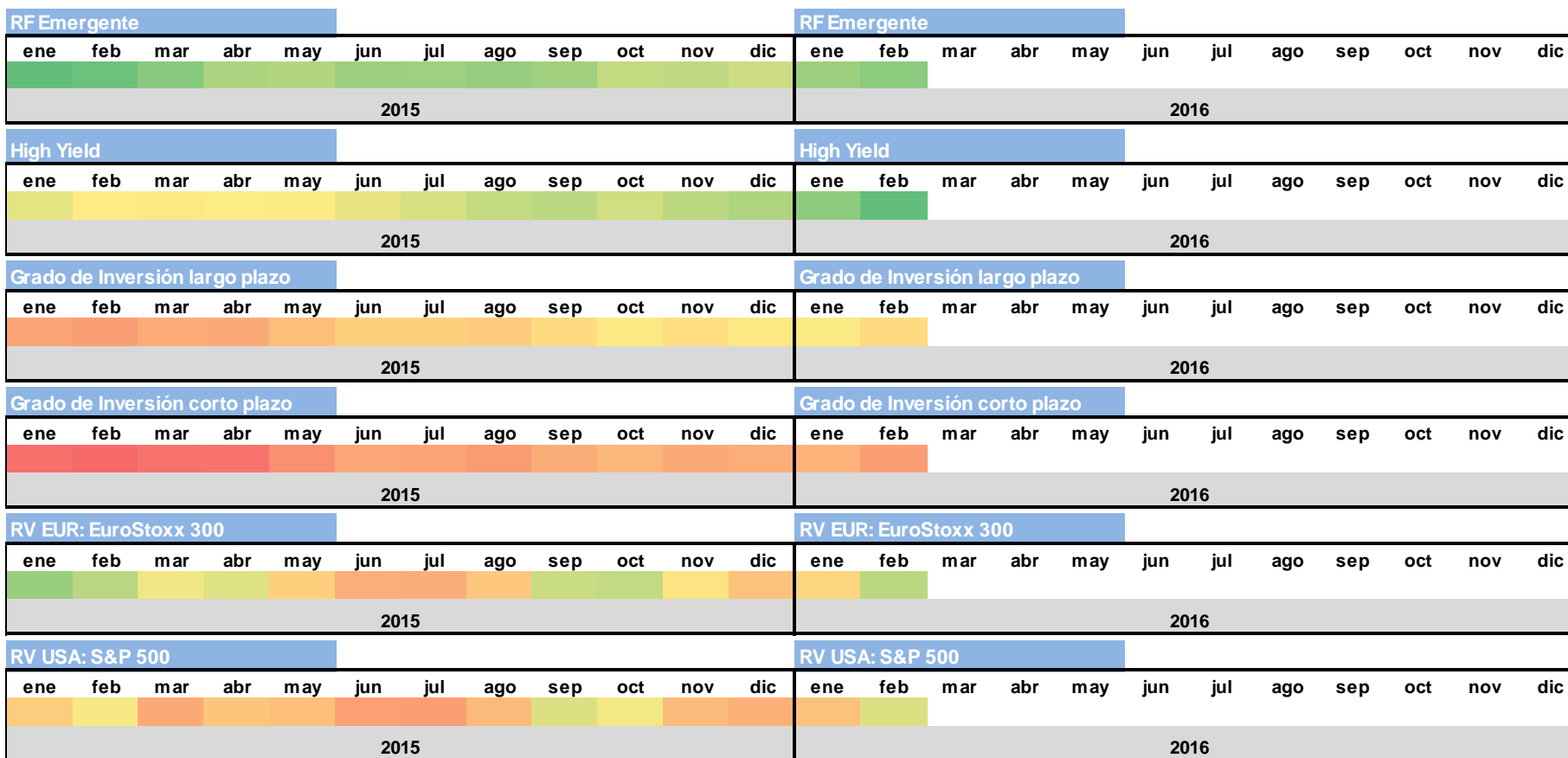
... pero empeora una foto mala en 2016

Evolución índices Afi de fondos en 2016 (hasta 29 de febrero)

Categoría	2016	Categoría	2016
RV Materias Primas	5.7%	Materias primas	-3.5%
RF Largo Plazo USD	0.6%	Gestión Global	-4.1%
RF Largo Euro	0.2%	Garantizado parcial	-4.3%
Monetarios USD	0.2%	RV Mixta Internacional	-4.5%
RF Emergentes	0.2%	RF Convertibles	-4.9%
Garantizado rendimiento fijo	0.0%	RV Mixta Euro	-5.4%
Monetarios Euro	0.0%	RV Emergentes MENA	-5.6%
RF Emergentes Corporate	-0.1%	RV Sectores Defensivos	-5.9%
RF Corto Plazo USD	-0.1%	Fondos de Inversión Libre	-6.3%
RF Corto Euro	-0.2%	RV Emergentes Global	-6.5%
RF Internacional	-0.6%	RV EEUU	-6.8%
Retorno Absoluto Conservador	-1.4%	RV Internacional	-7.1%
RF High Yields	-1.5%	RV Europa	-8.4%
Garantizado rendimiento variable	-1.5%	RV Tecnología	-8.4%
RV Emergentes Latinoamérica	-1.7%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-8.9%
Gestión Alternativa	-1.7%	RV Euro	-9.8%
Monetarios Internacional	-1.8%	RV España	-10.4%
RF Mixta Euro	-2.0%	RV Japón	-10.9%
RF Mixta Internacional	-2.4%	RV Health Care	-14.7%
RV Emergentes Europa del Este	-2.5%	RV Financieros	-16.8%

7 | Asset allocation recomendado

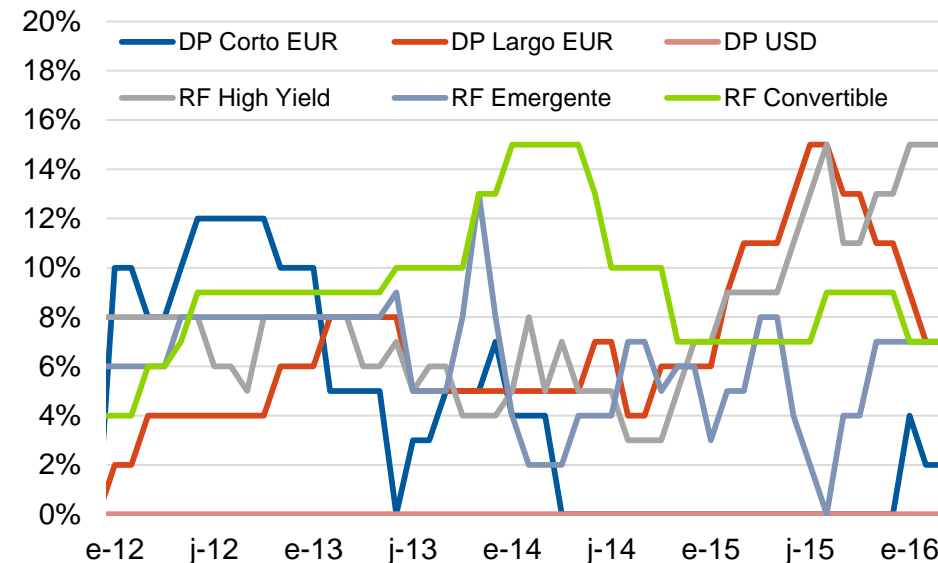
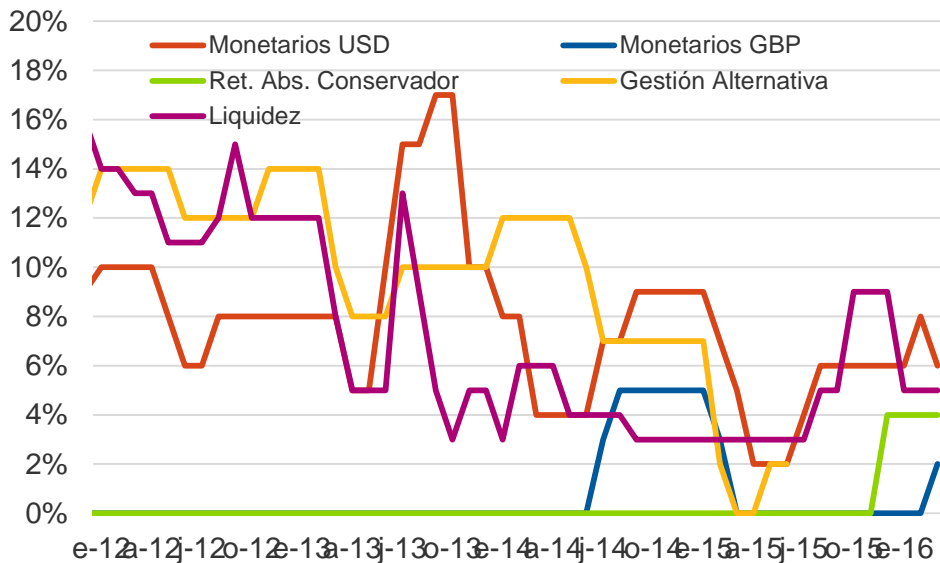
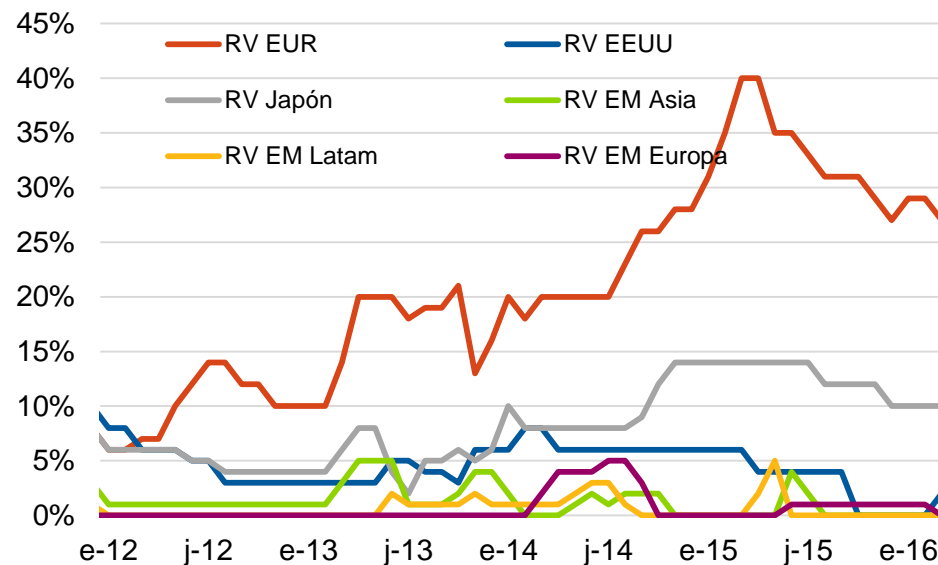
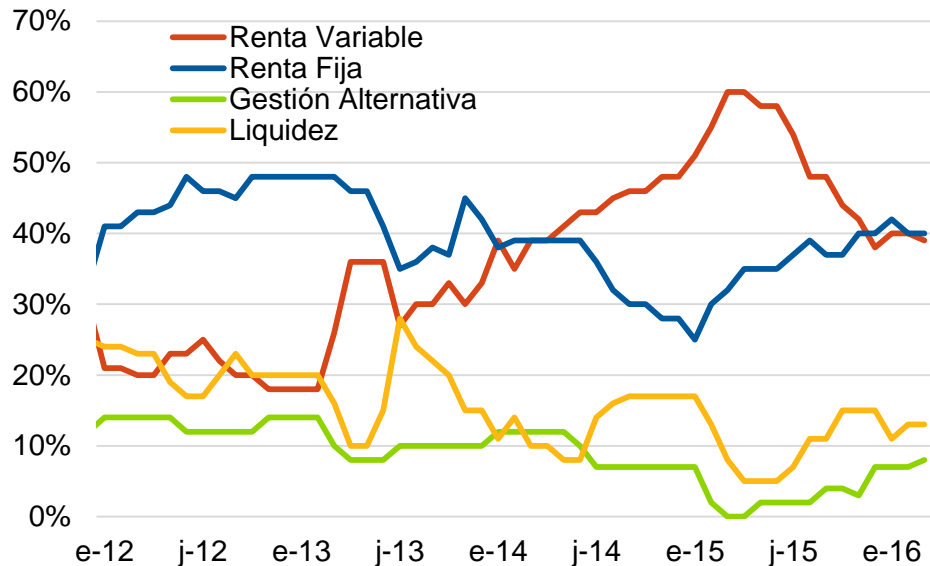
Temperatura del mercado



Asset allocation para marzo 2016

Asset Allocation recomendado y benchmark

Categoría	mar-16	feb-16	ene-16	ene-15	BMK	AFI vs BMK	Var. mes
Liquidez	5%	5%	5%	3%	5%	0%	0%
Monetarios USD	6%	8%	6%	9%	0%	6%	-2%
Monetarios GBP	2%	0%	0%	5%	0%	2%	2%
Mdo. Monetario	13%	13%	11%	17%	5%	8%	0%
DP Corto EUR	2%	2%	4%	0%	30%	-28%	0%
DP Largo EUR	7%	7%	9%	6%	15%	-8%	0%
DP USD	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RF Investment Grade	2%	2%	0%	2%	10%	-8%	0%
RF High Yield	15%	15%	15%	7%	5%	10%	0%
RF Emergente	7%	7%	7%	3%	0%	7%	0%
RF Convertible	7%	7%	7%	7%	0%	7%	0%
Renta fija	40%	40%	42%	25%	60%	-20%	0%
RV EUR	27%	29%	29%	31%	12%	15%	-2%
RV EEUU	2%	0%	0%	6%	12%	-10%	2%
RV Japón	10%	10%	10%	14%	3%	7%	0%
RV EM Asia	0%	0%	0%	0%	1%	-1%	0%
RV EM Latam	0%	0%	0%	0%	1%	-1%	0%
RV EM Europa	0%	1%	1%	0%	1%	-1%	-1%
Renta variable	39%	40%	40%	51%	30%	9%	-1%
Ret. Abs. Conservador	4%	4%	4%	0%	5%	-1%	0%
Gestión Alternativa	0%	0%	0%	7%	0%	0%	0%
Materias Primas	4%	3%	3%	0%	0%	4%	1%
Gestión alternativa	8%	7%	7%	7%	5%	3%	1%
Sube peso en el mes							
Pierde peso en el mes							





JP Morgan CEMBI Broad Diversified Statistics and Returns Decomposition

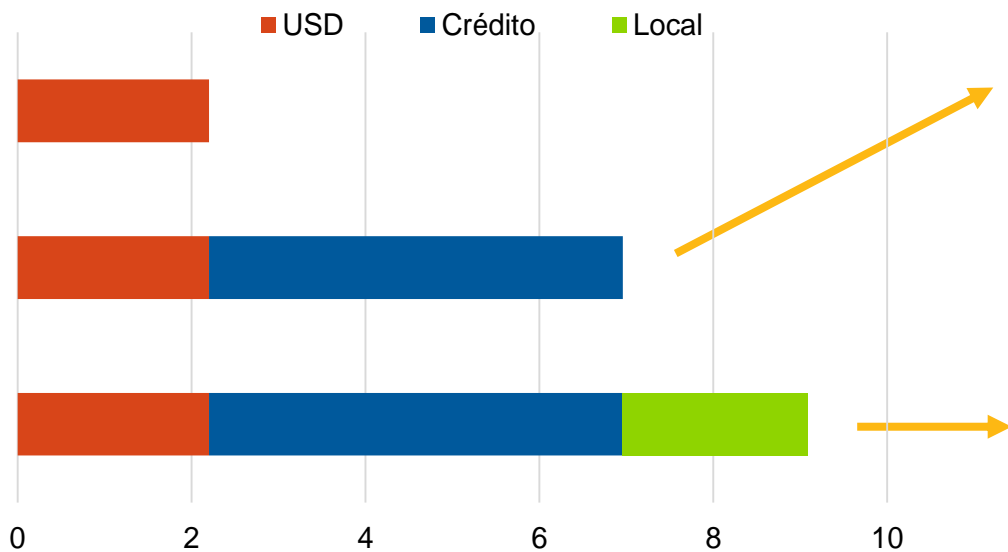
Principales parámetros del
CEMBI

Index	Duration	Weight (%)	Total Return 2015 (%)
CEMBI Broad Diversified	4.5	100.0%	1.3
By Rating			
Investment Grade	5	63.4%	1.3
High Yield	3.7	36.6%	1.1
AAA	3.2	0.1%	1.8
AA	4.7	5.6%	2.4
A	4.8	17.8%	2.1
BBB	5.2	39.9%	0.9
BB	3.9	19.4%	1.3
B	3.3	8.9%	-2.8
C	3.8	2.9%	-0.5
NR	3.3	5.5%	5.7
By Sector			
Consumer	5.2	6.1%	1.6
Diversified	4.2	3.2%	4.4
Financial	3.5	33.5%	4.4
Industrial	5	5.2%	-0.5
Infrastructure	5.8	1.3%	-9.7
Metals & Mining	4.8	5.1%	-8.5
Oil & Gas	5.5	13.7%	-3.1
Pulp & Paper	4.2	1.2%	1.9
Real Estate	4	5.6%	6.7
TMT	5.2	13.9%	0.4
Transport	6.2	0.9%	1.0
Utilities	5.3	10.3%	2.2

Source: JP Morgan as of December, 2015

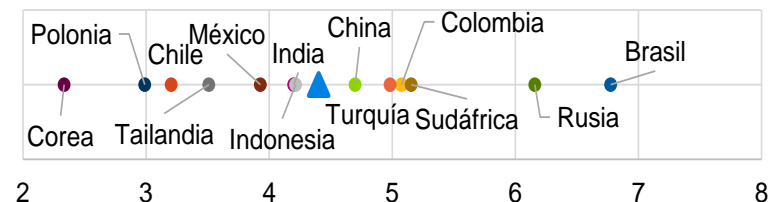
Renta fija emergente (EM): riesgos asumidos y universo invertible

Composición de la TIR 10 años en deuda EM

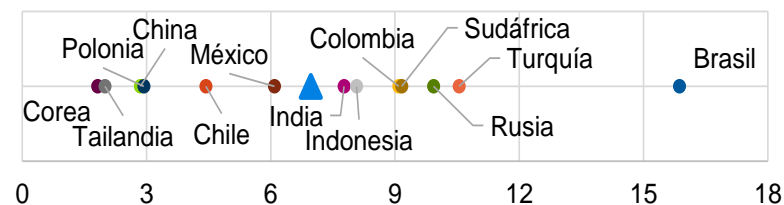


Fuente: Afi

TIR 10 años de deuda en USD en EM (%)



TIR 10 años en deuda en divisa local de EM (%)



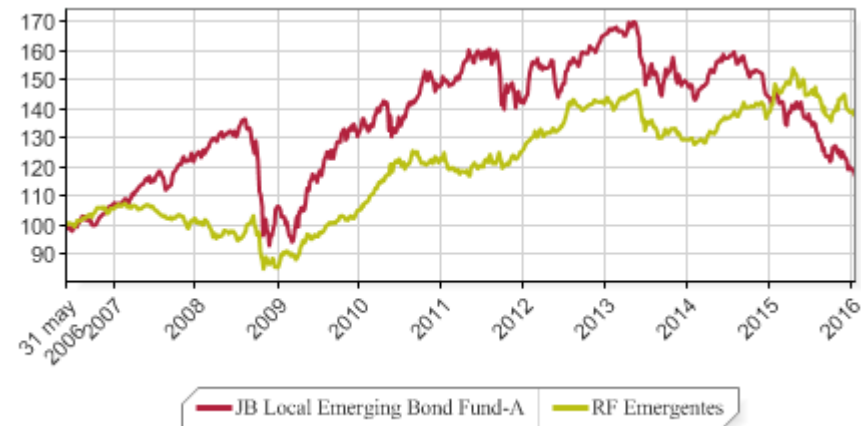
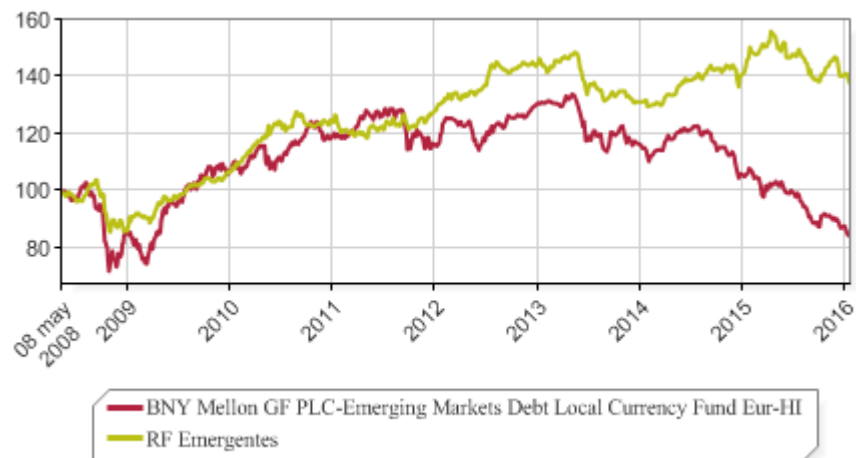
Fuente: Afi, Bloomberg



Caídas en renta fija emergente...

Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a% ▲	3a%	5a%	2016%	Fecha
BNY Mellon GF PLC-Emerging Markets Debt Local Currency Fund Eur-HI	RFEM	-3,4	-9,6	-20,8	-35,9	-29,8	-3,6	15/01
JB Local Emerging Bond Fund-A	RFEM	-2,0	-8,9	-19,2	-30,2	-22,0	-2,3	15/01
iShares Barclays Capital Emerging Market Local Govt Bond	RFEM	-7,0	-8,0	-18,0	-28,1	-	-5,9	18/01
Pictet-Emerging Local Currency Debt-HP Eur	RFEM	-2,5	-8,3	-17,6	-33,1	-23,9	-2,6	18/01
Pictet-Emerging Local Currency Debt HI Eur	RFEM	-2,4	-8,1	-17,1	-31,9	-21,5	-2,5	18/01
Threadneedle Emerging Market Local Fund	RFEM	-3,3	-5,4	-14,7	-	-	-2,8	18/01
Invesco Emerging Local Currencies Debt Fund-a Acc	RFEM	-4,3	-6,4	-14,6	-	-	-3,1	18/01
BGF - Local Emerging Markets Short Duration Bond Fund-E2 Eur	RFEM	-5,0	-5,8	-12,8	-14,8	-15,3	-3,8	18/01
JB Local Emerging Bond Fund-B	RFEM	-1,1	-4,4	-12,6	-13,5	-2,2	-2,1	15/01
Pictet-Emerging Local Currency Debt-I Eur	RFEM	-3,3	-4,3	-11,5	-15,5	-2,0	-2,8	18/01
HSBC Global Emerging Markets Local Debt Fund-A	RFEM	-3,1	-4,2	-9,2	-9,0	-	-3,2	15/01
Raiffeisen Emerging Markets Local Bonds	RFEM	-2,6	-2,7	-8,6	-15,8	-	-2,9	19/01
LFP Obligations Emergentes-I	RFEM	-1,5	-3,4	-4,4	-13,7	-0,8	-2,0	15/01

... especialmente en moneda local



La renta fija hard currency la opción mas conservadora a la hora de tomar exposición en este activo...

Calculadora de rentabilidad a 3 M vista
 (Mayo 2016)

		TIR Tesoro USD 10y								
		1,40%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%
EMBI spread (pb)	426	9,0%	8,4%	7,8%	7,1%	6,5%	5,8%	5,2%	4,6%	3,9%
	441	8,1%	7,4%	6,8%	6,2%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
	456	7,1%	6,5%	5,8%	5,2%	4,6%	3,9%	3,3%	2,7%	2,0%
	471	6,2%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%	2,3%	1,7%	1,1%
	486	5,2%	4,6%	3,9%	3,3%	2,7%	2,0%	1,4%	0,7%	0,1%
	501	4,3%	3,6%	3,0%	2,3%	1,7%	1,1%	0,4%	-0,2%	-0,8%
	516	3,3%	2,7%	2,0%	1,4%	0,7%	0,1%	-0,5%	-1,2%	-1,8%
	531	2,3%	1,7%	1,1%	0,4%	-0,2%	-0,8%	-1,5%	-2,1%	-2,8%
	546	1,4%	0,7%	0,1%	-0,5%	-1,2%	-1,8%	-2,4%	-3,1%	-3,7%
	561	0,4%	-0,2%	-0,8%	-1,5%	-2,1%	-2,8%	-3,4%	-4,0%	-4,7%
576	-0,5%	-1,2%	-1,8%	-2,4%	-3,1%	-3,7%	-4,3%	-5,0%	-5,6%	

Escenario central

... con interesantes rentabilidades esperadas en divisa local (asumiendo elevados niveles de volatilidad).

Rentabilidad esperada a tres meses (en EUR)

País	TIR Actual a 3M	TIR Devengada	Var T/C	TOTAL
Brasil	14,2%	3,5%	3,0%	6,5%
Chile	3,6%	0,9%	3,7%	4,6%
Colombia	6,3%	1,6%	6,0%	7,6%
México	4,2%	1,0%	5,8%	6,9%
China	5,2%	1,3%	-2,4%	-1,1%
India	7,1%	1,8%	0,9%	2,7%
Korea	1,6%	0,4%	7,6%	8,0%
Malasia	3,2%	0,8%	-0,5%	0,3%
Hungría	1,4%	0,3%	0,5%	0,9%
Polonia	1,6%	0,4%	0,6%	1,0%
Turquía	10,9%	2,7%	3,5%	6,2%
Rusia	10,5%	2,6%	11,9%	14,5%
Sudáfrica	7,0%	1,7%	6,8%	8,6%



No tomamos exposición a renta variable emergente en carteras diversificadas. En una cartera con exposición exclusiva a este mercado apostamos por países con buenas perspectivas macro.

Asset Allocation frente MSCI Emerging Markets

País	mar.-16	feb.-16	ene.-16	dic.-15	BMK	AFI vs BMK
China	12%	12%	12%	12%	23%	-11%
India	15%	15%	15%	15%	7%	8%
Indonesia	5%	5%	5%	3%	3%	2%
Corea	20%	20%	20%	15%	15%	5%
Tailandia	3%	3%	3%	0%	2%	1%
Malasia	3%	0%	0%	0%	4%	-4%
Taiwan	0%	0%	0%	0%	13%	-13%
RV Asia	58%	55%	55%	45%	67%	-12%
Brasil	0%	0%	0%	0%	7%	-7%
México	7%	10%	10%	10%	5%	5%
Chile	0%	0%	0%	0%	1%	-1%
Colombia	0%	0%	0%	0%	1%	-1%
RV Latam	7%	10%	10%	10%	14%	-4%
Rusia	5%	5%	5%	5%	4%	1%
Polonia	8%	10%	10%	20%	2%	8%
República Checa	5%	5%	5%	5%	0%	5%
Grecia	5%	5%	5%	5%	0%	5%
Hungría	5%	5%	5%	5%	0%	5%
RV Europa Este	28%	30%	30%	40%	6%	24%
Sudáfrica	0%	0%	0%	0%	8%	-8%
Turquía	0%	0%	0%	0%	2%	-2%
RV MENA	0%	0%	0%	0%	10%	-10%
Liquidez	7%	5%	5%	5%	3%	2%
Liquidez	7%	5%	5%	5%	3%	2%

Matrices de análisis estructural



Principales cambios

- Rebajamos ligeramente el ritmo de la recuperación a nivel global en 2016 (de 3,6% a 3,4%) rebajando intensamente nuestra previsión para Brasil donde esperamos una contracción de su economía del 3,0% en 2016. En Japón reducimos ligeramente a la baja la previsión de crecimiento para 2016 (1,4% frente a 1,5%).
- El mes pasado incrementábamos la probabilidad de que el BCE tenga que tomar nuevas medidas, esta vez de mayor calado, escenario que pasa a ser nuestro escenario central. Esperamos que el BCE tome nuevas medidas tras su reunión de marzo.
- Si ya teníamos un escenario central para los tipos de interés en Europa de un ritmo de subidas muy lento, las previsibles nuevas medidas del BCE, nos hacen rebajar, aun más, nuestras previsiones. Así, esperamos un nivel de llegada para DIC16 del 10Y alemán del 0,95% y del 2,15% en España.
- En renta fija privada, a pesar de que en los últimos meses nuestras previsiones de relajación de *spreads* no se ha cumplido, mantenemos nuestra posición en este sentido para el horizonte de 12 meses.
- En renta variable, seguimos apostando por las bolsas desarrolladas frente a las emergentes. Mantenemos una perspectiva especialmente positiva en renta variable europea y japonesa. En emergentes encontramos oportunidades en India y México.
- En divisas esperamos que el USD/EUR se sitúe en el rango 1,00-1,10 durante el 2016 con un nivel de llegada del 1,08 para DIC16.



Cuadro de perspectivas macroeconómicas

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades
GLOBAL	60% Leve recuperación del crecimiento en 2016 tras la ralentización en 2015: 2016 = 3,4%; 2017 = 3,6%	20% Deterioro adicional del ciclo en los emergentes y ralentización del crecimiento en los desarrollados	20% La caída del precio del petróleo podría impulsar el crecimiento global
Área Euro	65% Ligera aceleración en 2016 (cerrando el output gap) respecto al crecimiento moderado en 2015: 2016 = 1,9%; 2017 = 1,7%	15% Impacto acusado de la desaceleración global, especialmente del bloque emergente, en el crecimiento de las principales economías de la zona euro.	20% Fuerte crecimiento de la demanda interna impulsado por la caída de los precios, especialmente los energéticos
EEUU	60% El crecimiento se consolida 2016 = 2,8%, 2017 = 2,6%	30% Deterioro de la demanda externa (apreciación del USD y ciclo en emergentes) y de la demanda interna (excesiva subida de tipos de la Fed)	10% Mayor dinamismo de la demanda privada ante la caída del endeudamiento y el incremento de la riqueza
Japón	65% Crecimiento muy moderado 2016 = 1,4% 2017 = 0,3%	15% Vuelta a la recesión ante ineficacia de las medidas de expansión cuantitativa del BoJ y desaceleración económica de China	20% Cambio en la estructura económica hacia un mayor peso de las exportaciones
Emergentes	55% China: Desaceleración por transición hacia nuevo modelo. Rusia, Brasil y China frenan crecimiento del bloque EMER. 2016: China 6,1%, Brasil -3,0%	25% China: Incapacidad de rebalanceo desde demanda externa a demanda interna. Brasil: deterioro adicional de la economía Exports. de crudo no soportan caída precios	20% China: <i>no hard landing</i> . Reformas proporcionan un crecimiento sostenido. Brasil: Estabilidad política facilita reformas estructurales.

Cuadro de política monetaria e inflación

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades
GLOBAL	<p>60%</p> <p>Contexto de mayor liquidez global favorecido por la baja inflación. Los estímulos del BCE y del BoJ compensan la retirada de Fed y BoE.</p>	<p>10%</p> <p>Precipitada retirada de estímulos por repunte inesperado de la inflación.</p>	<p>30%</p> <p>Baja inflación y recuperación económica más débil de lo esperado hacen mantener los estímulos monetarios.</p>
Área Euro	<p>70%</p> <p>Esperamos medidas adicionales por parte del BCE, que serán anunciadas en la reunión de marzo</p>	<p>10%</p> <p>Pérdida de confianza del mercado en el cumplimiento del objetivo de balance del BCE.</p>	<p>20%</p> <p>Un contexto de deflación agudizado por el precio del crudo lleva al BCE a plantear un objetivo más ambicioso tomando medidas más agresivas.</p>
EEUU	<p>75%</p> <p>Subida de tipos con nivel de llegada DIC16 en 0,75% siguiendo una estrategia de subidas muy moderadas.</p>	<p>10%</p> <p>Precipitada subida de tipos e intenso ritmo de subidas.</p>	<p>15%</p> <p>Moderados niveles de inflación que puedan garantizar la retirada paulatina de estímulos.</p>
Japón	<p>75%</p> <p>Expansión continuada del balance hasta que no se consiga una inflación estable en el objetivo previsto (2%).</p>	<p>5%</p> <p>Retirada de los estímulos anticipadamente</p>	<p>20%</p> <p>Recuperación en las expectativas de inflación sin que el BoJ reduzca las medias expansivas</p>
Emergentes	<p>65%</p> <p>Divergencia. Subidas en los países más dependientes de la política monetaria de EEUU y bajadas en países como Brasil, India y China</p>	<p>25%</p> <p>Subidas de tipos por parte de la Fed más intensas de lo esperado y depreciación adicional de las divisas ante el deterioro macro.</p>	<p>10%</p> <p>Un control de desequilibrios internos podría permitir una mayor laxitud monetaria.</p>



Cuadro de renta fija pública

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades
GLOBAL	60% Ralentización en la subida de tipos en curvas núcleo. Paulatina normalización en EEUU. Previsión DIC16: - TIR 10Y ALE: 0,95% - TIR 10Y US: 2,35%	15% Tensionamiento 10Y <i>core</i> hasta el 2,0% y 4,0% (ALE y EEUU, respectivamente) y arrastre moderado del tramo corto	25% Estabilidad e incluso relajación desde los niveles actuales ayudado por la caída de precios de crudo: - TIR 10Y ALE: 0,4% - TIR 10Y US: 1,5%
España	65% Estabilidad o ligera caída del diferencial en torno a 120pb con un escenario de llegada hacia el 2,15% a DIC16	15% Un menor crecimiento económico eleva el diferencial por encima de 200 pb	20% “QE más agresivo” del BCE e incremento del apetito de inversores internacionales en la búsqueda de <i>yield</i> (10 años estable por debajo del 1,50%)
Japón	70% Anclaje de los plazos largos por debajo de 0,50%	10% Repunte intenso de tipos hasta el 2,0%	25% Sin atractivo a medio/largo plazo. Mantenimiento de los tipos en los niveles actuales
Emergentes	65% Continua la mejoría sin llegar a mínimos del 2015 EMBI = 380 pb (492)	20% Nueva huida de capitales ante una mayor agresividad en la estrategia de salida de la Fed y un crecimiento no sostenible EMBI = 550 pb	15% Relajación de spread ante la mejora del <i>outlook</i> y repunte más agresivo del esperado de tipos base: EMBI: 300 pb

* Diferenciales frente a Swap a 02/02/2016



Cuadro de renta fija privada

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades
Área Euro	65% Relajación tras los intensos repuntes: -IG: 10 - 25 pb (36)* -HY: 300 pb (501)*	15% Renovado riesgo de ciclo: -IG: 120 pb -HY: 600 pb	20% Consistente mejora del ciclo económico en la periferia: -IG: 10 pb -HY: 250 pb
EEUU	50% Relajación tras el reciente repunte: -IG: 125 pb (210)* -HY: 450 pb (646)*	20% Elevación ante retiradas abruptas de estímulos monetarios y aumento de <i>defaults</i> por evolución macro: -IG: 200 pb -HY: 700 pb	20% Sin nuevas tensiones y con subidas de tipos muy sostenidas en el tiempo: -IG: 100 pb -HY: 350 pb
Emergentes	60% Relajación ante la sobre-reacción del mercado ante la subida de tipos en EEUU y el deterioro macro atribuibles a China y caída precios crudo: -CEMBI: 450 pb (598)	25% Repunte intenso ante nuevos episodios de tensión: - CEMBI: 650 pb	15% Retorno hacia situación de estabilidad <i>pre-tapering</i> : - CEMBI: 350 pb

* Diferenciales frente a Swap a 02/02/2016



Cuadro de renta variable y ciclo empresarial global

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades	RE
GLOBAL	65% Ganancias bursátiles ligadas a la recuperación económica en desarrollados: - Bolsa mundial: +10,2%	15% Mala gestión del <i>forward guidance</i> por parte de los bancos centrales: - Bolsas mundiales: - 16,3%	20% Sorpresa en Europa en BPA desde los bajos niveles de valoración: - Bolsas mundiales: +25,9%	9,4%
Área Euro	65% Crecimiento esperado del +20,6% para el EuroStoxx 50: - BPA: +13,0% - PER: 15,2	15% Sin recuperación de ciclo empresarial, -11,5% EuroStoxx 50: - BPA: 3,0% - PER: 12,2	20% Capitalización de la recuperación ciclo:+36,9% EuroStoxx 50: - BPA: +20,0% - PER: 16,2	19,0%
EEUU	70% Otorgamos un potencial alcista del +1,1% al S&P 500: - BPA: +1,1% - PER: 17,0	15% Caídas por caída de BPA: -20,9% S&P 500: - BPA: -4,0% - PER: 14,0	15% Buen comportamiento empresarial y buena evolución macro: +19,7% S&P 500: - BPA: 13,0% - PER: 18,0	0,6%
Japón	60% Avance bursátil del +23,8% para el Nikkei 225: - BPA: +9,0% - PER: 16,0	20% Retroceso del -13,2% para el Nikkei 225: - BPA: +2,0% - PER: 12,0	20% Crecimiento esperado del +31,7% para el Nikkei 225: - BPA: 16,0% - PER: 16,0	19,6%



Cuadro de renta variable y ciclo empresarial en emergentes

Economía	Escenario central	Riesgos	Oportunidades	RE
Emergentes	55% Gran divergencia entre regiones. - Emergentes global: +8,3%	30% Ineficacia de los estímulos monetarios y fiscales ante la salida de capitales. Ralentización acusada de China - Emergentes global: -16,5%	15% Retorno de <i>hot money</i> en busca de áreas de mercado infravaloradas - Emergentes global: +22,4%	3,0%
China	55% Crecimiento esperado del +7,2% para el Hang Seng (HS): - BPA: +7,2% - PER: 9,5	25% Intensificación de problemas de crédito y mala evolución macro: -16,9%, HS : - BPA: +5,2% - PER: 7,5	20% Nuevas medidas de liberalización financiera. Rebote tras las caídas: +21,7% HS - BPA: +10,2% - PER: 10,5	4,1%
India	60% Continuación de la aceleración económica +17,6% para el Sensex: - BPA: +17,6% - PER: 17,8	15% Límite al sobre-endeudamiento del sector corporativo y contagio de la economía china -10,7%, Sensex: - BPA: +6,0% - PER: 15,0	25% Soporte a un mayor crecimiento con nuevas políticas, Sensex +33,4%: - BPA: +25,0% - PER: 19,0	17,3%
Brasil	50% Bajo crecimiento económico: +2,6% para el Bovespa: - BPA: +3,0% - PER: 13,0	35% Pobres resultados empresariales ante un deterioro adicional de la economía : -21,7% Bovespa: - BPA: -7,0% - PER: 11,0	15% Intenso crecimiento del BPA Bovespa +14,8%: - BPA: +7,0% - PER: 14,0	-4,1%
México	65% Potencial alcista del IPC +13,9%: - BPA: +12,0% - PER: 23,0	20% Desincronización de ciclo con EEUU, IPC -14,3%: - BPA: +2,0% - PER: 19,0	15% Fuerte expansión económica ligada al ciclo en EEUU, IPC +22,1%: - BPA: +20,0% - PER: 23,0	9,5%

Cuadro de divisas

Cambio	Escenario central	Riesgos	Oportunidades
USD/EUR	<p>60%</p> <p>Esperamos que el tipo de cambio se mueva en el rango 1,00 – 1,10 durante los próximos 12 meses DIC16: - USD/EUR: 1,08</p>	<p>25%</p> <p>La Fed ralentiza su estrategia de subidas y aceleración de la recuperación de ciclo en Europa. Nuevos episodios de inestabilidad financiera - USD/EUR: 1,20</p>	<p>15%</p> <p>La entrada de capitales en EEUU por la rotación en busca de seguridad desde los emergentes puede actuar en favor del USD. - USD/EUR: 0,90</p>
JPY/EUR	<p>70%</p> <p>Con dos bancos centrales con políticas monetarias expansivas, esperamos una menor apreciación del EUR contra el JPY a DIC16: - JPY/EUR: 140,0</p>	<p>20%</p> <p>Mayor expansión de la base monetaria por parte del BoJ y menor impacto de las nuevas medidas del BCE: - JPY/EUR: 160,0</p>	<p>10%</p> <p>Disminución de los estímulos monetarios del BoJ ante un buen perfil de crecimiento e inflación: - JPY/EUR 120,0</p>



Afi

© 2016 Afi. Todos los derechos reservados.