



Perspectivas para la economía mundial: cómo gestionar una cartera en un entorno de tipos del 0%

David Cano Martínez
dcano@afi.es
@david_cano_m

Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)
Director de Afi Inversiones Globales, SGIC
Barcelona, 3 de enero de 2020

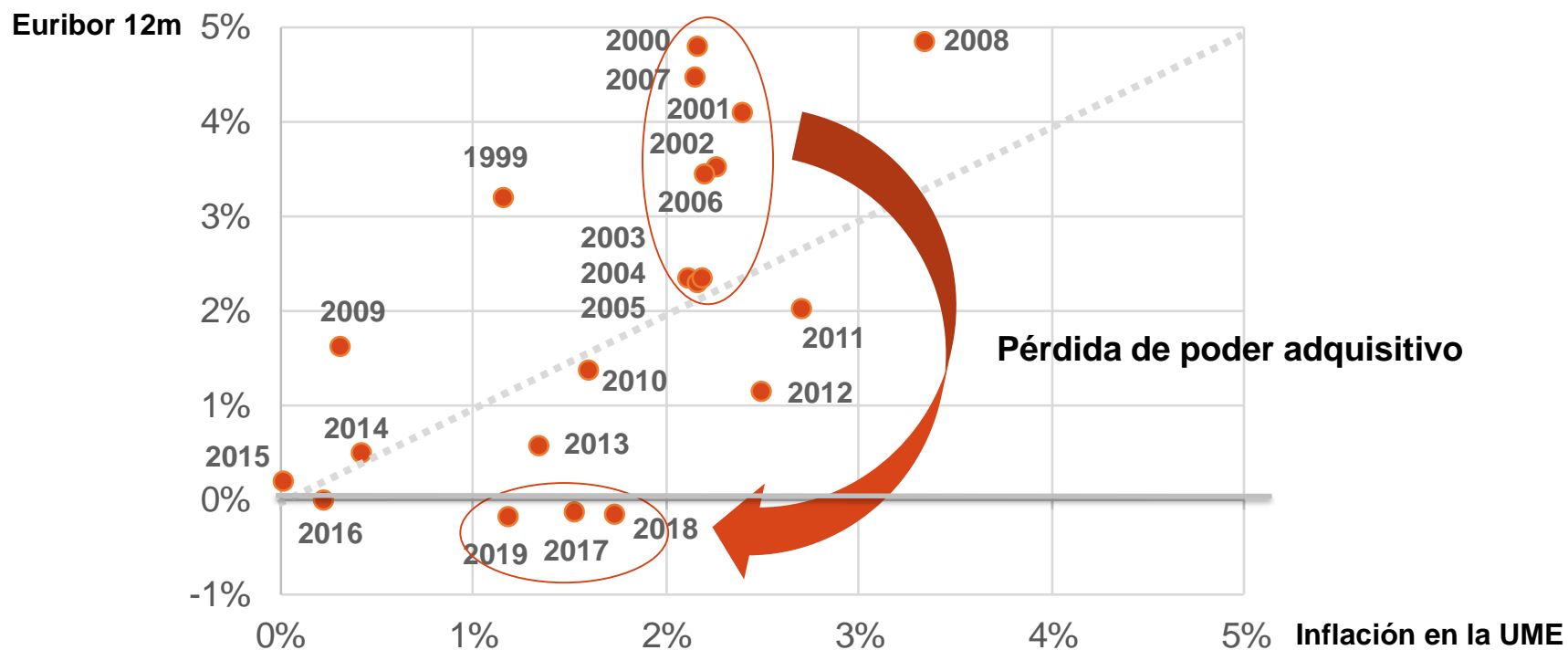
1 | Tenemos un problema...



La inflación, en el rango 1,0% - 2,0%.
El tipo de interés libre de riesgo, en el 0%.

} Pérdida de poder adquisitivo.

Inflación en la UME y Euribor 12m

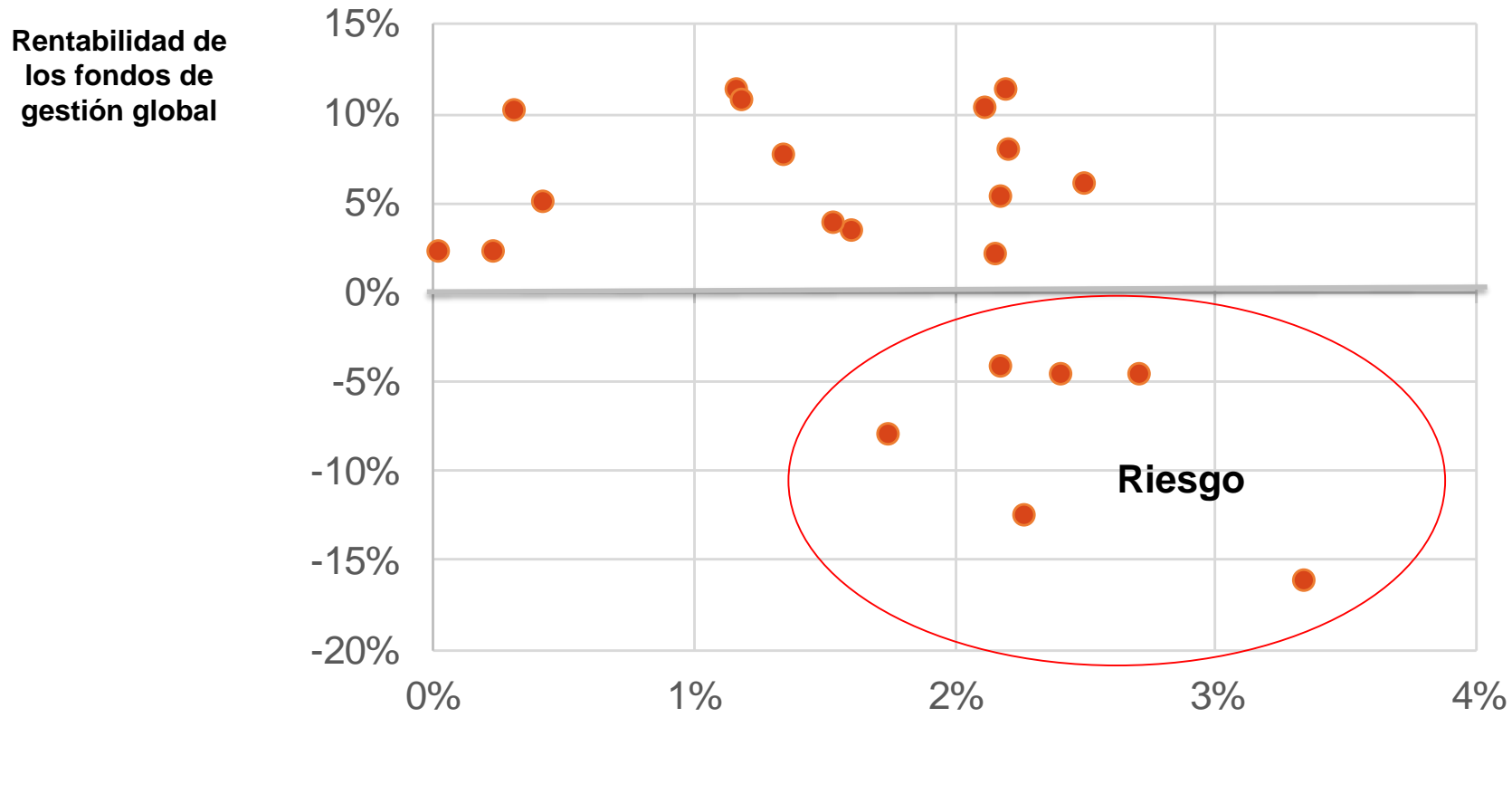


2 | ... y una posible solución



Una posible solución: Asumir riesgo

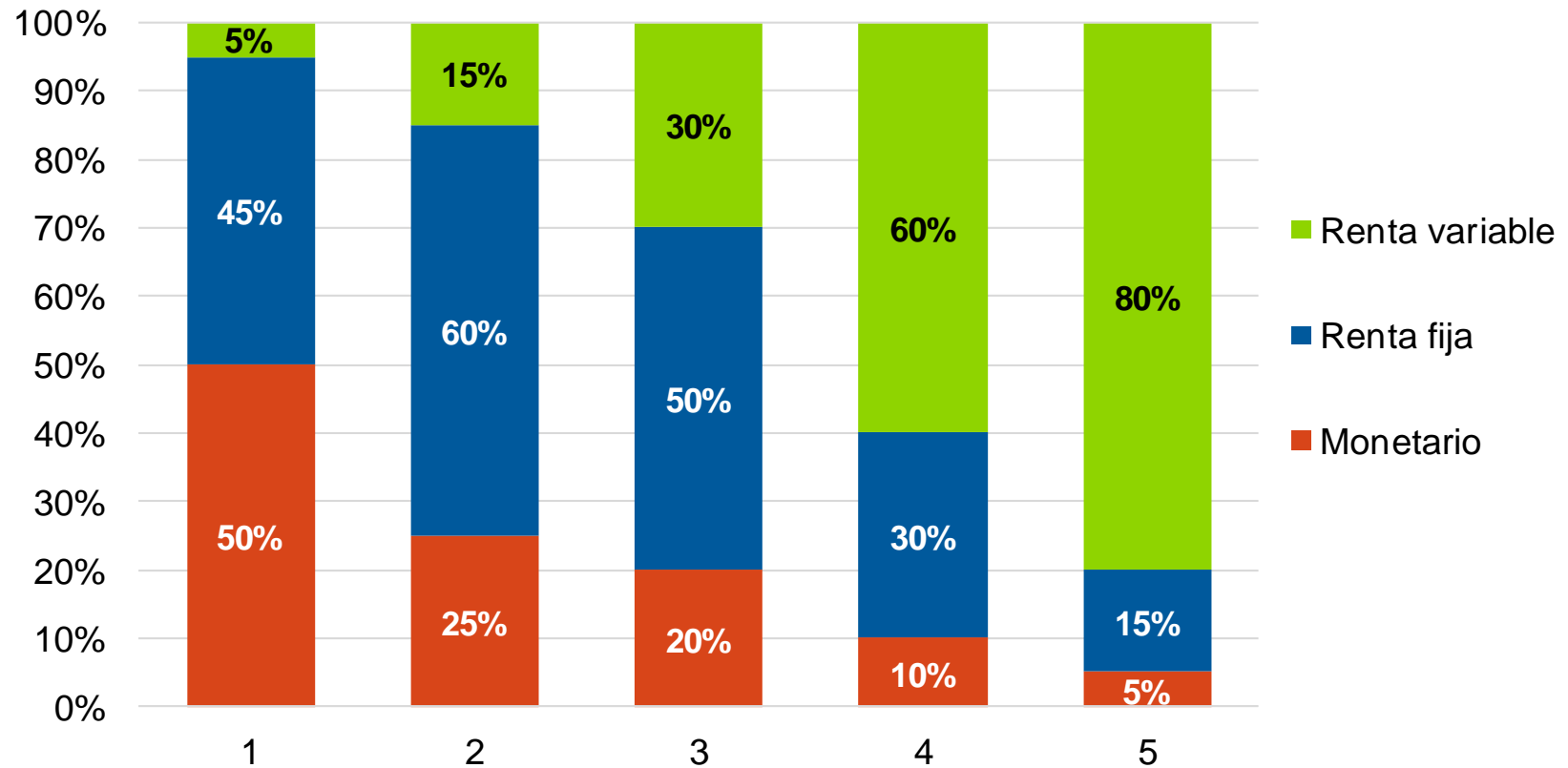
Inflación en España y rentabilidad de fondos Gestión Global





Analizamos 5 carteras con diferentes niveles de riesgo

Asset allocation de 5 carteras





Analizamos 5 carteras con diferentes niveles de riesgo

Asset allocation de 5 carteras

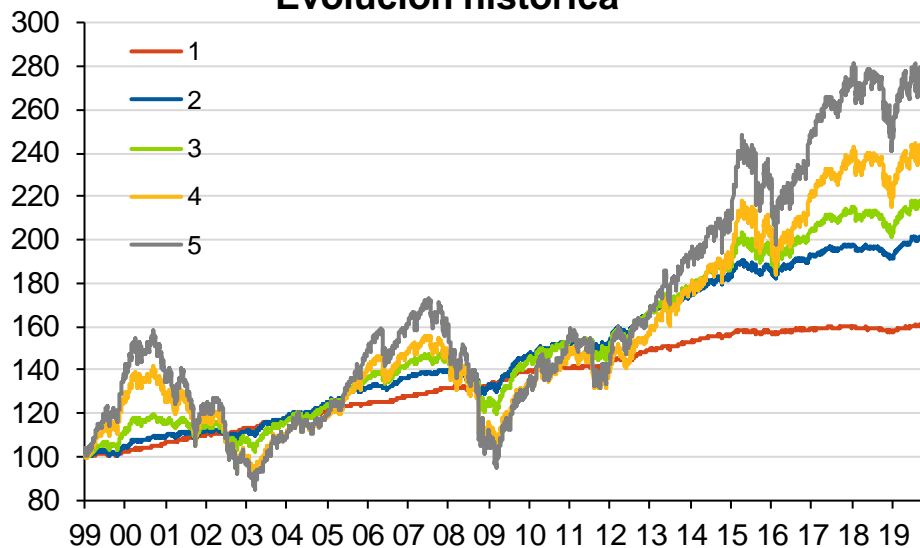
Categoría	Peso				
	1	2	3	4	5
Monetarios Euro	50.0%	25.0%	20.0%	10.0%	5.0%
Monetario	50.0%	25.0%	20.0%	10.0%	5.0%
DP CP	25.0%	15.0%	10.0%	0.0%	0.0%
DP LP	10.0%	15.0%	10.0%	10.0%	5.0%
IG CP	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
IG LP	5.0%	20.0%	20.0%	10.0%	5.0%
RF Emergentes	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	0.0%
RF High Yield	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
Renta fija	45.0%	60.0%	50.0%	30.0%	15.0%
RV Euro	5.0%	12.5%	20.0%	30.0%	40.0%
RV EEUU	0.0%	2.5%	5.0%	15.0%	20.0%
RV Japón	0.0%	0.0%	2.5%	10.0%	10.0%
RV Emergente	0.0%	0.0%	2.5%	5.0%	10.0%
Renta variable	5.0%	15.0%	30.0%	60.0%	80.0%

Análisis histórico

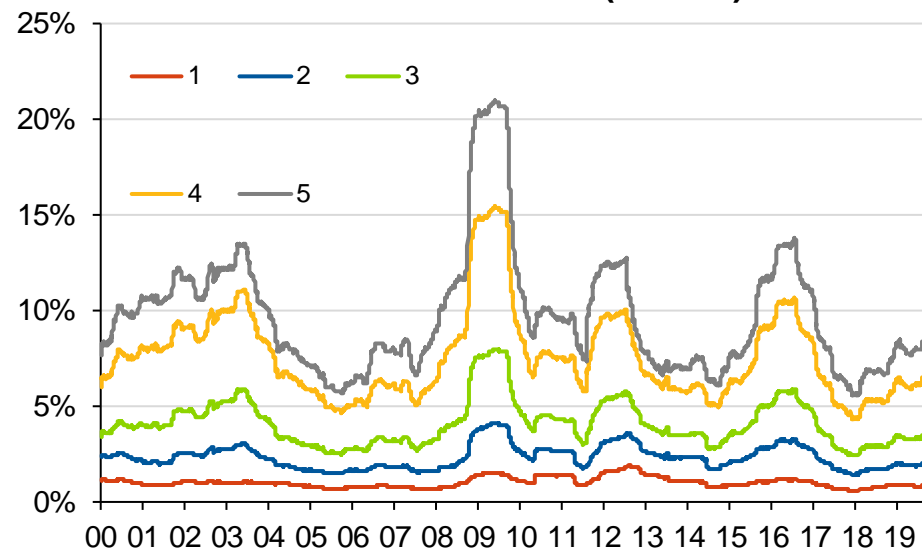
Indicadores de performanc	1	2	3	4	5
Rent. Acumulada 1999	60,6%	101,7%	118,0%	143,9%	179,3%
TAE	2,23%	3,32%	3,69%	4,23%	4,89%
Rentabilidad 12 meses	1,24%	3,03%	3,06%	2,52%	1,71%
Volatilidad histórica	1,01%	2,37%	4,22%	7,88%	10,15%
Volatilidad 1 año	0,76%	1,93%	3,40%	6,33%	8,26%
Máx. volatilidad 12m	1,88%	4,09%	7,98%	15,43%	20,97%
Prob. pérdida mensual	25,8%	33,9%	38,7%	38,7%	36,7%
Pérdida media mensual	-0,05%	-0,20%	-0,42%	-0,82%	-1,06%
Prob. pérdida 12m	6,9%	16,8%	26,0%	31,6%	32,2%
Pérdida media 12m	-0,5%	-1,7%	-4,7%	-9,7%	-13,1%
Mínima rentabilidad 12m	-1,51%	-8,01%	-17,26%	-29,20%	-37,90%
	10-dic.-18	27-oct.-08	27-oct.-08	27-oct.-08	27-oct.-08
Prob. pérdida 36m	0,2%	1,8%	12,3%	26,9%	29,3%
Pérdida media 36m	-0,1%	-0,7%	-5,1%	-13,5%	-18,5%
Máximo <i>draw down</i>	-1,87%	-8,11%	-18,68%	-36,51%	-46,29%
	25-nov.-11	27-oct.-08	9-mar.-09	12-mar.-03	12-mar.-03
Máxima rentabilidad 3a	12,08%	24,11%	33,88%	58,19%	79,34%
	30-jul.-03	28-nov.-12	15-mar.-04	15-mar.-04	15-mar.-04
Mínima rentabilidad 3a	-0,23%	-1,92%	-13,03%	-34,91%	-44,54%
	22-nov.-16	13-mar.-07	13-mar.-07	12-mar.-01	12-mar.-01
VaR Histórico (Percentil 95%)					
95%	-0,2%	-2,0%	-7,2%	-17,1%	-23,9%
VaR Paramétrico (corte de la distribución normal de la volatilidad histórica de los rendimientos a 12 meses)					
90%	-1,3%	-3,0%	-5,4%	-10,1%	-13,0%
95%	-1,7%	-3,9%	-6,9%	-13,0%	-16,7%
99%	-2,4%	-5,5%	-9,8%	-18,3%	-23,6%



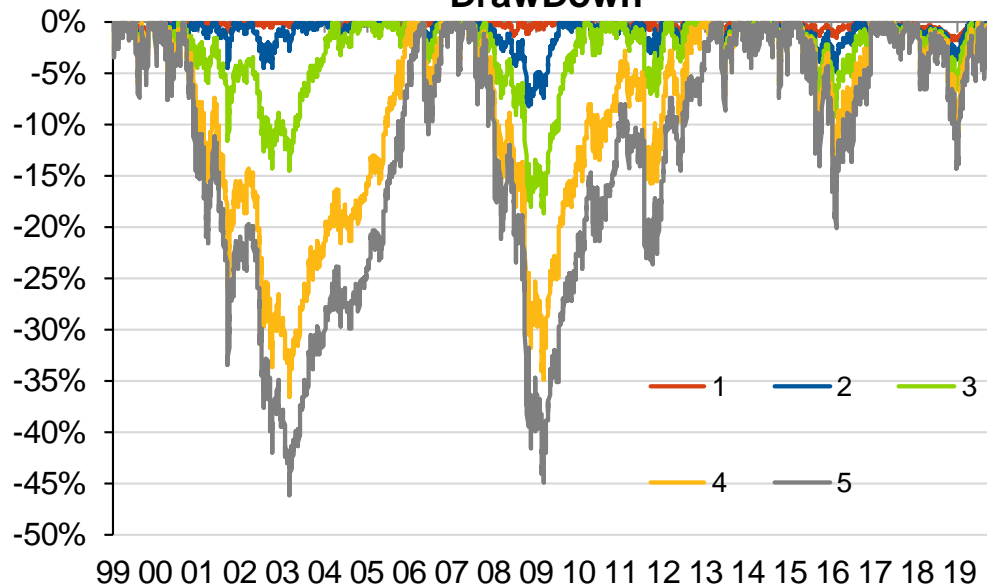
Evolución histórica



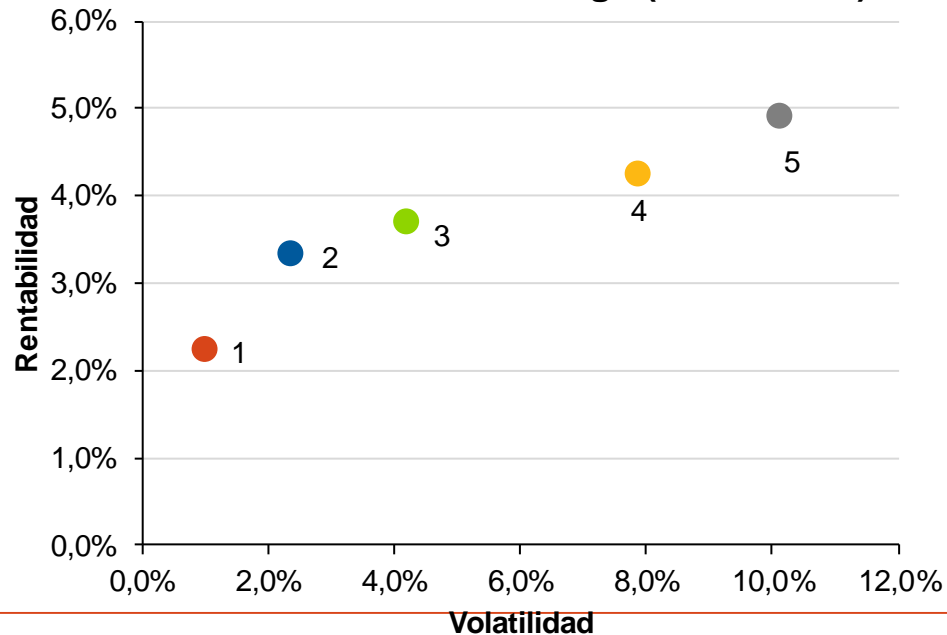
Volatilidad (3 años)



DrawDown



Rentabilidad / riesgo (desde 1999)



La volatilidad: principal indicador del riesgo

Volatilidad de activos financieros



0%



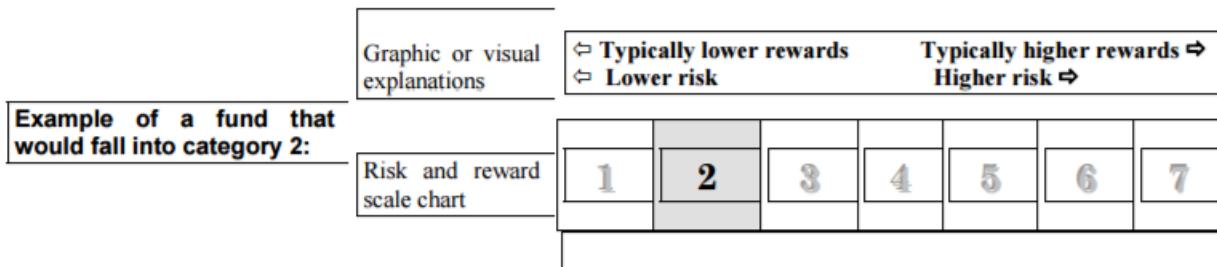
25%



Indicador CCSR

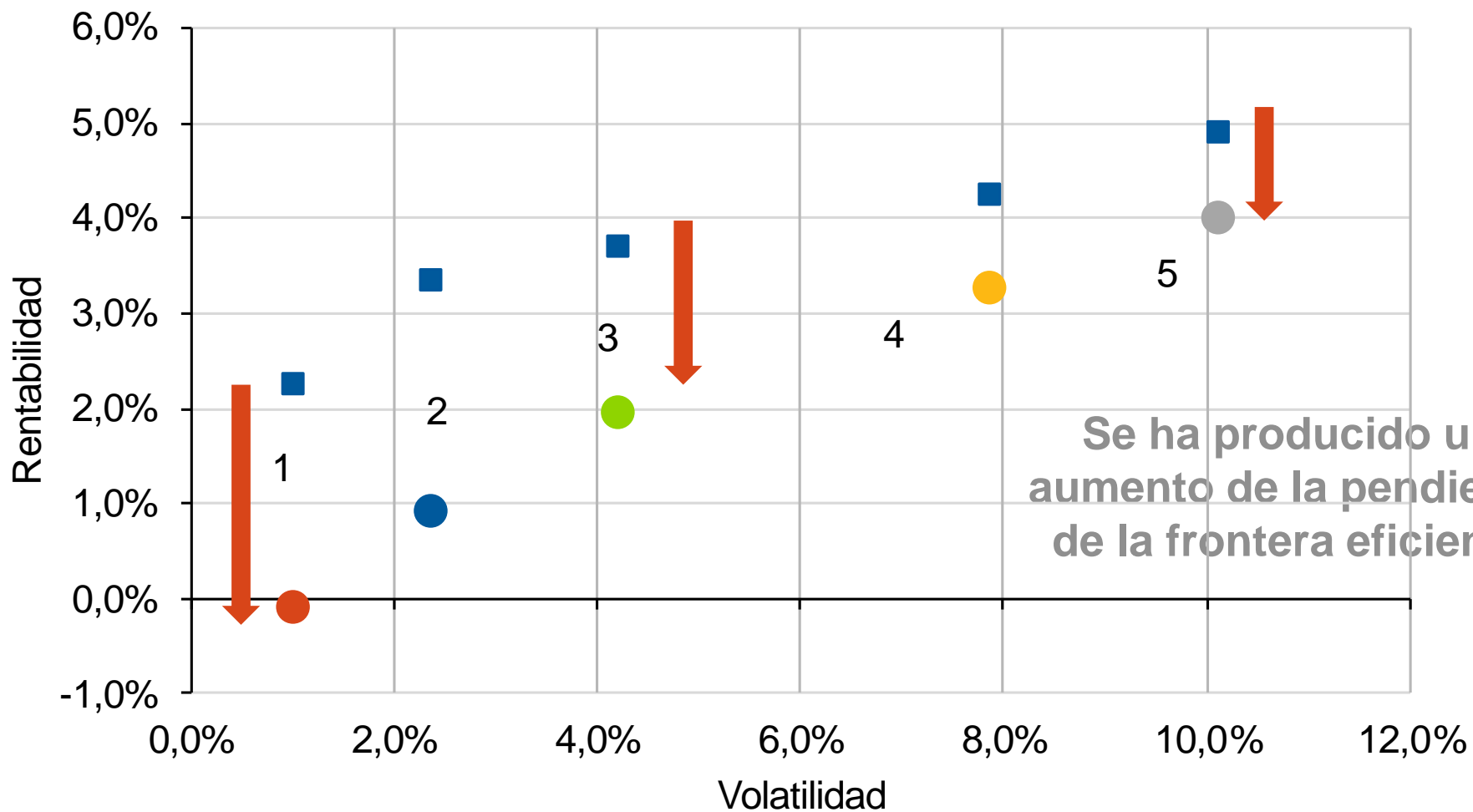
Riesgo	Intervalo volatilidad	
	Igual o inferior	menor que
1	0%	0,50%
2	0,50%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	-

CCSR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document



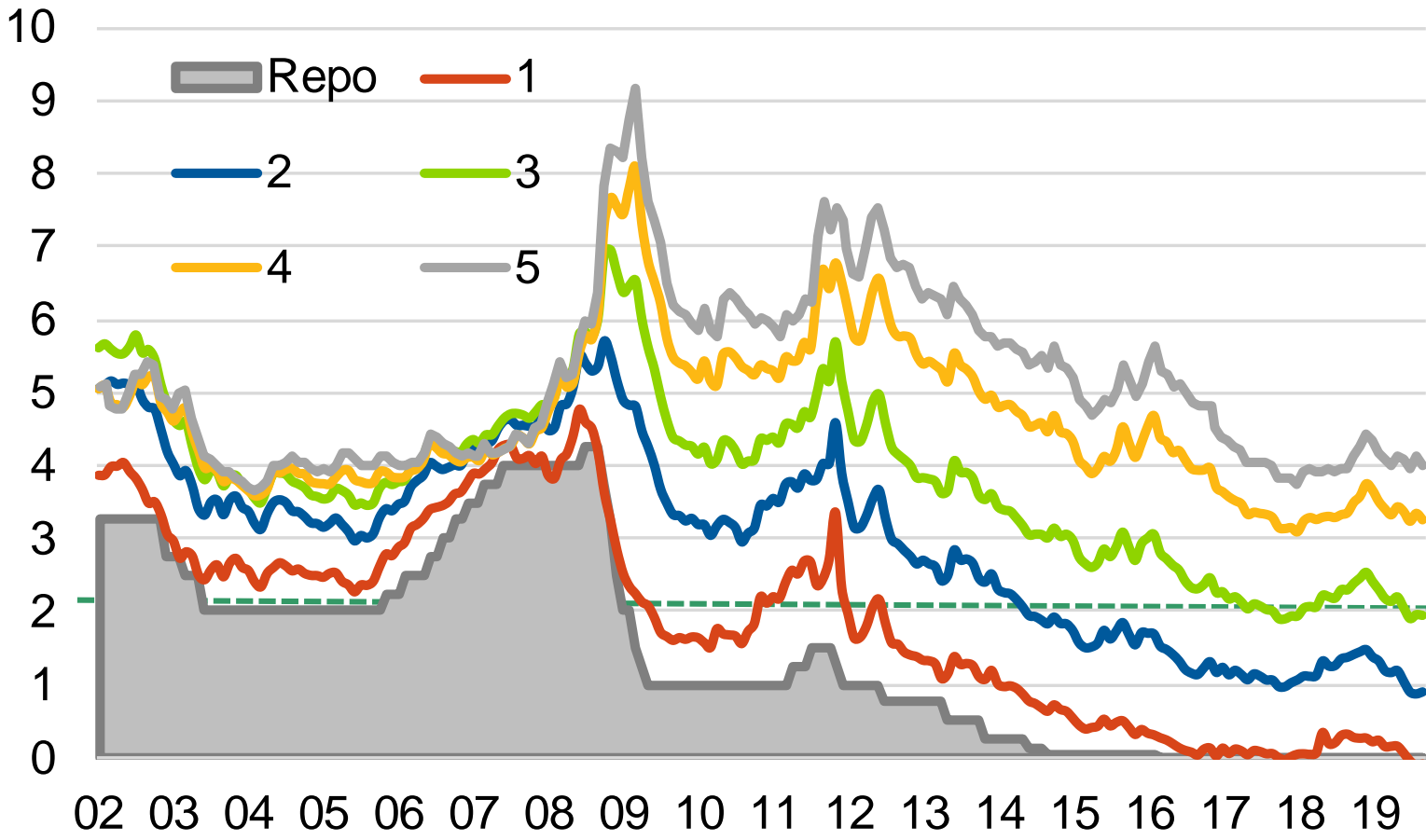


Rentabilidad / riesgo Histórico vs esperado



Intensa caída de las expectativas de rentabilidad

Evolución del tipo repo y de las expectativas de rentabilidad de las carteras



Para mantener unas expectativas de rentabilidad del 2,0% se debe aumentar el peso en RV del 5% al 30%, lo que implica un aumento de la volatilidad del 1,01% al 4,22%, de la probabilidad de pérdida 12 meses del 6,9% al 26,0% y un DD del 1,8% al 18,7%



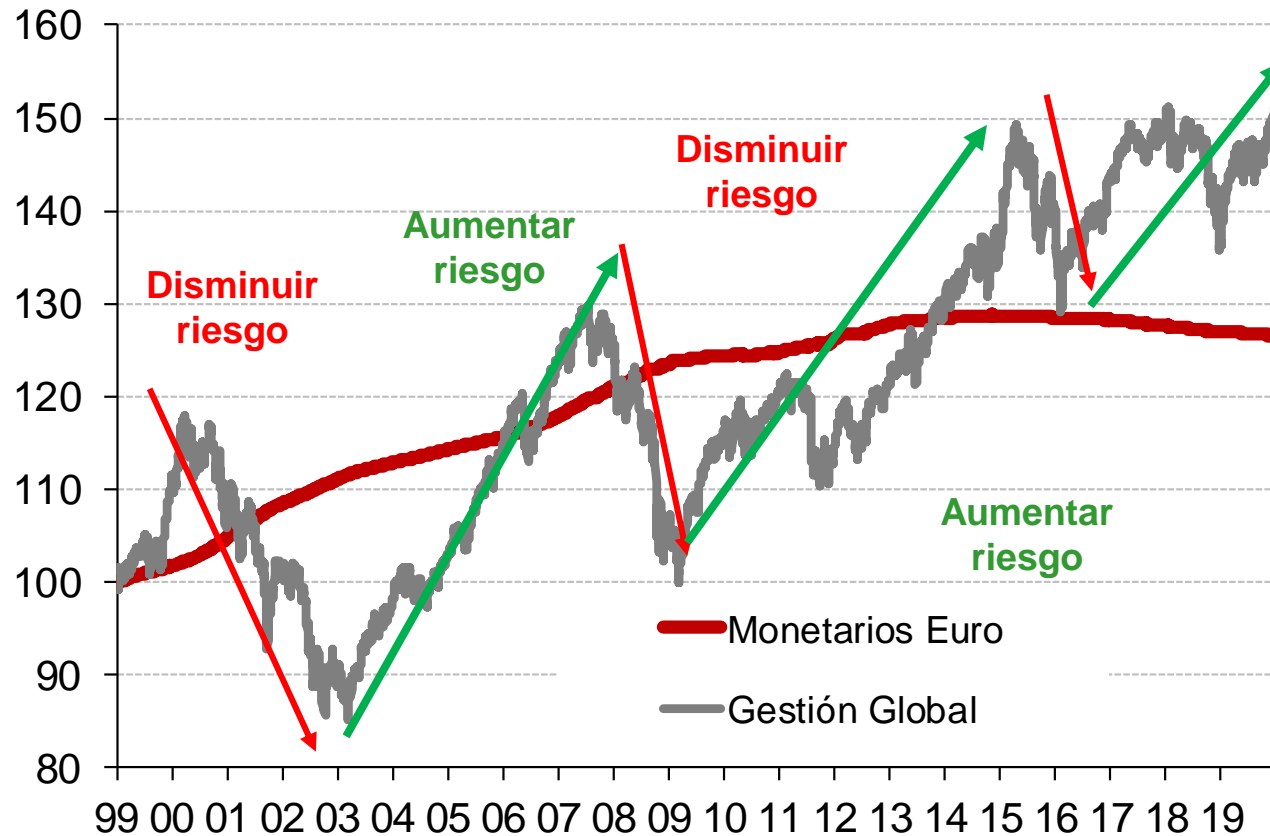


“Maybe next time you shouldn't fly in the equity tranche”



Los mercados son (demasiado) volátiles

Evolución del índice Afi de fondos de inversión



Aumentar
riesgo

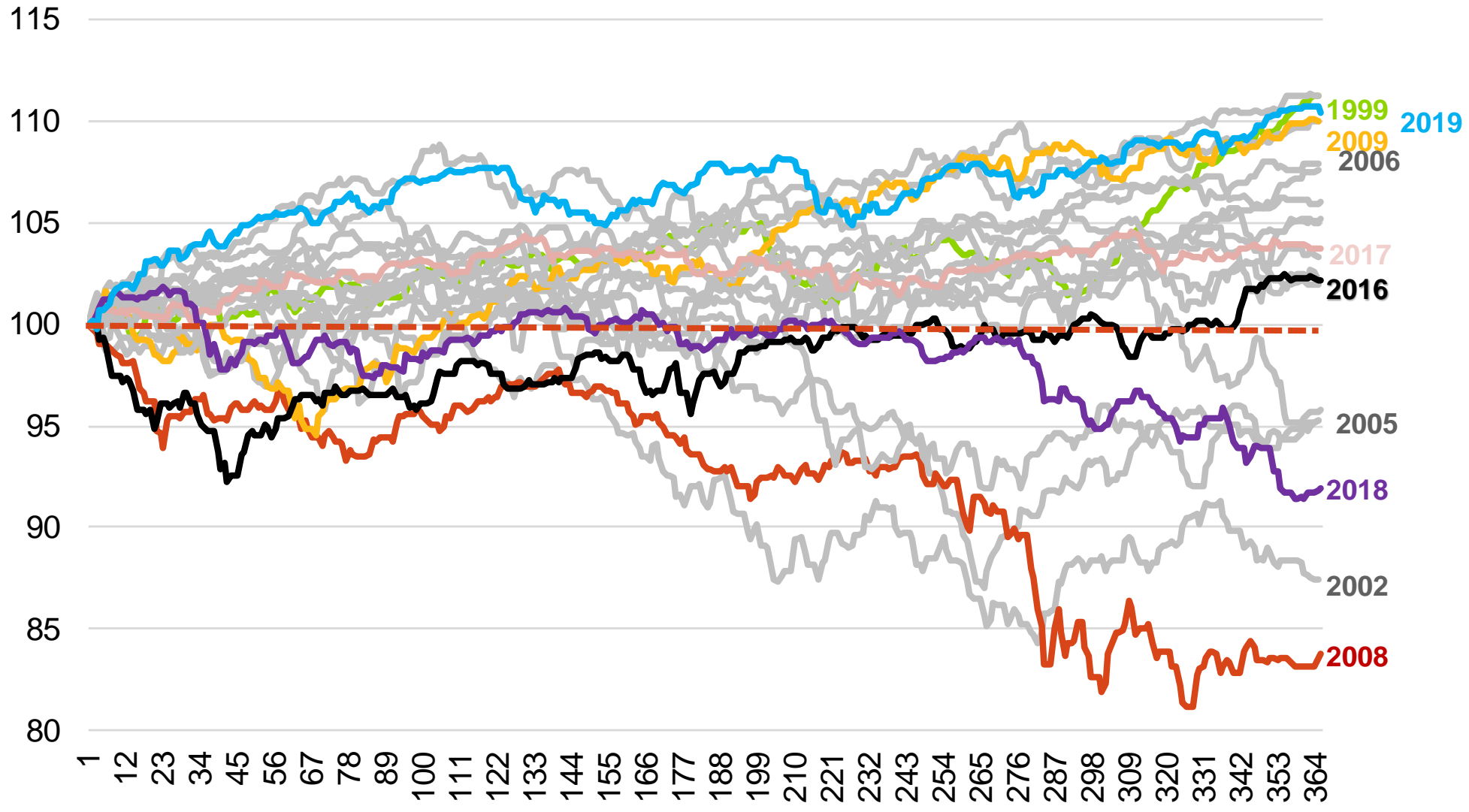
Risk on

Risk off

Aplicable a los mercados financieros: *“pasa como con los tiovivos: hay que verlos de lejos, un rato solo, a cierta distancia, sin fijar la vista, admirando, si acaso, el conjunto”*

*Las armas y las letras.
Andrés Trapiello.*

Evolución índices Afi de fondos de inversión Gestión Global

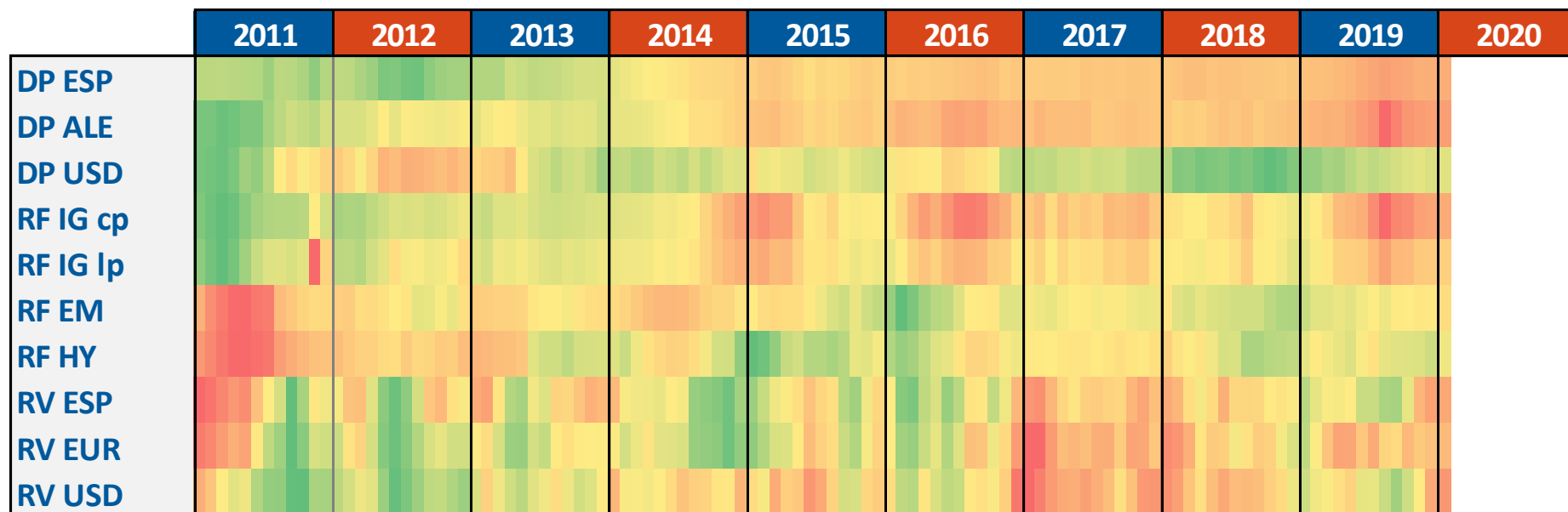


La importancia de la diversificación

Rentabilidad anual de índices Afi de fondos de inversión

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RV Jap	RF EM	RF CP USD	RF LP EUR	RV EM	RV Esp	RV Jap	RV Esp	RV EM	RF LP USD	RV EM	RV EM	RF LP USD	RV Euro	RV EEUU	RV EEUU	RV Jap	RV EM	RV EM	Monet. USD	RV EEUU
142,9%	18,9%	11,5%	5,1%	28,3%	18,8%	47,7%	32,6%	22,9%	5,2%	61,1%	23,6%	8,1%	16,7%	28,6%	22,7%	19,3%	12,7%	18,4%	6,0%	30,4%
RV EM	RF LP USD	RF EM	Monet. EUR	RV Esp	RV EM	RV EM	RV Euro	RV Esp	Monet. USD	RF HY	RV EEUU	RF Glob.	RF HY	RV Esp	RF LP USD	Monet. USD	RF EM	RV Jap	RF CP USD	RV EM
76,1%	15,4%	11,1%	2,4%	28,3%	13,3%	47,3%	19,2%	7,6%	4,7%	43,8%	20,0%	4,0%	15,4%	27,6%	16,0%	10,8%	12,7%	14,9%	3,4%	23,7%
RV EEUU	RF CP USD	RF LP USD	RF CP EUR	RV Euro	RV Euro	RV Euro	RV EM	RV Euro	Monet. EUR	RV Esp	RV Jap	RF CP USD	RV EM	RV Jap	Monet. USD	RV Euro	RV EEUU	RV Euro	RF LP USD	RV Euro
41,4%	14,9%	9,6%	0,9%	18,7%	10,4%	22,8%	16,5%	3,5%	2,0%	32,7%	18,4%	4,0%	14,0%	25,8%	12,2%	10,2%	11,7%	12,2%	1,5%	23,6%
RF EM	Monet. USD	Monet. USD	RF Glob.	RV Jap	RV Mx EUR	RV EEUU	RV Mx EUR	RV Mx EUR	RF Glob.	RV EEUU	RF EM	RV EEUU	RF EM	RV Euro	RF CP USD	RF LP USD	RF HY	RV Esp	Monet. EUR	RV Jap
33,9%	13,5%	9,1%	0,1%	18,3%	6,8%	20,9%	11,5%	2,7%	1,9%	23,2%	16,4%	3,3%	12,9%	23,3%	12,0%	9,2%	10,6%	10,1%	-0,6%	22,2%
RV Euro	RF Glob.	RF LP EUR	RF EM	RV Mx EUR	RV Jap	RF EM	Gest.Glob.	Monet. EUR	RF CP EUR	RV Euro	RF HY	RF EM	RV EEUU	RV Mx EUR	RF Glob.	RF CP USD	RV Jap	RV EEUU	RF Glob.	RV Esp
27,7%	6,5%	4,2%	-3,7%	11,7%	5,8%	20,9%	7,1%	2,7%	0,0%	22,9%	15,6%	3,1%	11,3%	13,1%	8,5%	8,9%	5,6%	7,6%	-1,6%	15,3%
Monet. USD	RF LP EUR	RF Glob.	RF Mx EUR	RF HY	RF HY	RV Esp	RF Mx EUR	RF CP EUR	RF CP USD	RF EM	RF LP USD	Monet. USD	RF LP EUR	RV Mx Int.	RV Jap	RV EEUU	RF LP USD	RV Mx Int.	RF CP EUR	RV Mx Int.
22,6%	4,2%	4,1%	-4,6%	10,5%	5,7%	20,1%	5,2%	2,4%	-0,1%	21,9%	12,7%	2,9%	9,7%	9,4%	8,3%	8,7%	4,8%	4,0%	-1,8%	13,9%
RF CP USD	Monet. EUR	RF CP EUR	RF Mx Int.	Gest.Glob.	Gest.Glob.	Monet. USD	RF Mx Int.	RF Mx EUR	RF LP EUR	RV Mx Int.	RF Glob.	RF CP EUR	RV Mx Int.	Gest.Glob.	RV EM	RF Glob.	RF CP USD	Gest.Glob.	RF LP EUR	RV Mx EUR
20,4%	3,0%	3,5%	-5,3%	10,2%	5,1%	18,1%	4,4%	2,1%	-0,4%	14,9%	9,6%	1,3%	8,4%	7,5%	7,9%	3,4%	4,4%	3,7%	-1,8%	11,4%
RV Mx Int.	RV EEUU	Monet. EUR	RF LP USD	RV EEUU	RF Mx EUR	RF CP USD	RF HY	Gest.Glob.	RF Mx EUR	RV Mx EUR	RF CP USD	Monet. EUR	RF Glob.	RF Mx EUR	RV Mx Int.	RV Mx Int.	RF Glob.	RF Mx EUR	RF HY	Gest.Glob.
20,3%	2,7%	3,5%	-8,2%	10,1%	4,1%	17,2%	3,0%	2,0%	-8,5%	13,7%	9,3%	1,2%	7,1%	6,4%	7,6%	3,3%	4,3%	3,4%	-3,4%	10,7%
RF LP USD	RF CP EUR	RF Mx EUR	RF HY	RV Mx Int.	RF LP EUR	RF LP USD	RF Mx Int.	RF LP EUR	RF Mx Int.	Gest.Glob.	RV Mx Int.	RF LP EUR	RV Jap	RF H	RF LP EUR	RV Mx EUR	RV Euro	RF Mx Int.	RV EEUU	RF EM
18,2%	2,6%	0,0%	-8,6%	6,3%	4,0%	15,8%	2,5%	0,6%	-9,1%	10,0%	8,1%	1,1%	6,9%	4,9%	7,5%	2,5%	3,8%	1,0%	-3,8%	10,7%
RV Esp	RF Mx Int.	RF Mx Int.	Gest.Glob.	RF Mx EUR	RV Mx Int.	RV Mx Int.	Monet. EUR	RF Mx Int.	RF EM	RF Mx EUR	Monet. USD	RF HY	RV Mx EUR	RF Mx Int.	RF EM	Gest.Glob.	Monet. USD	RF Mx EUR	RF EM	RF HY
12,7%	1,3%	-0,1%	-2,6%	5,5%	3,6%	1,2%	1,9%	0,0%	-4,4%	7,3%	7,9%	-0,6%	6,5%	4,4%	7,5%	2,1%	3,5%	0,4%	-4,0%	10,4%
Gest.Glob.	RF Mx EUR	RV EM	RF CP USD	RF Mx Int.	RF Mx Int.	Gest.Glob.	RF CP EUR	RV Mx Int.	Gest.Glob.	RF Glob.	Gest.Glob.	RF Mx EUR	Gest.Glob.	RF CP EUR	RV Mx EUR	RF Mx Int.	RF LP EUR	RF LP EUR	RF Mx EUR	RF LP USD
11,3%	0,4%	-0,6%	-13,1%	2,8%	2,7%	11,2%	1,9%	-0,4%	-16,2%	6,7%	3,1%	-2,0%	3,0%	3,3%	5,8%	1,1%	2,8%	0,2%	-4,3%	9,4%
RF HY	RV Mx Int.	RF HY	Monet. USD	RF LP EUR	RF EM	RV Mx EUR	RV EEUU	RF Glob.	RV Mx EUR	RV Jap	RF Mx Int.	RF Mx Int.	RF Mx Int.	RF LP EUR	RF HY	RF Mx EUR	RV Mx Int.	RF HY	RF Mx Int.	RF Mx Int.
8,6%	-0,7%	-4,2%	-15,1%	2,8%	2,5%	11,1%	0,8%	-2,8%	-22,2%	6,4%	2,6%	-2,1%	4,9%	2,8%	5,3%	0,7%	2,7%	0,1%	-4,7%	6,9%
RV Mx EUR	RV Euro	Gest.Glob.	RV Mx EUR	RF CP EUR	RV EEUU	RF HY	RF LP EUR	RF EM	RV Mx Int.	RF Mx Int.	RV Euro	Gest.Glob.	RF Mx EUR	Monet. EUR	RF Mx Int.	RF HY	Gest.Glob.	RF CP EUR	RF Mx Int.	RF Glob.
8,4%	1,0%	-4,7%	-15,2%	1,8%	2,3%	7,4%	0,0%	-4,6%	-22,6%	6,1%	2,2%	4,8%	4,4%	0,6%	2,2%	0,3%	2,2%	0,1%	7,1%	6,9%
RF Glob.	Gest.Glob.	RV Mx EUR	RV Mx Int.	Monet. EUR	RF CP EUR	RF Glob.	RF EM	RV EEUU	RV Jap	RF LP USD	RF LP EUR	RV Mx Int.	RV Esp	RF Glob.	Gest.Glob.	RV Esp	RV Esp	Monet. EUR	Gest.Glob.	RF CP USD
7,6%	-4,2%	-5,0%	-17,1%	1,6%	1,7%	7,0%	-0,7%	-4,8%	-23,8%	6,1%	1,2%	-5,2%	4,2%	-2,9%	5,0%	0,2%	1,4%	-0,5%	-8,1%	5,8%
RF Mx Int.	RV Mx EUR	RV Mx Int.	RV EM	RF EM	RF Glob.	RF Mx Int.	RF Glob.	RF HY	RF HY	RF LP EUR	Monet. EUR	RV Mx EUR	RF CP EUR	Monet. USD	RV Esp	RF LP EUR	RF Mx Int.	RF EM	RV Mx EUR	RF LP EUR
6,1%	-4,5%	-5,3%	-20,3%	-0,9%	1,5%	6,6%	-2,5%	-5,1%	-28,6%	5,7%	0,3%	-6,4%	4,0%	-3,4%	4,8%	0,0%	1,2%	-1,7%	-8,7%	5,5%
RF Mx EUR	RF HY	RV Esp	RV Esp	RF Glob.	Monet. EUR	RF Mx EUR	Monet. USD	RF LP USD	RV EEUU	RF CP EUR	RF CP EUR	RV Esp	RF LP USD	RF CP USD	RF Mx EUR	RF CP EUR	RV Mx EUR	RF Glob.	RV EM	Monet. USD
2,9%	-5,4%	-6,1%	-23,0%	-2,9%	1,3%	5,2%	-6,5%	-5,4%	-31,8%	1,8%	0,1%	-9,3%	3,3%	-4,4%	3,8%	-0,1%	1,0%	-2,4%	-12,6%	4,8%
RF CP EUR	RV Esp	RV EEUU	RV Jap	RF LP USD	Monet. USD	RF LP EUR	RF CP USD	Monet. USD	RV Esp	Monet. EUR	RV Mx EUR	RV Jap	Monet. EUR	RF LP USD	RV Euro	Monet. EUR	RF Mx EUR	RF LP USD	RV Esp	RF Mx EUR
1,8%	-12,9%	-7,0%	-24,3%	-14,6%	-6,6%	2,4%	-7,3%	-6,4%	-37,1%	0,7%	-0,8%	-10,9%	1,2%	-5,4%	3,3%	-0,2%	0,7%	-8,2%	-12,7%	4,7%
Monet. EUR	RV EM	RV Euro	RV Euro	RF CP USD	RF LP USD	RF CP EUR	RF LP USD	RF CP USD	RV Euro	Monet. USD	RF Mx EUR	RV Euro	RF CP USD	RV EM	RF CP EUR	RF EM	RF CP EUR	RF CP USD	RV Jap	RF CP EUR
1,7%	-19,6%	-17,5%	-30,1%	-16,2%	-6,8%	1,4%	-7,8%	-7,4%	-40,8%	0,4%	-0,8%	-13,8%	0,8%	-5,6%	3,3%	-0,3%	0,6%	-9,9%	-14,6%	1,7%
RF LP EUR	RV Jap	RV Jap	RV EEUU	Monet. USD	RF CP USD	Monet. EUR	RV Jap	RV Jap	RV EM	RF CP USD	RV Esp	RV EM	Monet. USD	RF EM	Monet. EUR	RV EM	Monet. EUR	Monet. USD	RV Euro	Monet. EUR
-0,9%	-31,1%	-23,0%	-34,3%	-16,6%	-6,8%	1,2%	-12,9%	-18,1%	-51,2%	-0,3%	-12,5%	-19,2%	-1,6%	-9,3%	0,2%	-4,3%	-0,2%	-11,2%	-16,1%	-0,3%

Temperatura del mercado



Asset Allocation enero de 2020

Categoría	ene-20	Var. mes	dic-19	nov-19	oct-19	ene-19	ene-18	feb-16	BMK	AFI vs BMK	Perfilados España
Liquidez	11%	-4%	15%	15%	11%	10%	17%	5%	5%	6%	8%
Monetarios USD	9%	0%	9%	9%	12%	4%	0%	8%	0%	9%	0%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Mdo. Monetario	20%	-4%	24%	24%	23%	14%	17%	13%	5%	15%	8%
DP Corto EUR	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	10%	-10%	3%
DP Corto perif EUR	4%	0%	4%	4%	4%	0%	0%	0%	5%	-1%	6%
DP Largo EUR	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	7%	7%	-7%	5%
DP Largo perif EUR	5%	2%	3%	3%	3%	0%	0%	0%	3%	2%	4%
DP USD	7%	2%	5%	5%	5%	10%	5%	0%	5%	2%	3%
RF IG EUR	15%	0%	15%	15%	15%	10%	13%	13%	12%	3%	25%
RF IG USD	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	-3%	0%
RF HY EUR	5%	0%	5%	5%	5%	7%	5%	19%	5%	0%	6%
RF HY USD	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	-2%	0%
RF EM USD	1%	0%	1%	0%	5%	8%	10%	7%	2%	-1%	2%
RF EM Local	2%	0%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%
Renta fija	39%	4%	35%	35%	37%	39%	37%	47%	55%	-16%	54%
RV EUR	17%	0%	17%	17%	15%	18%	23%	29%	15%	2%	20%
RV EEUU	15%	0%	15%	15%	16%	19%	15%	0%	15%	0%	11%
RV Japón	4%	0%	4%	4%	4%	6%	5%	10%	5%	-1%	3%
RV Emergente	5%	0%	5%	5%	5%	4%	3%	1%	5%	0%	4%
Renta variable	41%	0%	41%	41%	40%	47%	46%	40%	40%	1%	38%

Asset allocation Afi en Renta Fija

		Muy infraponderado	Infraponderado	Neutral	Sobreponderado	Muy sobreponderado	
Deuda Pública	DP USD 1-3y				→ ●		
	DP USD 7-10y				→ ●		
	DP ALE 1-3y		●				
	DP ALE 7-10y		●				
	DP ESP 1-3y		●				
	DP ESP 7-10y		→	●			
	DP POR 1-3y		●				
	DP POR 7-10y		→	●			
	DP ITA 1-3y			●			
	DP ITA 7-10y			●			
	DP Periferia ASW			●			
	DP Periferia ILB			●			
	Crédito corporativo	IG USD			●		
		HY USD		●			
FRN USD			●				
IG EUR				●			
HY EUR			●				
FRN EUR				●			
Crédito bancario	Senior			●			
	Subordinado			●			
	CoCo					●	
Emergente	Hard Currency		●				
	Local Currency					●	



3 | Claves del entorno económico y financiero



Principal factor de riesgo. Aunque se reducen los riesgos desde el frente Guerra Comercial (EEUU y China firmarán el acuerdo el 15 de enero) y caen las probabilidades de un BREXIT sin acuerdo, resurge el riesgo de “guerra” con Irán.

- 1. 2020: año electoral en EEUU. Irán se configura como el principal factor de tensión**
- 2. Francia y las protestas sociales contra las necesarias reformas estructurales**
- 3. Latinoamérica**
- 4. BREXIT**

Tras más de un año de recortes de las previsiones de crecimiento económico mundial, podríamos haber asistido a la finalización. El escenario central es una aceleración en 2020.

- 1. Pérdida de dinamismo durante un año y medio y por un total de 8 décimas, pero con diferencias por áreas.**
- 2. Muy débil crecimiento en la UME (frente a “incapacidad de crecer en línea con el potencial” y “sorpresa positiva” de verano de 2018 y “sorpresa positiva” de 1T18). Alemania e Italia, en riesgo de recesión, aunque los últimos indicadores reducen la probabilidad.**
- 3. EEUU ante la expansión más larga, pero no más intensa, de su historia. El PIB crecerá ligeramente por encima del 2,0% en 2019 (vs 2,9% de 2018). En 2020 seguirá la pérdida de dinamismo, pero de menor intensidad.**
- 4. Continúa la desaceleración en China (+6,0% 3T19, vs 6,2% 2T19), con la persistencia (aunque reduciéndose) del principal factor de riesgo: elevado endeudamiento empresarial (160% del PIB). Nuevos estímulos monetarios y fiscales. Objetivo de crecimiento se rebaja al rango 6,0% - 6,5% (prevision Afi 2020: 5,7%; FMI: 5,8%).**
- 5. El resto de emergentes también se desaceleran, pero con cesión de la inflación, por lo que los bancos centrales reaccionan bajando tipos. Expectativas de recuperación en 2020.**



La renta variable, en niveles de valoración “ajustados” (EEUU). El crecimiento del BPA como único motor para los precios. Tipos de interés demasiado bajos en Deuda Pública, al igual que en RF Privada, pero en este caso sin expectativas de defaults. Atractivo en RF Financiera subordinada y RF Emergente en moneda local y USD. El USD y el oro debería perder parte de su sobrevaloración (pero son la única cobertura recomendable a las posiciones de riesgo en RV y en crédito).

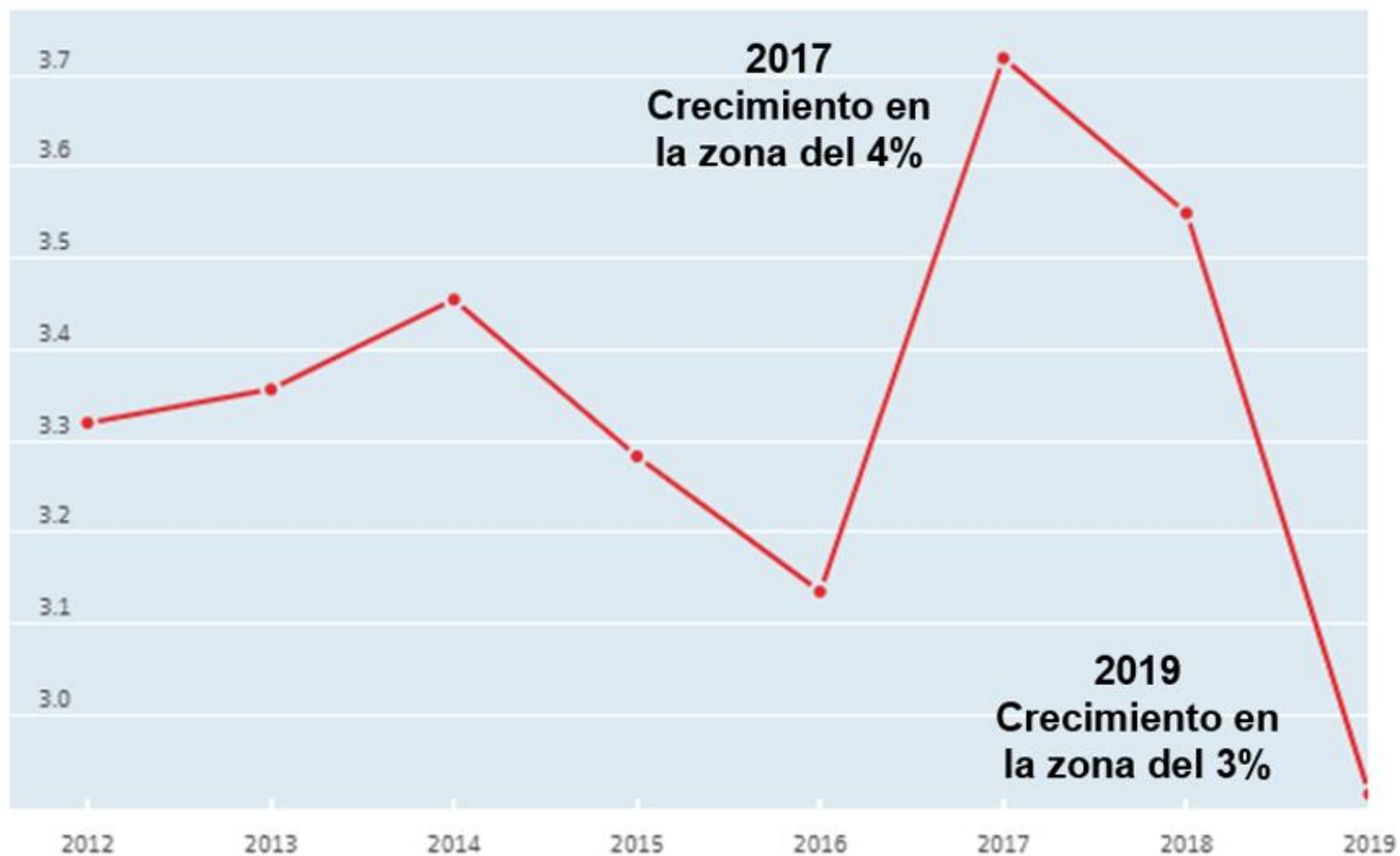
- 1. El mercado descuenta un recorte más de la Fed, eliminando el segundo (los *fed funds* acabarían en el 1,25%-1,50%) y cerrando el estímulo monetario en 100 pb.**
- 2. El BCE podría modificar su estrategia y poner fin a los tipos negativos, a cambio de un estímulo fiscal en Alemania o UME (*Green Deal*). Todavía es pronto para apostar por ello.**
- 3. Las menores expectativas de relajaciones adicionales de la política monetaria provocan un repunte de la curva de tipos con ligero aumento de pendiente, abandonando los mínimos de agosto (-0,70% Bund y 1,50% TNote). Seguimos con duraciones reducidas, si bien hemos eliminado “muy infraponderado” en DP Alemania e “infraponderado” en DP EEUU y “somos menos exigentes” para comprar DP de España, Portugal e Italia.**
- 4. Cesión de diferenciales en renta fija privada hacia zona de mínimos. Los niveles de rentabilidad persisten en cotas demasiado bajas, en especial en RF HY.**
- 5. Seguimos viendo valor en los CoCos y en RF Emergente (tanto en USD como en moneda local).**
- 6. La perspectiva de depreciación global del USD (menor apoyo de Fed y similar necesidad de financiación en el exterior) deberían conceder apoyo a los activos emergentes.**
- 7. Aumento del BPA y estabilidad de múltiplos en RV. Posición ligeramente sobreponderada.**
- 8. Riesgo de normalización de la volatilidad que sigue muy baja (aunque tanto como en 2017) tras el repunte de 2018.**

4 | Se espera una ligera
aceleración de la economía
mundial en 2020



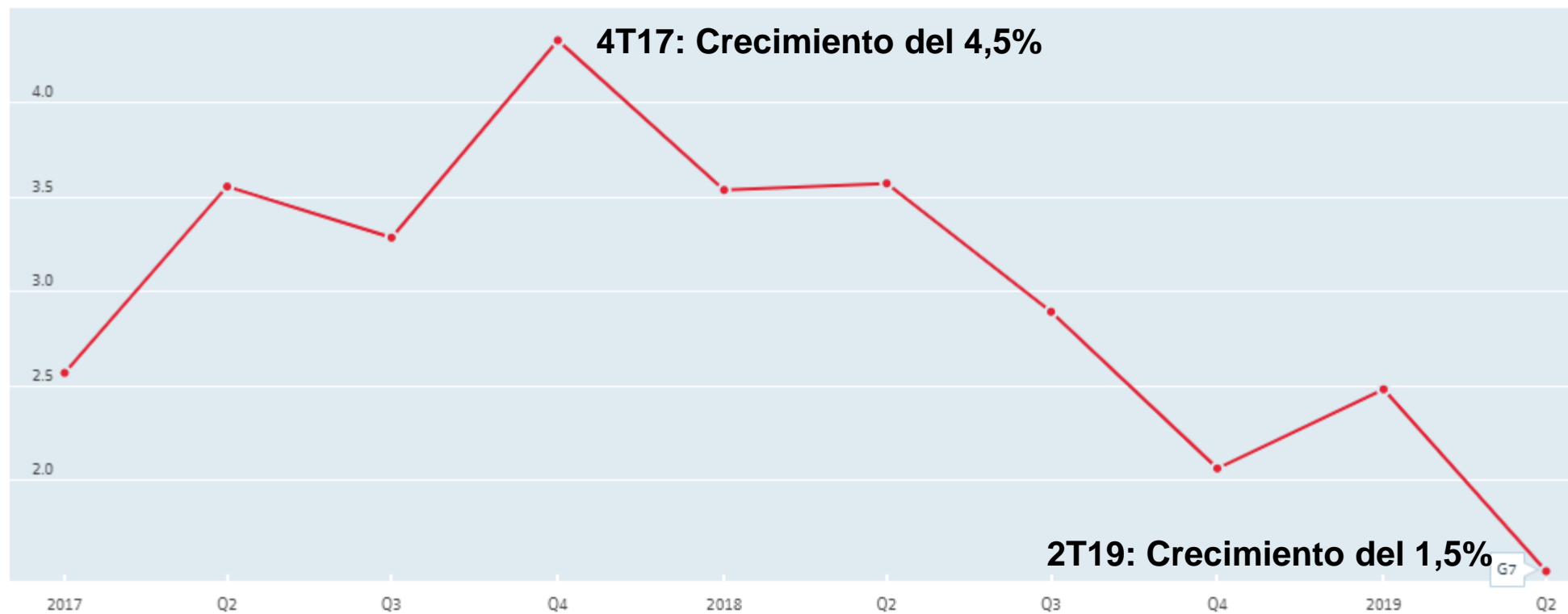
En 2019 la economía mundial registra el menor crecimiento desde la crisis de 2008-2009...

Crecimiento de la economía mundial



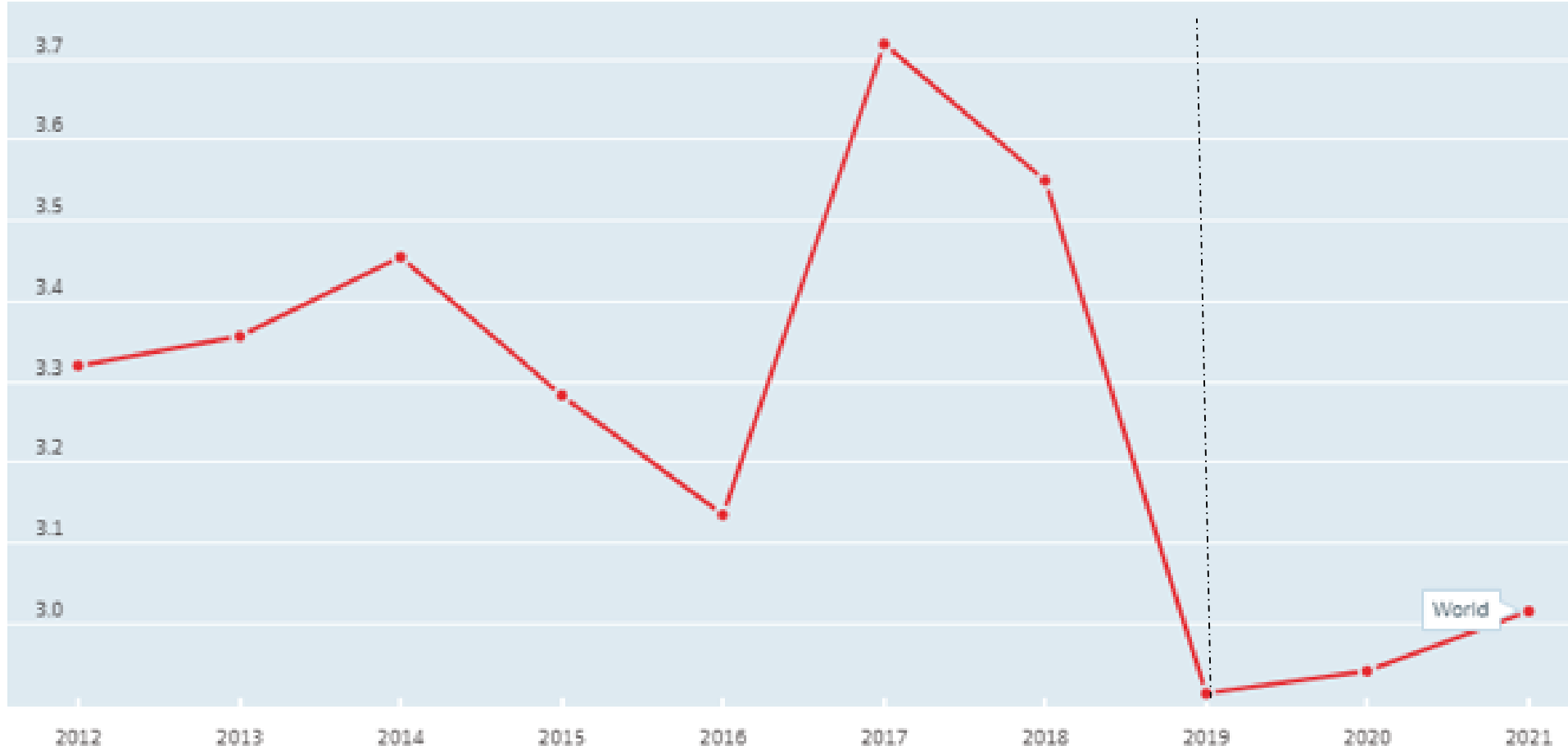
... lastrada por el débil dinamismo de la inversión empresarial.

Crecimiento interanual de la inversión empresarial (FBCF)



Anticipamos una recuperación de la economía mundial...

Crecimiento del PIB mundial y previsiones (OCDE)





... gracias al mayor dinamismo de los emergentes ex China...

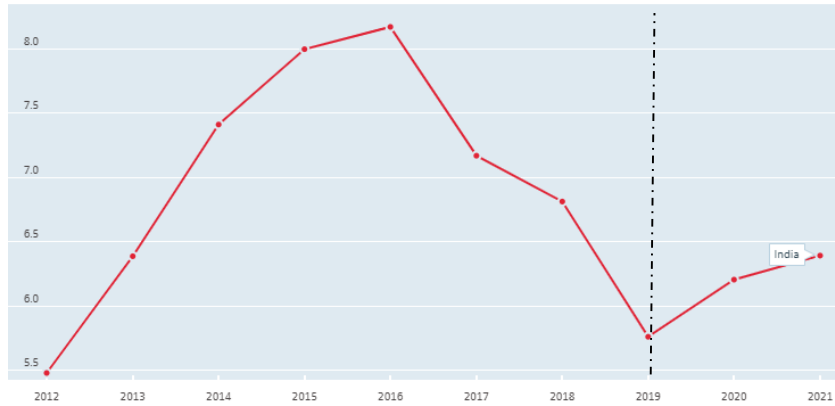
EEUU. Estabilidad del crecimiento en el 2%

China: Gradual pérdida de dinamismo, pero crece al 5,5%

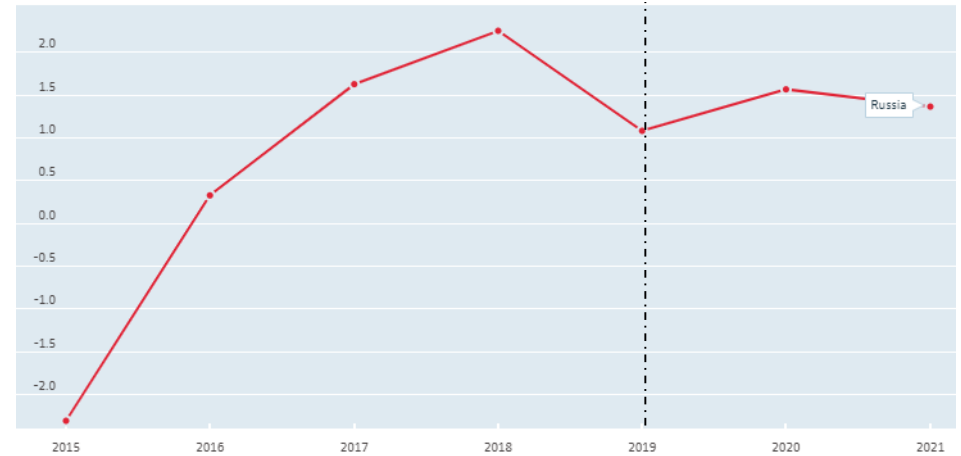
UME: Estabilidad en el 1,2% (recuperación de Alemania e Italia que compensan a España)

Resto de BRIC: aceleración hasta el 4,2%

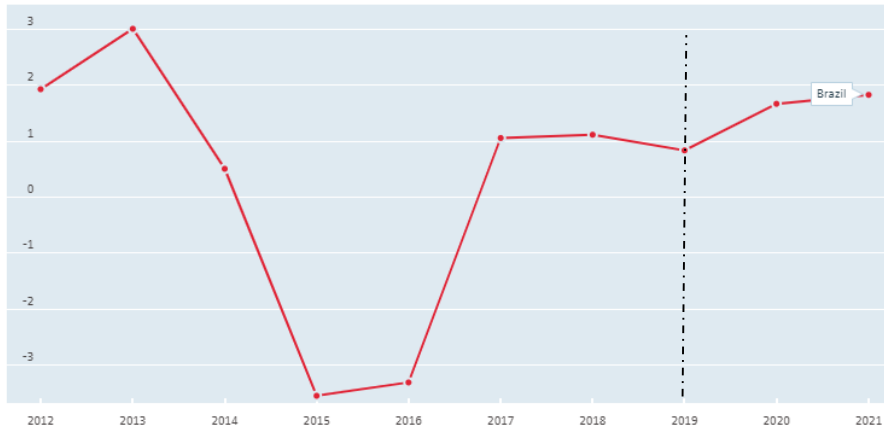
Crecimiento del PIB India y previsiones (OCDE)



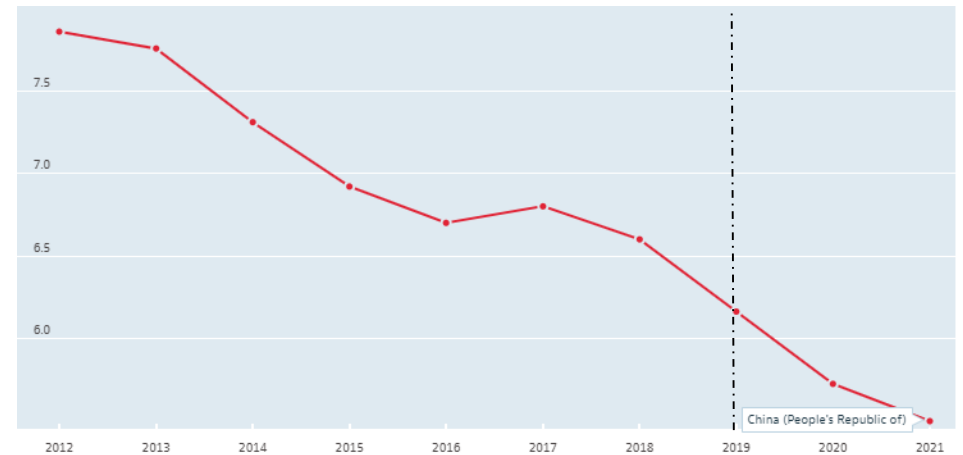
Crecimiento del PIB Rusia y previsiones (OCDE)



Crecimiento del PIB Brasil y previsiones (OCDE)



Crecimiento del PIB China y previsiones (OCDE)



... en un contexto de estabilidad de la inflación y de políticas monetarias expansivas. La gran incógnita, el riesgo geoestratégico.

Estabilidad de las
tasas de inflación
(1,0% - 1,5% en la
UME y 2% en EEUU)

Condiciones
monetarias
expansivas
(estabilidad de tipos y
aumento del balance)

Previsiones de inflación

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EE.UU.	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
Japón	0,2	0,0	-0,1	0,5	1,0	0,6	0,7
R. Unido	1,5	0,6	0,7	2,7	2,4	1,9	1,9
UME	-0,2	0,3	0,2	1,5	1,7	1,2	1,2
Alemania	0,8	0,1	0,5	1,8	1,8	1,4	1,5
Francia	0,0	0,0	0,2	1,0	1,9	1,2	1,3
Italia	0,0	0,0	-0,1	1,2	1,2	0,7	0,9
España	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,8	1,1

Riesgo geoestratégico
Año electoral en
EEUU

Previsiones de crecimiento

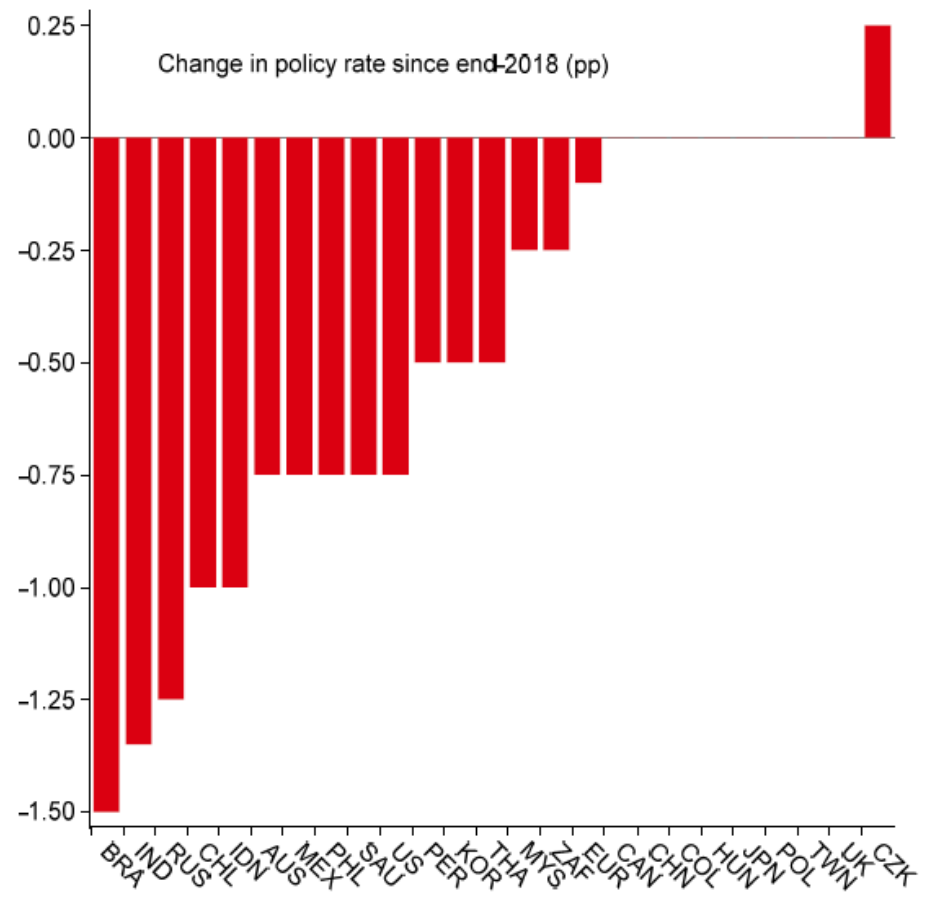
% anual	AFI				CE (NOV19)		FMI (OCT19)		OCDE (NOV19)	
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Mundo	3,6	3,0	3,3	3,5	2,9	3,0	3,0	3,4	2,9	2,9
Desarrolladas	2,3	1,7	1,6	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	-	-
EEUU	2,9	2,3	2,1	2,1	2,3	1,8	2,4	2,1	2,3	2,0
Área euro	1,9	1,2	1,3	1,5	1,1	1,2	1,2	1,4	1,2	1,1
Alemania	1,6	0,6	1,0	1,4	0,4	1,0	0,5	1,2	0,6	0,4
Francia	1,7	1,3	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Italia	0,7	0,2	0,6	0,8	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	0,4
España	2,4	1,9	1,7	1,8	1,9	1,5	2,2	1,8	2,0	1,6
Japón	0,3	1,3	0,6	1,0	0,9	0,4	0,9	0,5	1,0	0,6
Reino Unido	1,4	1,3	1,3	1,5	1,3	1,4	1,2	1,4	1,2	1,0
Emergentes	4,5	3,8	4,4	4,6	3,9	4,2	3,9	4,6	-	-
Brasil	1,3	1,2	2,0	2,3	0,8	1,5	0,9	2,0	0,8	1,7
México	2,1	0,0	0,8	1,5	0,4	1,2	0,4	1,3	0,2	1,2
Rusia	2,3	1,2	1,6	2,0	1,0	1,4	1,1	1,9	1,1	1,6
India	7,4	5,0	6,2	6,5	5,6	6,1	6,1	7,0	5,8	6,2
China	6,6	6,1	5,8	5,6	6,1	5,8	6,1	5,8	6,2	5,7



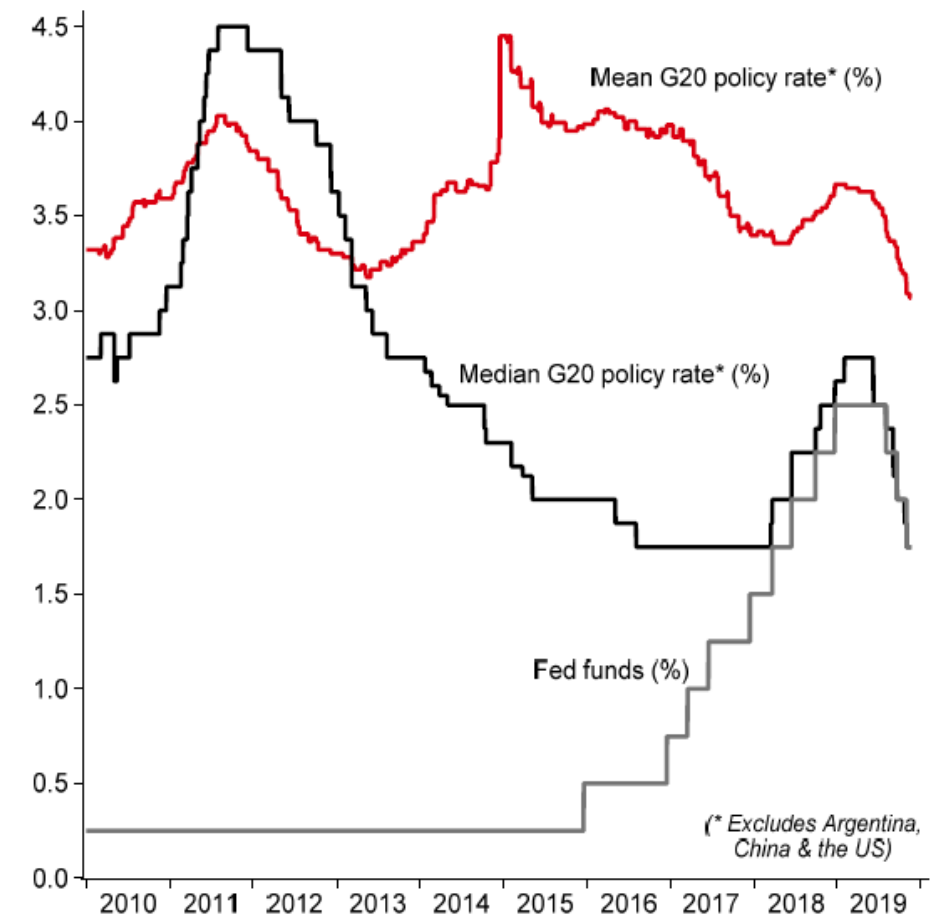
5 | Tras el apoyo de las políticas monetarias en 2019, en 2020 esperamos estabilidad.

Los recortes de tipos de los bancos centrales, el gran aliado en 2019...

More than 15 Central Banks cut rates in 2019

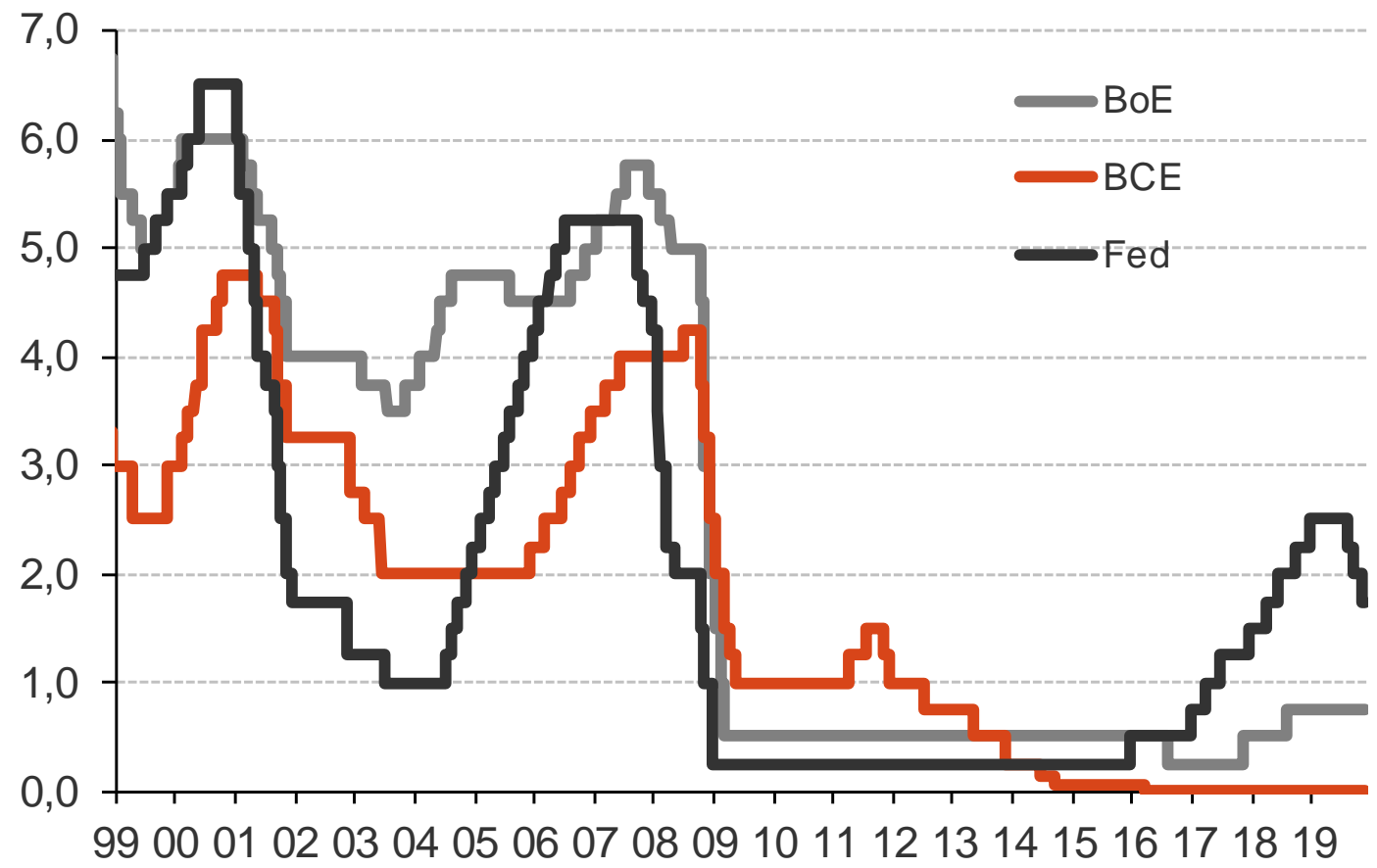


Monetary policy cycle has clearly turned



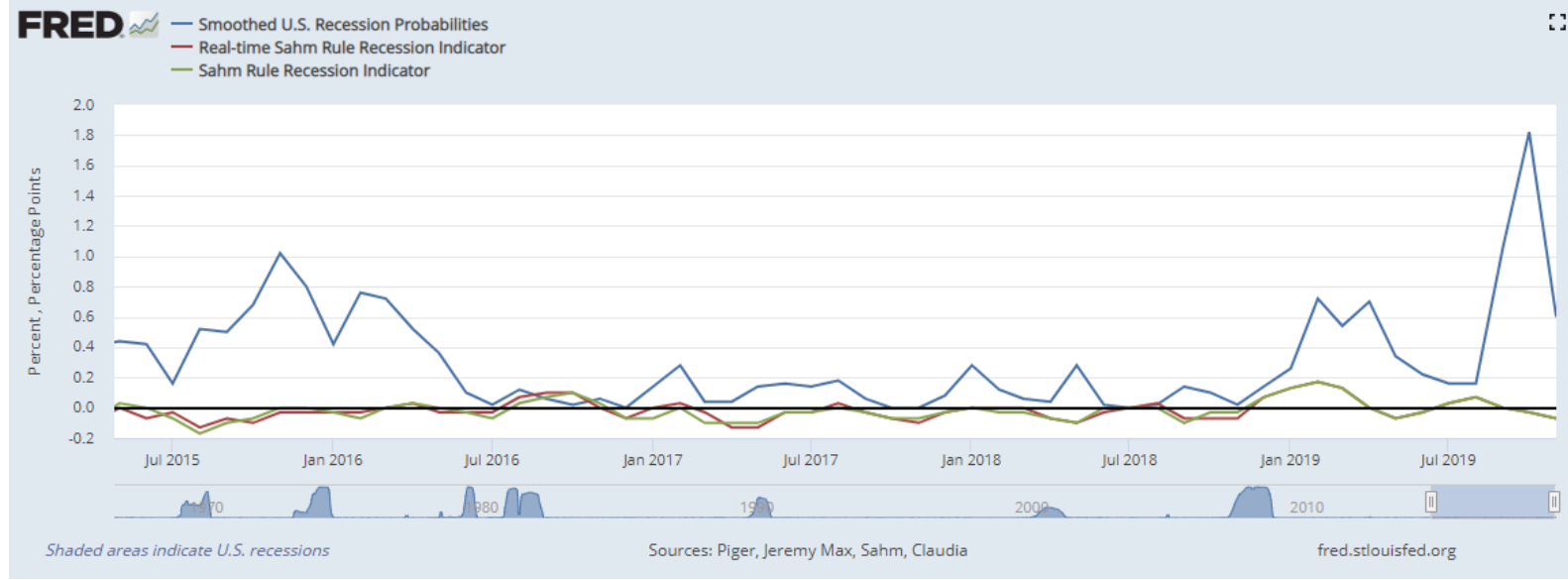
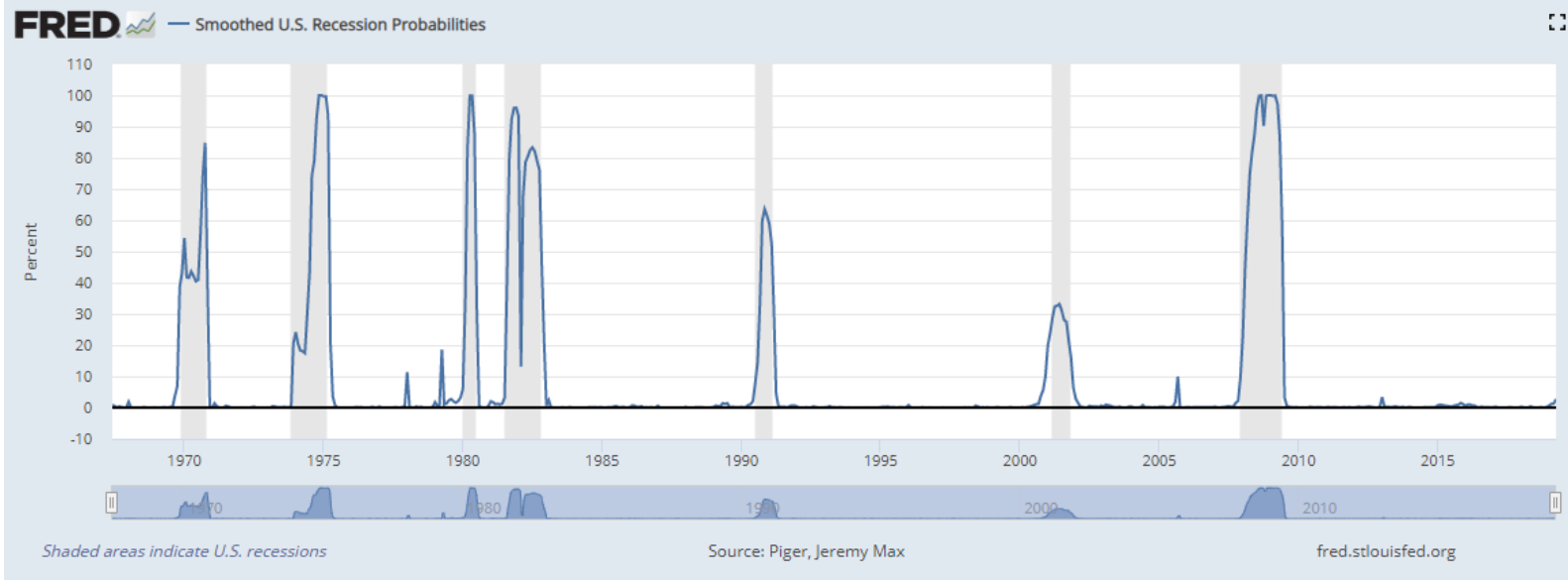
... en especial, en EEUU, con la rebaja “preventiva” de la Fed de 100 pb...

Evolución de los tipos de interés de referencia





6 | Las probabilidades de recesión en EEUU siguen siendo muy reducidas



Continuará la expansión más larga de la historia

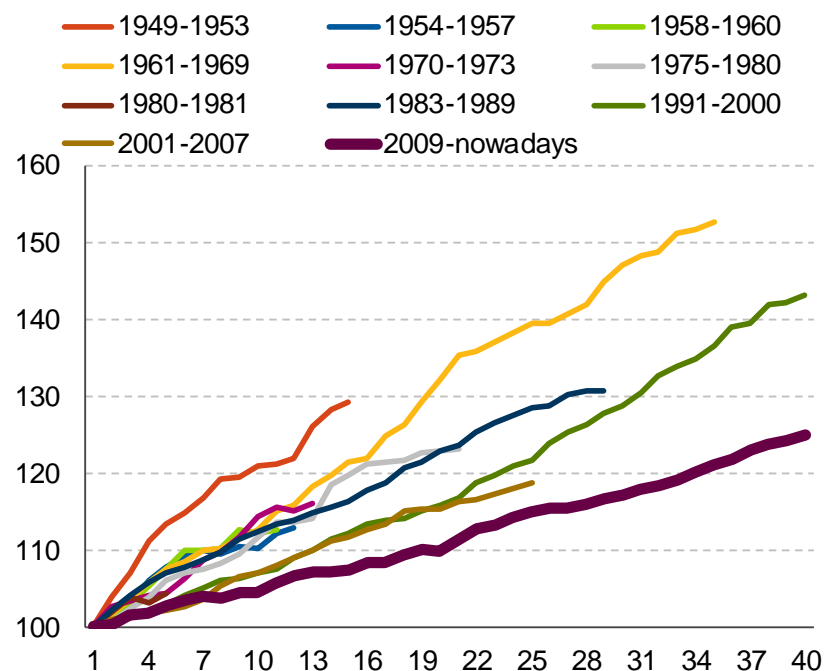
Cuadro macroeconómico

% anual	2016	2017	2018	2019	2020
PIB real	1,6	2,4	2,9	2,3	2,0
Consumo privado	2,7	2,6	3,0	2,4	2,1
Consumo e inversión pública	1,8	0,7	1,7	1,3	1,2
Inversión privada	-1,3	4,4	5,1	4,1	3,7
Inversión capital fijo	1,9	4,2	4,6	3,9	3,5
Demanda nacional (*)	1,9	2,6	3,2	2,5	2,2
Exportaciones	-0,0	3,5	3,0	2,4	2,1
Importaciones	2,0	4,7	4,4	3,4	3,0
Demanda externa (*)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
IPC (media anual)	2,7	2,1	2,4	1,7	2,1
Tasa de paro	4,9	4,3	3,9	3,9	3,9
Saldo público (% PIB)	-4,3	-4,5	-5,7	-6,0	-6,0

(*) Aportaciones al PIB

Fuente: Afi, BEA

Expansión (nº de trimestres y variación acumulada del PIB)



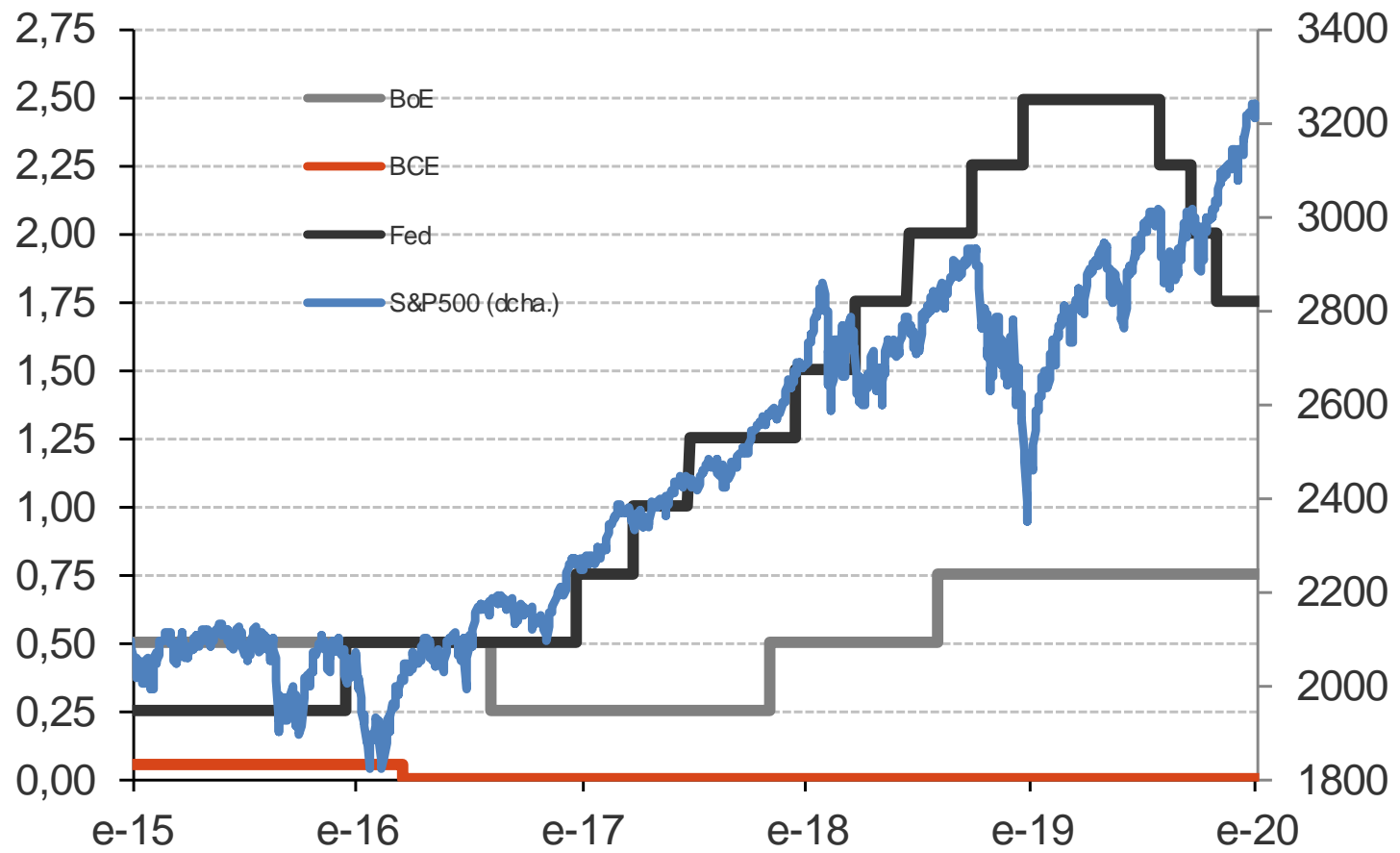
Ya no contemplamos más recortes de la Fed y, de ahí, que pensamos que 1,50% es suelo en la TIR del Tnote a 10 años. Pero el repunte que esperamos es limitado

Previsiones Afi para la Fed y la deuda EEUU (%)

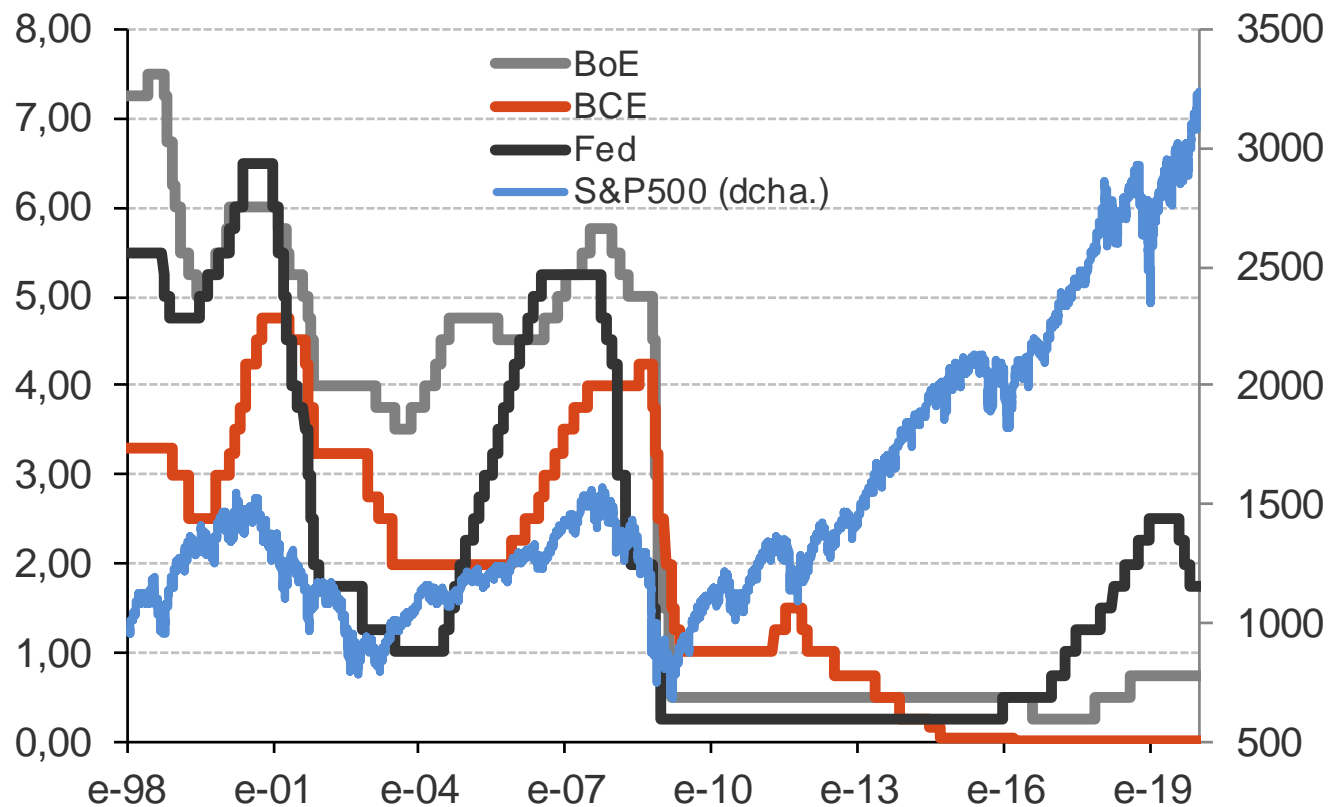
	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
ene.-20	1,625	1,55	1,62	1,82	2,30
mar-20	1,625	1,60	1,65	1,85	2,35
jun-20	1,625	1,65	1,75	1,90	2,35
sep-20	1,625	1,70	1,80	1,95	2,40
dic-20	1,625	1,75	1,85	2,05	2,45
mar-21	1,625	1,75	1,85	2,05	2,45
jun-21	1,625	1,75	1,85	2,05	2,45
sep-21	1,625	1,80	1,90	2,10	2,50
dic-21	1,625	1,80	1,90	2,10	2,50
mar-22	1,625	1,80	1,90	2,10	2,50
dic-22	1,625	1,85	2,00	2,15	2,55

La Fed dice ser *data dependent*, cuando debería decir *market dependent*

Evolución de los tipos de interés de referencia y del S&P 500

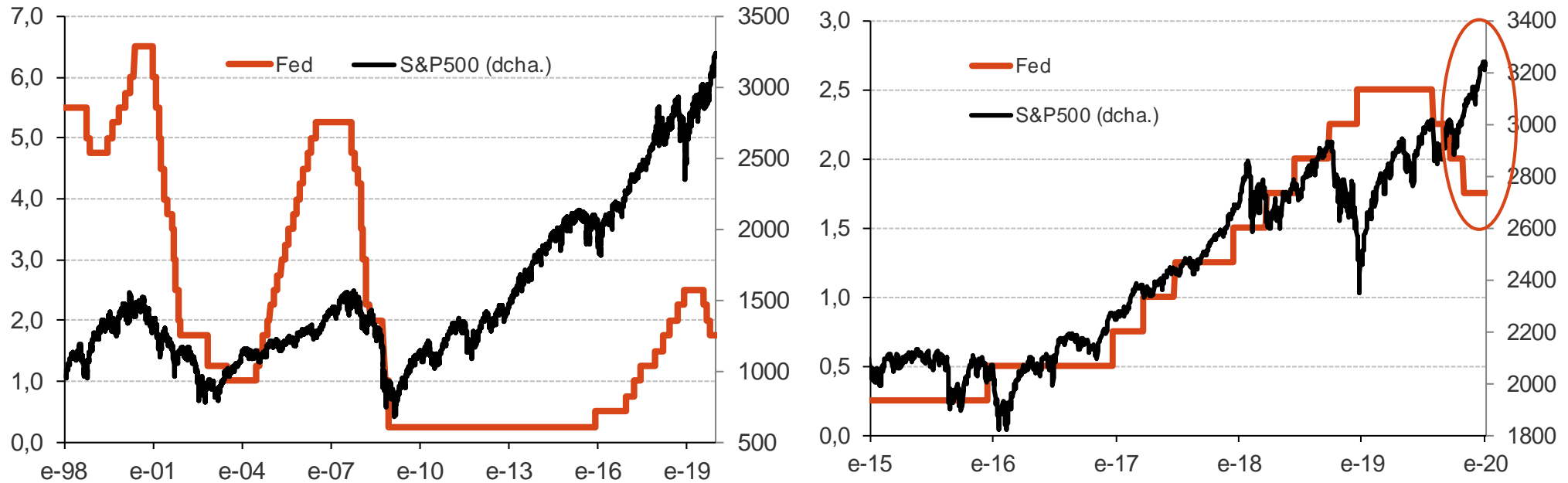


Evolución de los tipos de interés de referencia y del S&P 500



¿Acaso no debería plantearse deshacer las 3 bajadas de tipos de 2019?

Evolución del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU y del S&P 500

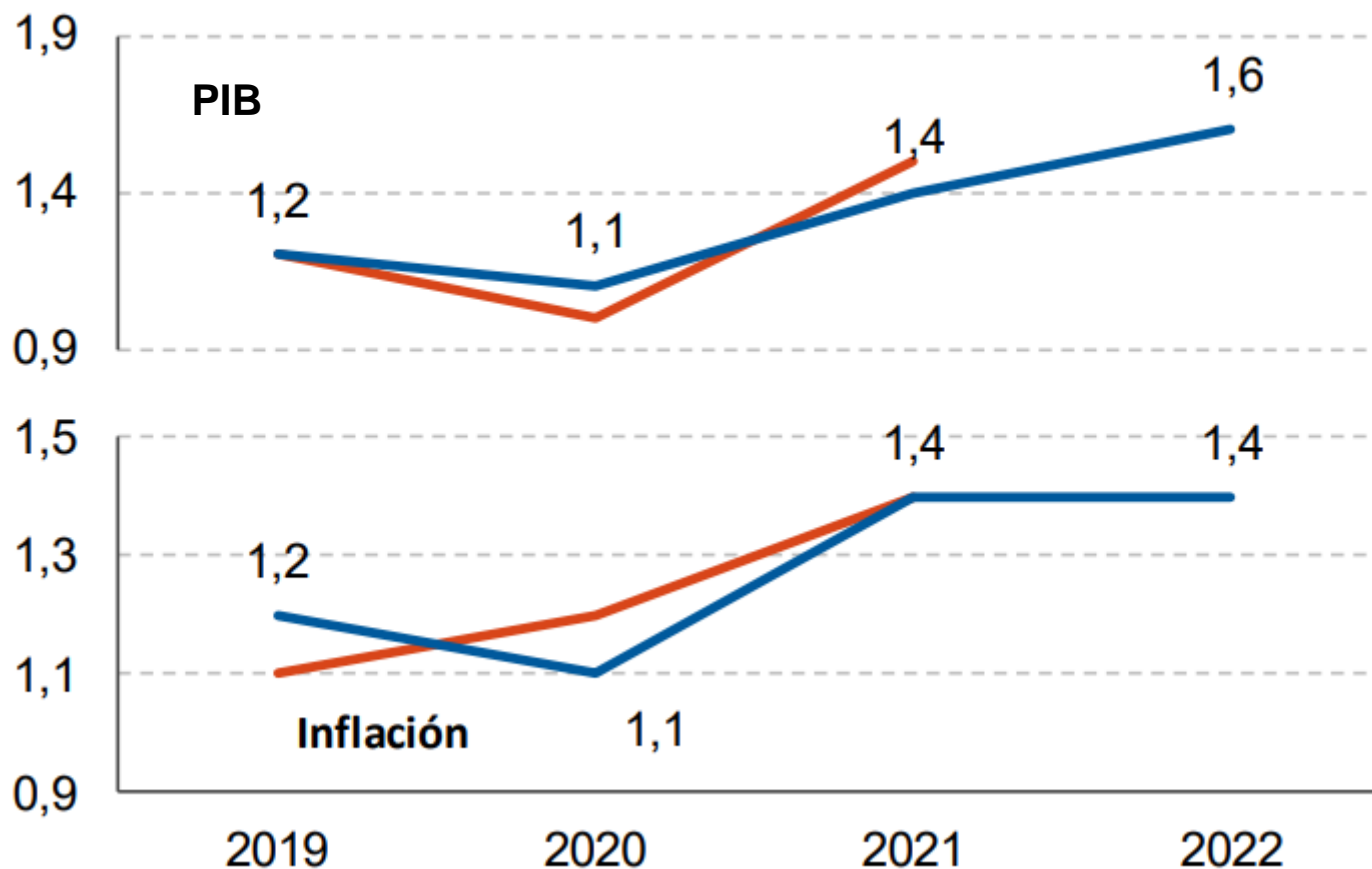


7 | Estabilidad del crecimiento en la UME

El BCE revisa ligeramente sus previsiones de crecimiento e inflación...

Proyecciones del BCE

— sep-19 — dic-19



Debilidad del crecimiento en el Área Euro en los últimos dos años ante el lastre de Alemania e Italia

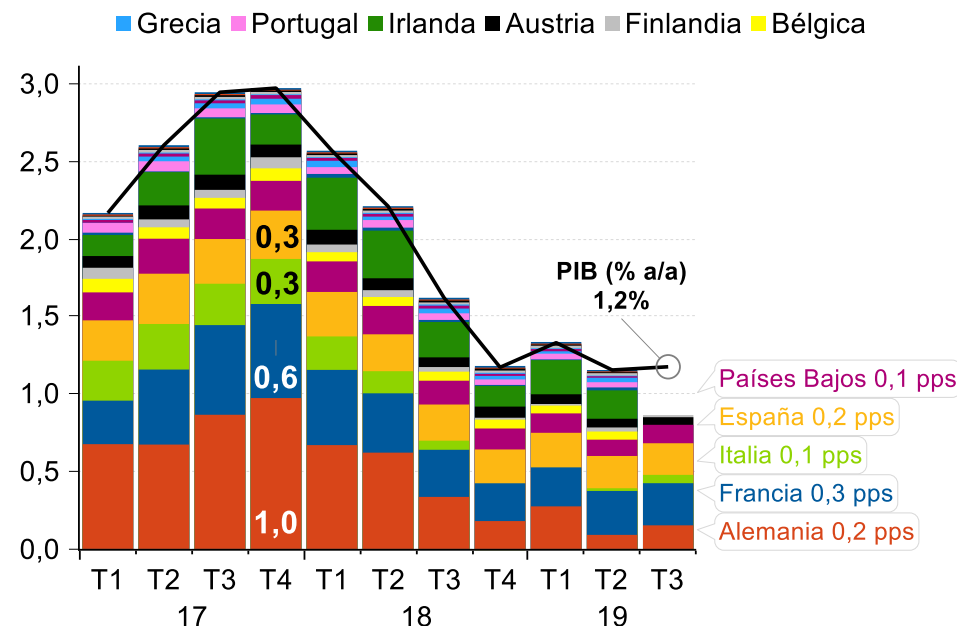
PIB en el Área euro: previsiones Afi

% anual	2016	2017	2018	2019	2020
PIB real	1,9	2,7	1,9	1,2	1,3
Consumo Final	1,9	1,7	1,3	0,8	0,9
Hogares	1,9	1,8	1,4	0,8	1,0
AA.PP.	1,9	1,3	1,1	0,7	0,8
FBCF	4,0	3,7	2,4	1,5	1,7
Demanda nacional (*)	2,3	2,2	1,5	0,9	1,1
Exportaciones	2,9	5,8	3,3	2,0	2,3
Importaciones	4,2	5,2	2,7	1,7	2,0
Demanda externa (*)	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,2
IPC (media anual)	0,8	1,4	1,7	1,2	1,5
Tasa de paro	10,0	9,0	8,2	7,7	7,5
Saldo público (% PIB)	-1,5	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9

(*) Aportaciones al PIB

Fuente: Afi, Eurostat

Crecimiento del PIB del Área Euro por país



Previsiones Afi para el BCE y la deuda EUR (%)

%	Repo y EURIBOR (%)					Alemania (TIR, %)			España (TIR, %)		
	BCE	FMD	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a
08-ene-20	0,00	-0,50	-0,39	-0,33	-0,25	-0,63	-0,55	-0,28	-0,44	-0,13	0,40
mar-20	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,58	-0,51	-0,20	-0,37	-0,10	0,50
jun-20	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,55	-0,48	-0,15	-0,33	-0,04	0,60
sep-20	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,53	-0,44	-0,10	-0,31	0,00	0,65
dic-20	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,50	-0,40	-0,05	-0,27	0,04	0,70
mar-21	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,48	-0,36	0,01	-0,26	0,08	0,75
jun-21	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,45	-0,33	0,07	-0,23	0,11	0,81
sep-21	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,43	-0,29	0,14	-0,21	0,15	0,87
dic-21	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,40	-0,25	0,20	-0,15	0,22	1,00
mar-22	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,30	-0,20	0,25	-0,05	0,27	1,05
jun-22	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,25	-0,10	0,30	-0,00	0,37	1,10
sep-22	0,00	-0,50	-0,40	-0,30	-0,25	-0,20	0,05	0,40	0,05	0,52	1,20
dic-22	0,00	-0,25	-0,20	-0,10	-0,05	-0,15	0,15	0,50	0,10	0,62	1,30

En este contexto de debilidad, cada vez más voces reclaman un mayor impulso fiscal en la región

Draghi: “uncoordinated policies are not enough, because the spillovers between countries from fiscal expansions are relatively low.

This is why we need a euro area fiscal capacity of adequate size and design: large enough to stabilise the monetary union”



FINANCIAL TIMES

WORLD US COMPANIES TECH MARKETS GRAPHICS OPINION WORK & CAREERS LIFE & ARTS HO

many [+ Add to myFT](#)

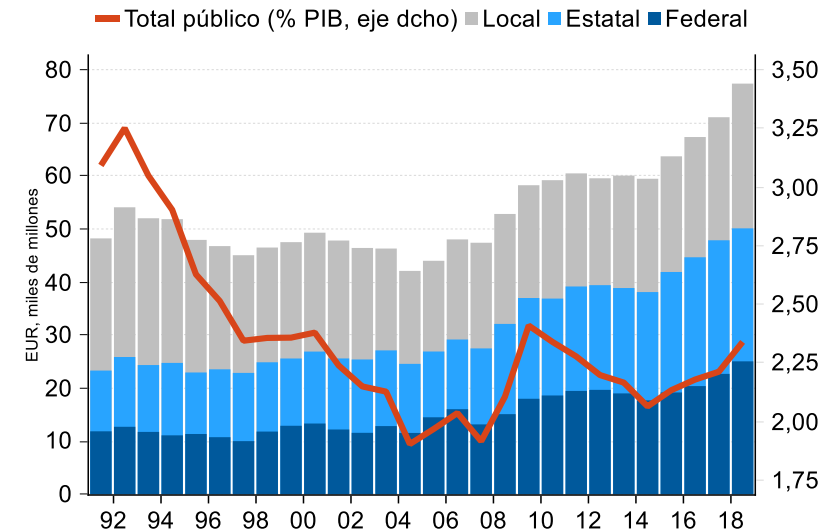
NOVEMBER 18 2019



German economy
German unions and businesses call for investment boost

Angela Merkel's government under pressure to abandon policy of balanced budgets

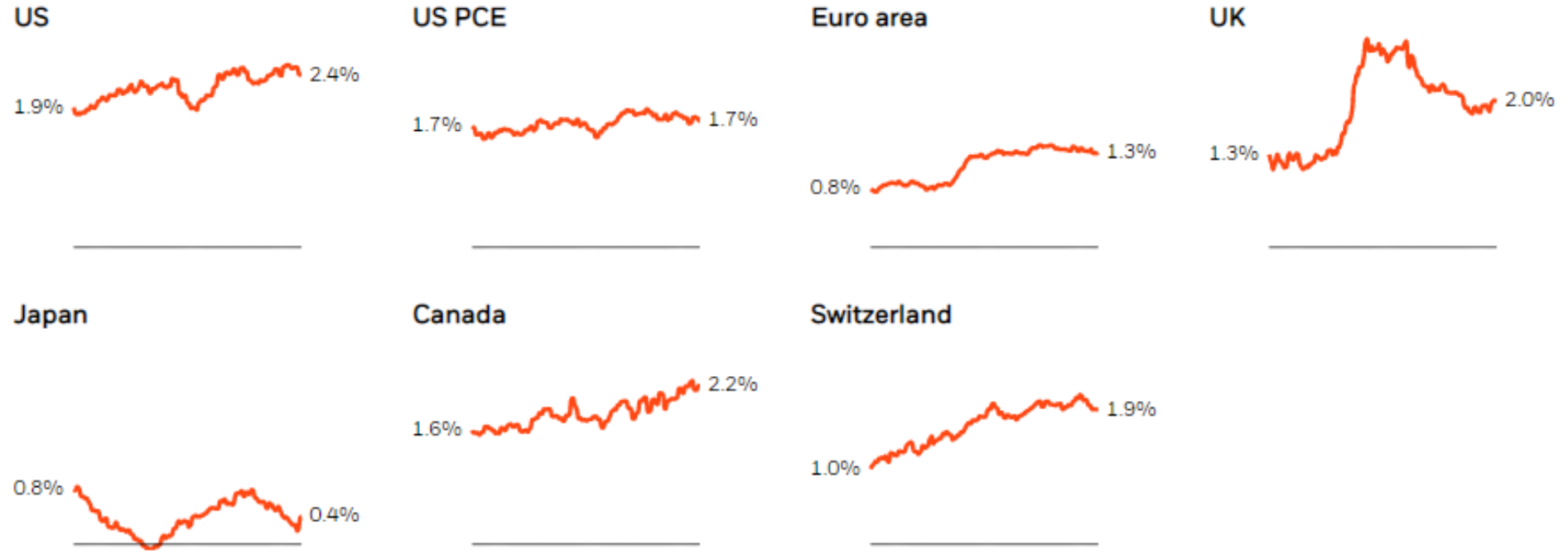
Inversión pública en Alemania





8 | La inflación, estable en el rango 1% - 2%

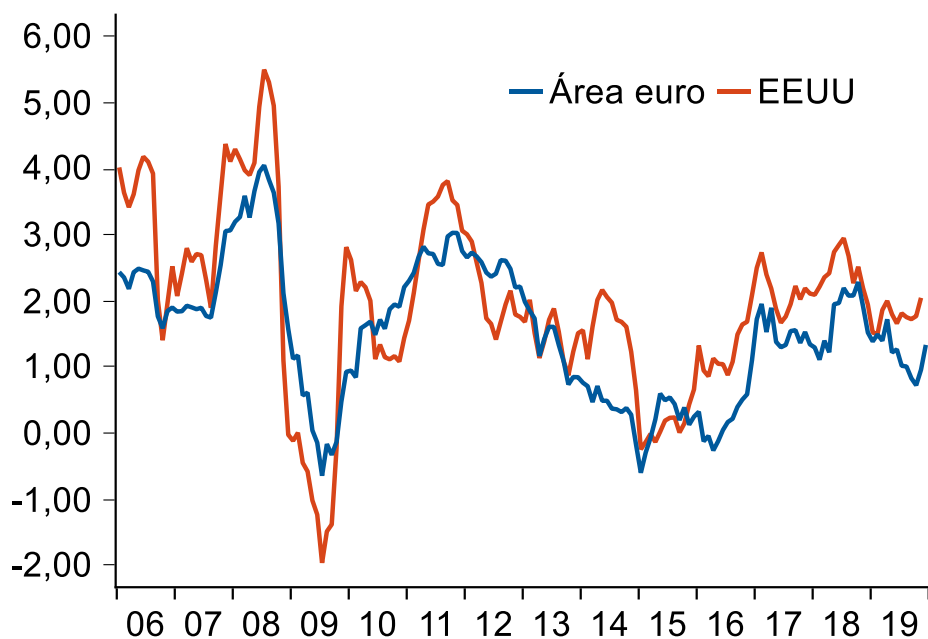
Inflation GPS trends since 2015



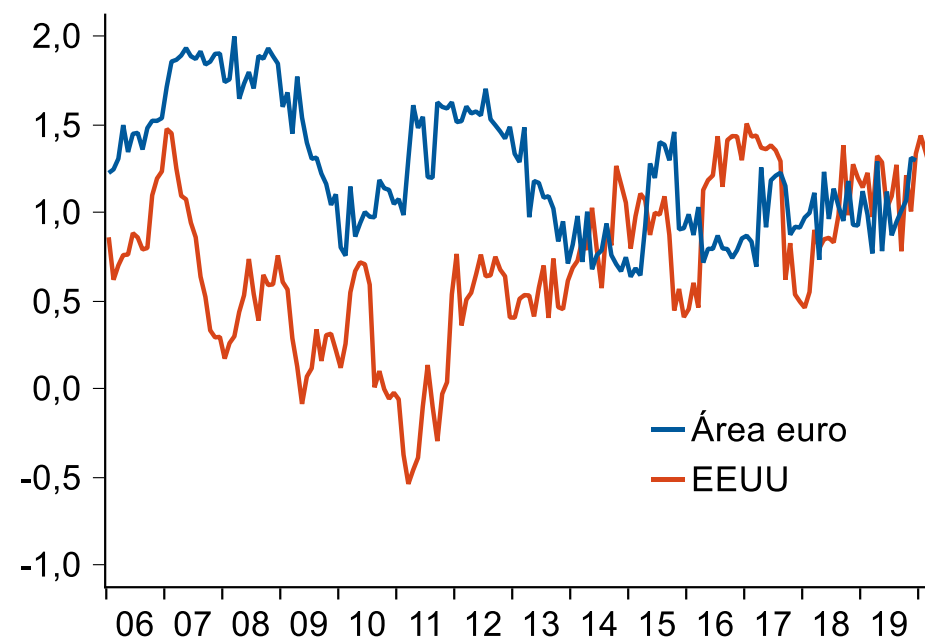
Sources: BlackRock Investment Institute and Consensus Economics, December 06, 2019. Notes: The inflation GPS shows where core (excluding food and energy) consumer price inflation (CPI) may stand in six months' time. Forward-looking estimates may not come to pass.

La inflación general sube ante el agotamiento del “efecto base” interanual del petróleo, pero se mantendrá en el rango 1% - 2%

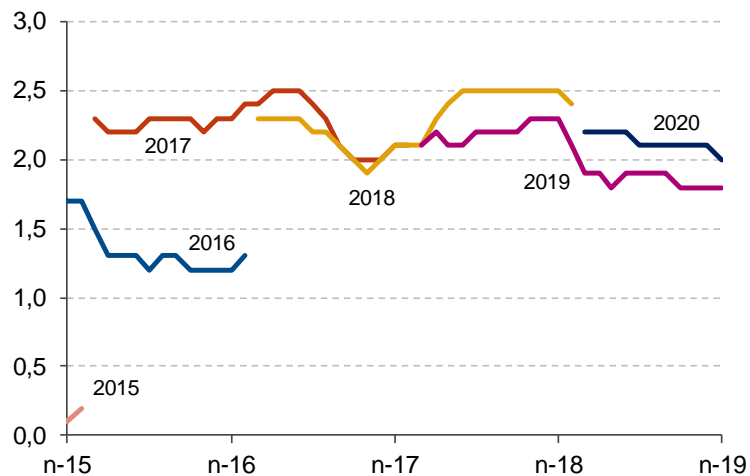
Inflación general en Área euro y EEUU (%)



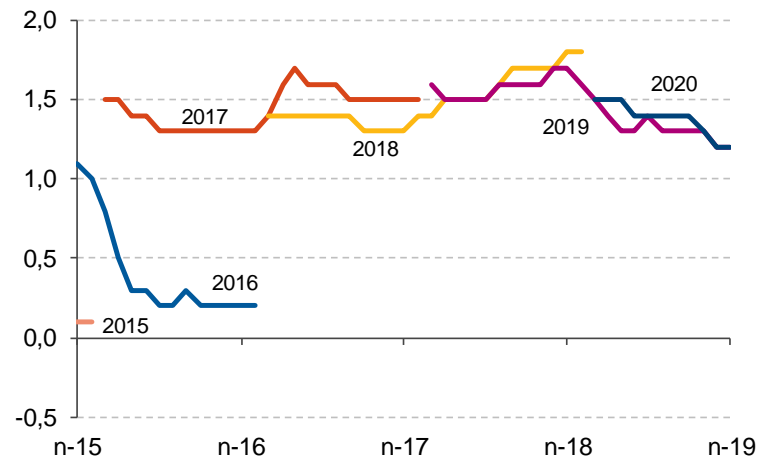
Inflación subyacente en Área euro y EEUU (%)



Previsiones de inflación en EEUU (%)



Previsiones de inflación en UME (%)



Previsiones de inflación

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EE.UU.	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
Japón	0,2	0,0	-0,1	0,5	1,0	0,6	0,7
R. Unido	1,5	0,6	0,7	2,7	2,4	1,9	1,9
UME	-0,2	0,3	0,2	1,5	1,7	1,2	1,2
Alemania	0,8	0,1	0,5	1,8	1,8	1,4	1,5
Francia	0,0	0,0	0,2	1,0	1,9	1,2	1,3
Italia	0,0	0,0	-0,1	1,2	1,2	0,7	0,9
España	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,8	1,1

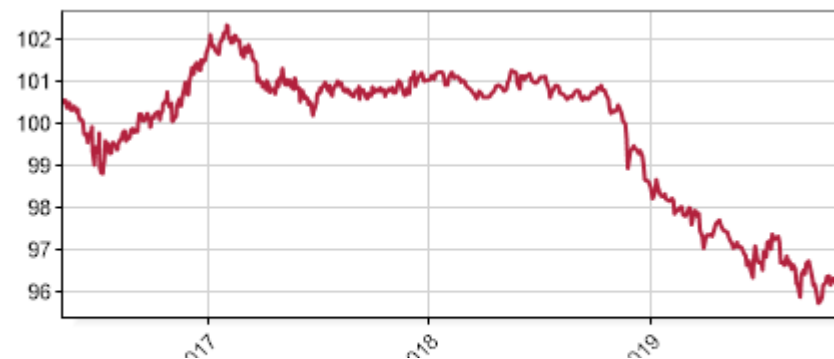
¿Y si repuntara la inflación?

Evolución del ETF Lyxor 2-10Y Inflation (LU1390062245)



octubre 2019	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	2,33	-3,09
Categoría	1,72	1,24

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses
 La rentabilidad se calcula diariamente



Rentabilidades acumuladas (%)

	3M	12M	36M	2019
Fondo	-0,32	-3,09	-4,52	-2,27
Categoría	0,29	1,24	-1,55	1,99

Rentabilidades anuales (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fondo	-	-	1,23	-0,52	-2,70
Categoría	1,32	1,59	0,24	0,34	-3,44
+/- Categoría	-	-	0,99	-0,86	0,75

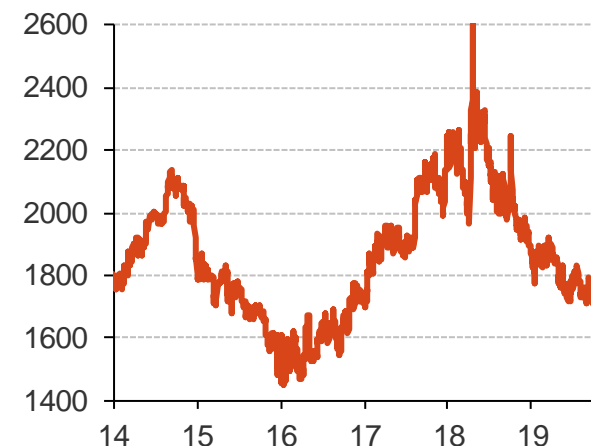


¿Y si repuntara el precio de las materias primas?

Evolución del precio del petróleo, oro y cobre



Evolución del precio del zinc, níquel y aluminio





Evolución del precio de la plata, paladio y avena

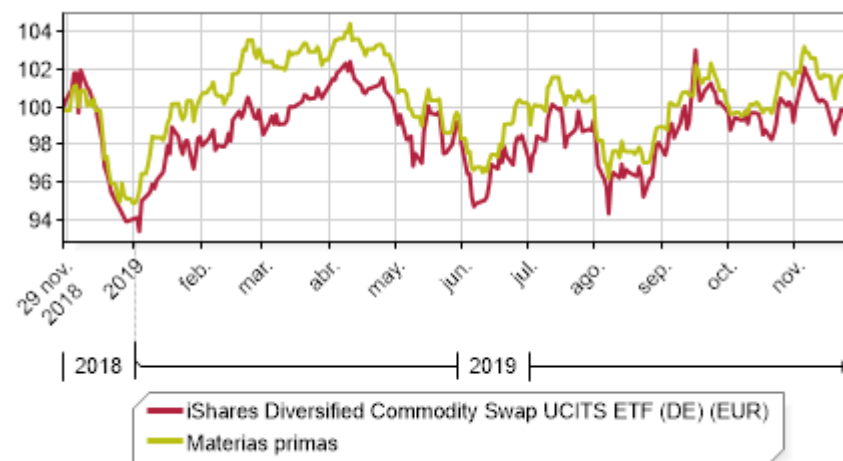
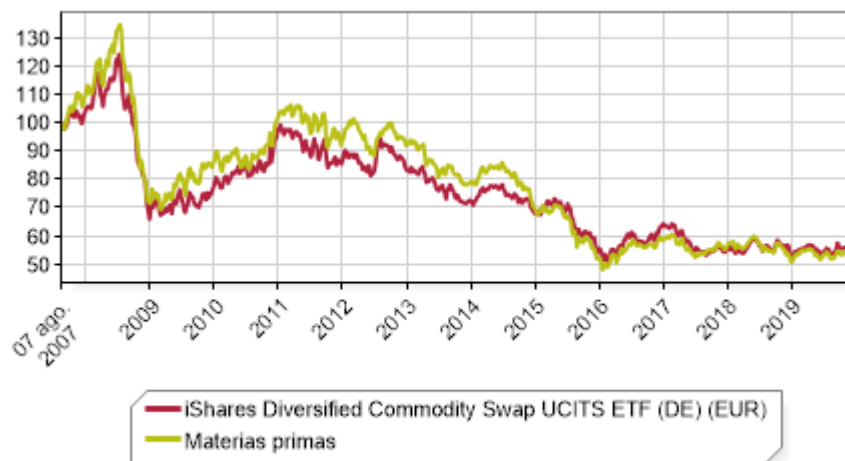


Evolución del RICI y del CRB



ETF para invertir en materias primas

Evolución de iShares Diversified Commodity Swap UCITS ETF (DE) (EUR) (DE000A0H0728)



octubre 2019	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	12,73	-0,63
Categoría	12,87	1,85

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses
 La rentabilidad se calcula diariamente

Rentabilidades acumuladas (%)

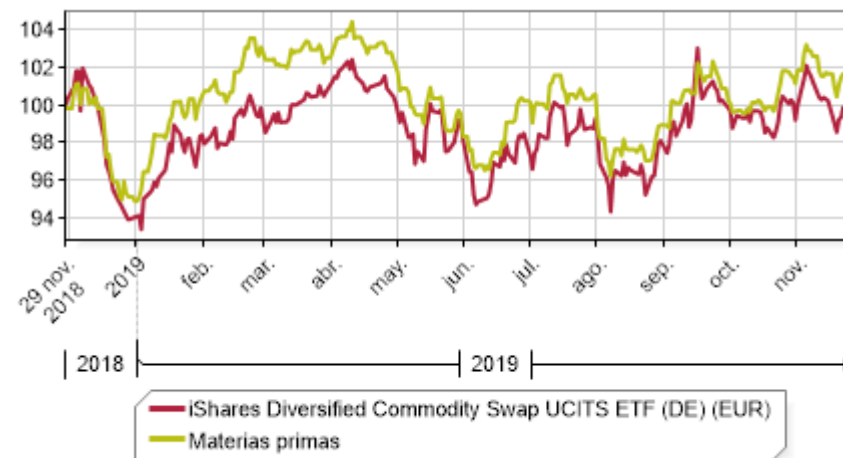
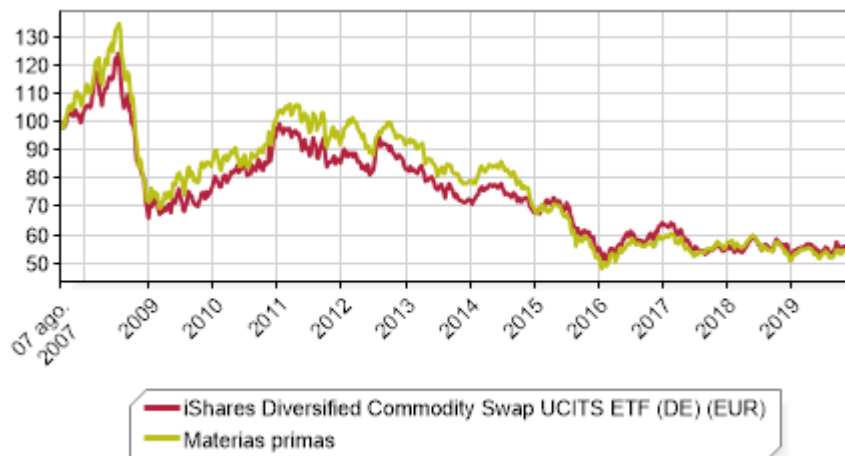
	3M	12M	36M	2019
Fondo	4,70	-0,63	-9,56	6,18
Categoría	3,72	1,85	-6,58	7,50

Rentabilidades anuales (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fondo	-6,21	-18,47	15,25	-12,08	-6,28
Categoría	-11,25	-23,76	11,99	-2,81	-10,69
+/- Categoría	5,03	5,29	3,26	-9,27	4,41

Fondo para invertir en materias primas

Evolución DWS Invest Global Commodities Blend-LC (LU0982743675)



octubre 2019	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	12,64	-1,79
Categoría	12,87	1,85

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses
 La rentabilidad se calcula diariamente

Rentabilidades acumuladas (%)

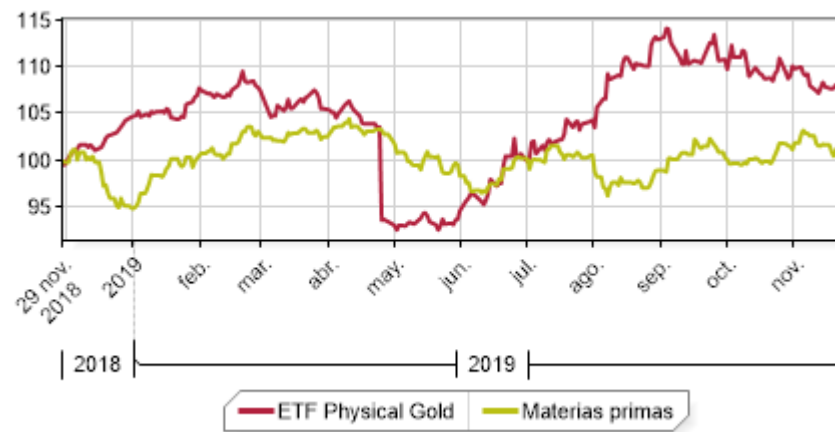
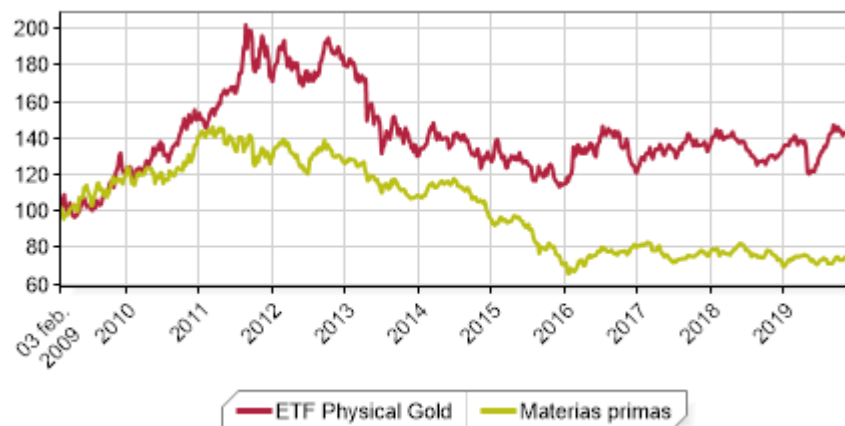
	3M	12M	36M	2019
Fondo	4,70	-0,63	-9,56	6,18
Categoría	3,72	1,85	-6,58	7,50

Rentabilidades anuales (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fondo	-6,21	-18,47	15,25	-12,08	-6,28
Categoría	-11,25	-23,76	11,99	-2,81	-10,69
+/- Categoría	5,03	5,29	3,26	-9,27	4,41

ETF para invertir en oro

Evolución del ETF Physical Gold (JE00B1VS3770)



octubre 2019	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	17,11	7,82
Categoría	12,87	1,85

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses
 La rentabilidad se calcula diariamente

Rentabilidades acumuladas (%)

	3M	12M	36M	2019
Fondo	-2,27	7,82	10,68	2,83
Categoría	3,72	1,85	-6,58	7,50

Rentabilidades anuales (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fondo	-0,63	-11,83	8,87	11,48	-1,44
Categoría	-11,25	-23,76	11,99	-2,81	-10,69
+/- Categoría	10,62	11,93	-3,12	14,29	9,25

Muchas gracias

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

