



# Aceleración de la economía mundial y final de las políticas monetarias no convencionales. ¿Es posible? Implicaciones

**David Cano Martínez**  
dcano@afi.es  
@david\_cano\_m

**Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)**  
**Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI**  
Barcelona, 18 de enero de 2017

# Claves para la gestión de activos financieros en los próximos meses

## Política

### *De la globalización al populismo y proteccionismo*

1. Elecciones en diversos países del Área Euro
2. Presidencia de Trump
3. BREXIT

## Economía

### *De secular stagnation a reflation*

1. Impacto de las políticas Trump sobre crecimiento e inflación
2. Capacidad de ciertos países UME de aplicar estímulo fiscal
3. Crecimiento económico de China, elevado endeudamiento empresarial y presión depreciadora del yuan
4. Repunte del precio de las materias primas

## Mercados

### *De política monetaria a política fiscal: normalización de los tipos de interés*

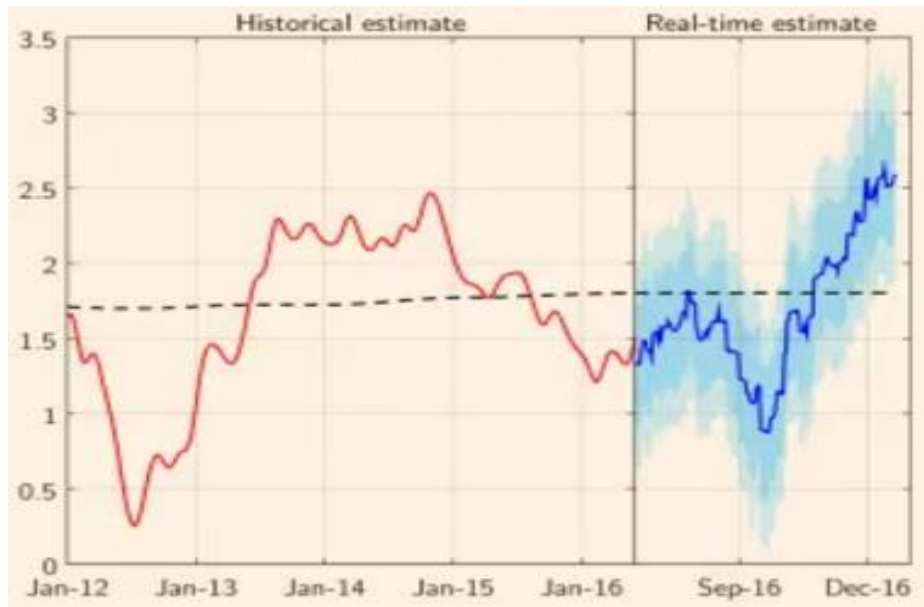
1. Elevación de tipos por parte de la Fed
2. Reducción del volumen de compras mensuales por parte del BCE (*tapering*)
3. Repunte de los tipos largos, con aumento de pendiente (Deuda Pública)
4. Elevación de diferenciales (Renta Fija Privada, periferia UME y emergentes)
5. Aumento de beneficios empresariales para compensar aumento de tipos de interés (Renta Variable)
6. Fortaleza del USD



# 1 | Perspectivas para el crecimiento de la economía mundial en 2017: ligera aceleración

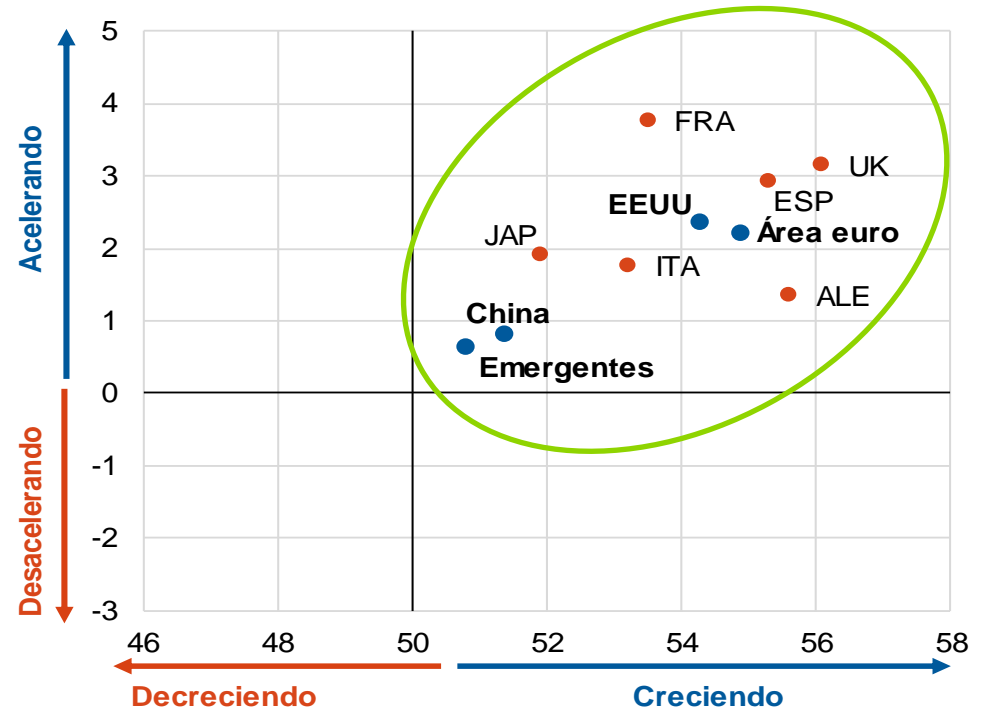
# Los datos confirman la mejora de la situación cíclica en la parte final de 2016, especialmente en los países desarrollados...

Estimación de crecimiento de la actividad a nivel mundial (% , tasa mensual anualizada)



Fuente: FULCRUM AM

Reloj de ciclo según PMI de manufacturas



... y en el sector de las manufacturas.

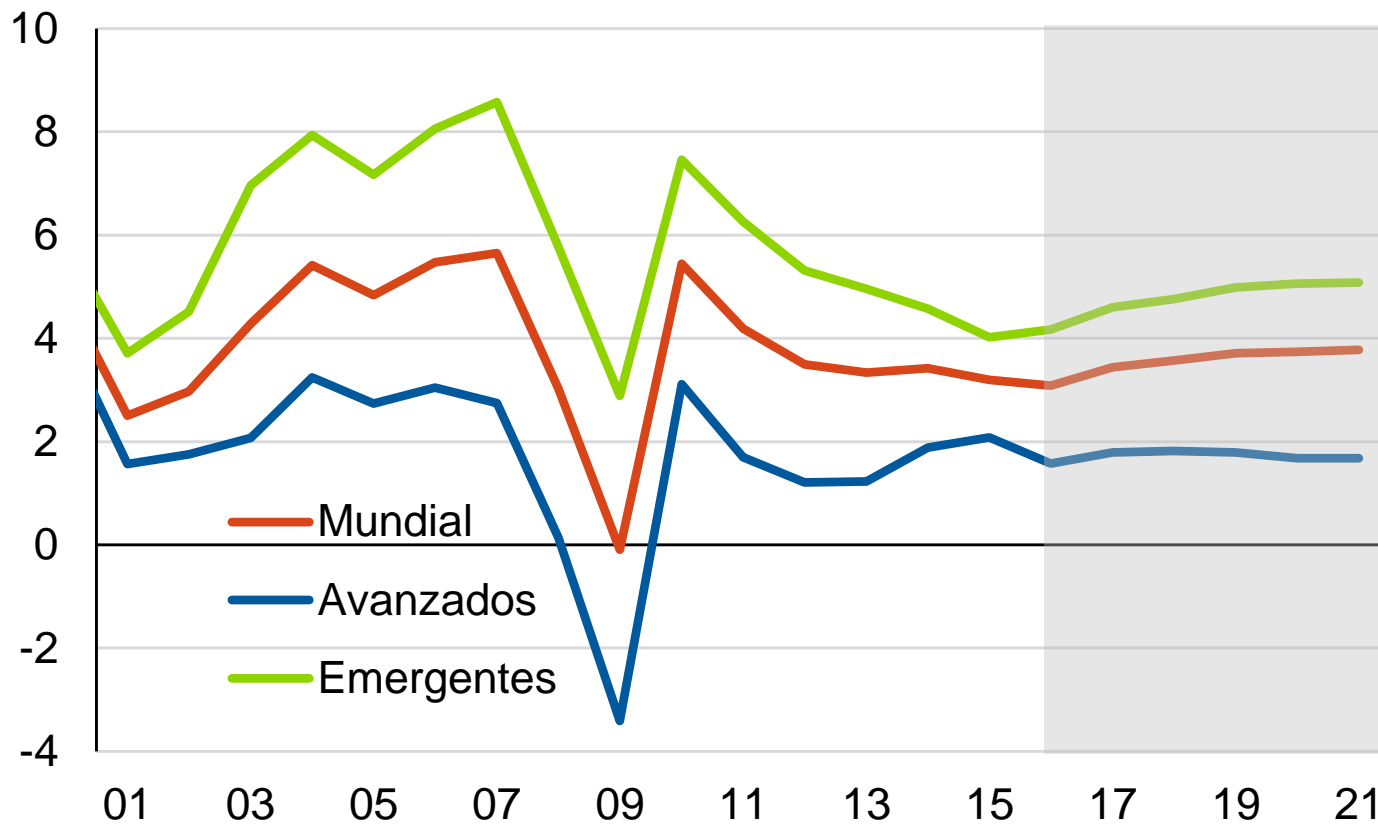


## El PIB mundial podría crecer por encima del 3,4% en 2017...

	Previsiones Afi											C.Europa (Nov 2016)		FMI (WEO Ene 2017)		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2018
<b>Mundo</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.4%</b>	-	-	<b>3.1%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.6%</b>
<b>Desarrolladas</b>	<b>2.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.8%</b>	-	-	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>
<b>EEUU</b>	1.8%	-0.3%	-2.8%	2.5%	1.6%	1.3%	2.7%	2.4%	2.6%	1.6%	2.4%	1.6%	2.1%	1.6%	2.3%	2.5%
<b>Área euro</b>	3.0%	0.4%	-4.5%	2.0%	1.6%	1.6%	-0.9%	-0.2%	2.0%	1.6%	1.4%	1.7%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%
<b>Alemania</b>	3.4%	0.8%	-5.1%	3.9%	3.4%	0.7%	0.6%	1.6%	1.5%	1.7%	1.4%	1.9%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%
<b>Francia</b>	2.4%	0.2%	-2.9%	2.0%	2.1%	0.2%	0.6%	0.7%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.3%	1.3%	1.6%
<b>Italia</b>	1.7%	-1.2%	-5.5%	1.7%	0.5%	0.7%	-2.9%	-1.7%	0.2%	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%
<b>España</b>	3.5%	0.9%	-3.8%	-0.2%	0.1%	0.4%	-1.7%	1.4%	3.2%	3.3%	2.5%	3.2%	2.3%	3.2%	2.3%	2.1%
<b>Japón</b>	2.2%	-1.0%	-5.5%	4.7%	-0.5%	1.7%	1.4%	-0.1%	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.5%
<b>Reino Unido</b>	3.4%	-0.8%	-5.2%	1.7%	1.1%	1.5%	1.3%	1.9%	2.2%	2.0%	1.0%	1.9%	1.0%	2.0%	1.5%	1.4%
<b>Emergentes</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	-	-	<b>4.1%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>
<b>Brasil</b>	6.1%	5.2%	-0.3%	7.5%	2.7%	1.0%	3.0%	0.1%	-3.8%	-3.0%	0.6%	-3.1%	0.9%	-3.5%	0.2%	1.5%
<b>México</b>	3.1%	1.4%	-4.7%	5.1%	4.0%	4.0%	1.4%	2.1%	2.5%	2.2%	1.2%	2.0%	2.2%	2.2%	1.7%	2.0%
<b>Rusia</b>	8.5%	5.2%	-7.8%	4.5%	4.3%	3.4%	1.3%	-0.4%	-1.5%	-0.6%	1.1%	-1.0%	0.6%	-0.6%	1.1%	1.2%
<b>India</b>	9.8%	3.9%	8.5%	10.3%	6.6%	4.7%	5.4%	6.7%	7.6%	7.1%	7.4%	7.4%	7.4%	6.6%	7.2%	7.7%
<b>China</b>	14.2%	9.6%	9.2%	10.4%	9.3%	7.7%	7.7%	7.4%	6.9%	6.5%	6.2%	6.6%	6.2%	6.7%	6.5%	6.0%

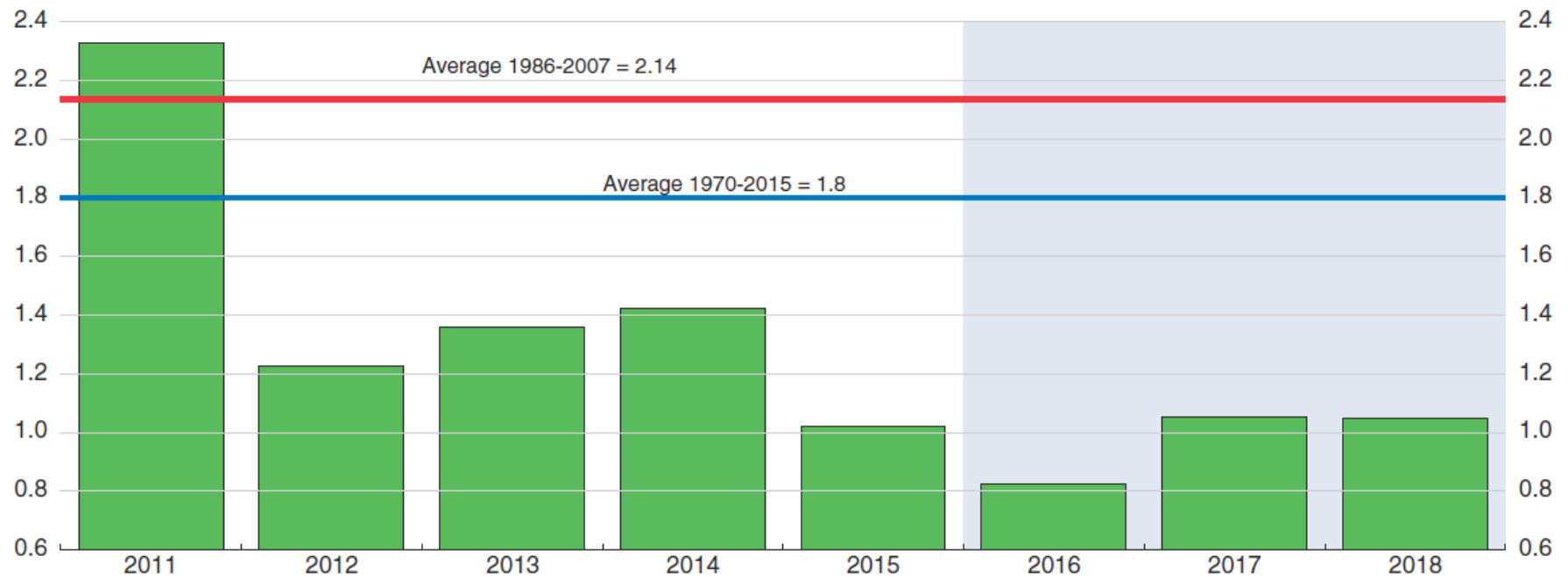
... como apuntan el FMI y la OCDE.

Crecimiento de la economía mundial y previsiones



# El comercio mundial ya no crece a mayor tasa que el PIB

Figure 1.5. **Global trade is very weak relative to historic norms**  
Ratio of global trade growth to global GDP growth



Note: World trade volumes for goods plus services; global GDP at constant prices and market exchange rates. Period averages are the ratio of average annual world trade growth to average annual GDP growth in the period shown.

Source: OECD Economic Outlook 100 database; and OECD calculations.



**2** | Pero la lista de riesgos  
(especialmente políticos) es  
larga.

## 18 meses de riesgos sistémicos (potenciales “cisnes negros”)

Subidas de tipos de la Fed

Mayo - junio.15

Grexit

Junio – julio.15

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

Agosto - febrero.16 - Actual

VW

Septiembre.15

Precio del petróleo en mínimos

Octubre.15-  
Enero.16

Problemas de rentabilidad / solvencia de la banca europea

Febrero.16 - Actual

Brexit

Junio.16 - Actual

Trump

Noviembre.16 - Actual

## Factores a vigilar en 2017

Encarecimiento de las materias primas

Subidas de tipos de la Fed









Elecciones en varios países de la UME

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

Problemas de rentabilidad / solvencia de la banca europea

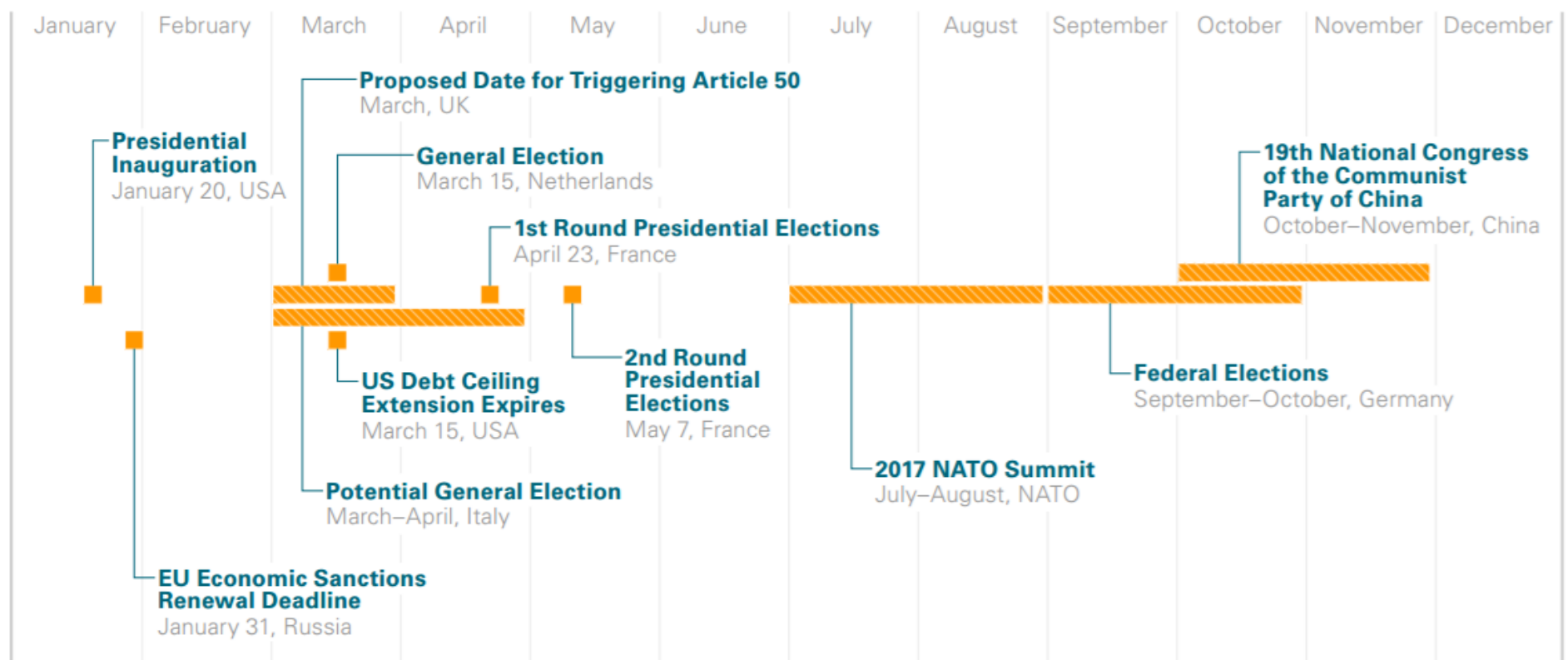
BREXIT

### Calendario de citas políticas relevantes en Europa durante 2017

-  MAR 17: R. Unido invoca el artículo 50 TFEU
-  15 MAR 17: Elecciones generales en Holanda
-  26 MAR 17: Comienzan las elecciones en los Landers
-  ABR 17: Elecciones presidenciales en Francia
-  11-18 JUN 17: Elecciones legislativas en Francia
-  SEP 17: Posible referéndum independentista en Cataluña
-  OCT 17: Elecciones generales en Alemania
-  MAY 18: Elecciones generales en Italia

# Una especial consideración a los riesgos políticos

## Key Political Events We're Watching in 2017



Source: GSAM.

	Anti-austerity	Anti-globalization	Anti-eurozone	Anti-establishment	Anti-European Union	Anti-immigration	Anti-Islam
<b>Podemos</b> Spain	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Syriza</b> Greece	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Five Star Movement</b> Italy	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>U.K. Independence Party</b> Britain	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>National Front</b> France	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Freedom Party</b> The Netherlands	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Alternative for Germany</b> Germany	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Freedom Party</b> Austria	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

# Calendario 2017

	Día	País/Región	Evento	Naturaleza	Importancia
<b>Enero</b>	19	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	20	EEUU	Investidura de Donald Trump	Política	●●●
	22/29	Francia	Primarias socialistas para las elecciones presidenciales	Política	●●●
	30/31	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	31	EEUU	FOMC	Económica	●●
		Reino Unido	Sentencia del Tribunal Supremo Británico sobre Brexit	Política	●●●
		Italia	Nuevo plazo para la recapitalización bancaria	Institucional	●●●
		Europa	Malta asume la presidencia del consejo de la unión europea	Institucional	●
	<b>Febrero</b>	1	EEUU	FOMC	Económica
2		Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●●
3		Europa	Cumbre EU-27	Institucional	●●●
8		Área euro	Presidente del BCE comparece en el Parlamento alemán	Monetaria	●●●
12		Alemania	Elecciones presidenciales	Política	●
	Europa	Comisión Europea publica pronóstico de invierno	Económica	●	
<b>Marzo</b>	5	China	Congreso Nacional del Partido Comunista Chino	Política	●
	8	Reino Unido	Publicación de presupuestos	Política	●●
	9	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	9/10	Europa	Reunión consejo europeo	Institucional	●●●
	15	EEUU	FOMC	Económica	●●
	15	Holanda	Elecciones en Holanda (nacionales)	Política	●●●
	15/16	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	16	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●
	17/18	G20	Reunión ministros de finanzas G20	Económica	●●
	25	Europa	Cumbre de la Unión Europea	Institucional	●●●
	27	Reino Unido	Comité de política financiera	Económica	●
31	Reino Unido	Fecha límite para invocar el artículo 50 TUE	Política	●●●●	
<b>Abril</b>	21/23		Reunión de primavera del Banco Mundial y FMI	Económica	●
	23	Francia	Primera ronda de las elecciones francesas	Política	●●●
	26/27	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	27	Europa	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
		Europa	BCE reduce la compra mensual de activos FMI publica WEO Abril	Monetaria Económica	●●● ●
<b>Mayo</b>	02/03	G20	Cumbre de negocios G20	Institucional	●●
	02/03	EEUU	FOMC	Económica	●●
	4	Reino Unido	Elecciones locales	Política	●●
	7	Francia	Segunda ronda de las elecciones francesas	Política	●●●●
	7	Alemania	Elecciones regionales	Política	●●●
	11	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●●
	14	Alemania	Elecciones regionales	Política	●●●
	25	OPEP	Reunión OPEP	Institucional	●●●
	26	G7	Cumbre del G7	Institucional	●●
		Europa	La Comisión Europea publica su <i>Spring Forecast</i>	Económica	●
	España	Fecha más temprana para unas hipotéticas elecciones generales	Política	●●●	

	Día	País/Región	Evento	Naturaleza	Importancia
<b>Junio</b>	8	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	11	Francia	Elecciones legislativas (Asamblea Nacional)	Política	●●●
	14	EEUU	FOMC	Económica	●●
	15	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●
	15/16	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	18	Francia	Elecciones legislativas (Asamblea Nacional)	Política	●●●
	22/23	Europa	Reunión del Consejo Europeo	Institucional	●●●
	27	Reino Unido	Publicación informe de estabilidad financiera	Económica	●
<b>Julio</b>	07/08	G20	Cumbre G20 en Hamburgo	Institucional	●
	19/20	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	20	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	25/26	EEUU	FOMC	Económica	●●
		Europa	Estonia asume la presidencia del consejo de la Unión Europea	Institucional	●●
<b>Agosto</b>	3	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE Reunión Jackson Hole	Monetaria	●●●
					●●
<b>Septiembre</b>	7	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	11	Noruega	Elecciones generales	Política	●●
	14	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●
	17/24	Alemania	Elecciones federales	Política	●●●●
	20	EEUU	FOMC	Económica	●●
	20/21	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	25	Reino Unido	Comité de política financiera	Económica	●
		Francia	Elecciones al parlamento (Senado)	Política	●●
	España	Referendum de Cataluña	Política	●●●	
<b>Octubre</b>	13/15		Reunión anual del Banco Mundial y FMI	Económica	●
	19/20	Europa	Reunión del Consejo Europeo	Institucional	●●●
	26	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	30-31	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●
	31	Japón	Informe de perspectivas del BoJ	Económica	●●
		Luxemburgo	Elecciones parlamentales	Política	●
<b>Noviembre</b>	1	EEUU	FOMC	Económica	●●
	2	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●●
	10/11		Reunión líderes económicos APEC	Económica	●●
	26	Reino Unido	Publicación informe de estabilidad financiera	Económica	●
		Europa	La Comisión Europea publica el pronóstico de otoño	Económica	●
<b>Diciembre</b>	13	EEUU	FOMC	Económica	●●
	14	Área euro	Comité de política monetaria del BCE	Monetaria	●●●
	14	Reino Unido	Comité de política monetaria del BoE	Monetaria	●●●
	14/15	Europa	Reunión del Consejo Europeo	Institucional	●●●
	20/21	Japón	Comité de política monetaria del BoJ	Monetaria	●●

# Trump y la reflación

## Programa Trump

- **Shock de demanda** (impuestos, salarios, gasto)
- **Proteccionismo** (aranceles, acuerdos comerciales)
- **Shock de oferta** (desregulación)
- **Incertidumbre en Política exterior** (geopolítica)



- Efectos a corto plazo positivos
- Efectos colaterales
  - DM y EM
  - Económicos y políticos
- ¿Efectos a largo plazo?
  - Sostenibilidad
  - Boom/bust?
  - Contagio populista

## Reflación

## Proteccionismo

## Incertidumbre

## Tipos de interés y USD

- Repreciación al alza expectativas tipos FED
- Aumento de pendientes, de prima por plazo y breakeven de inflación
- *Shock* global (correlación G4 muy elevada)

## Crédito

- Expectativa más crecimiento compensa efecto direccional sobre spreads de tipos al alza. Clave el movimiento de tipos FED 12-15m. Spreads periferia UME menos “atados”

## Renta variable

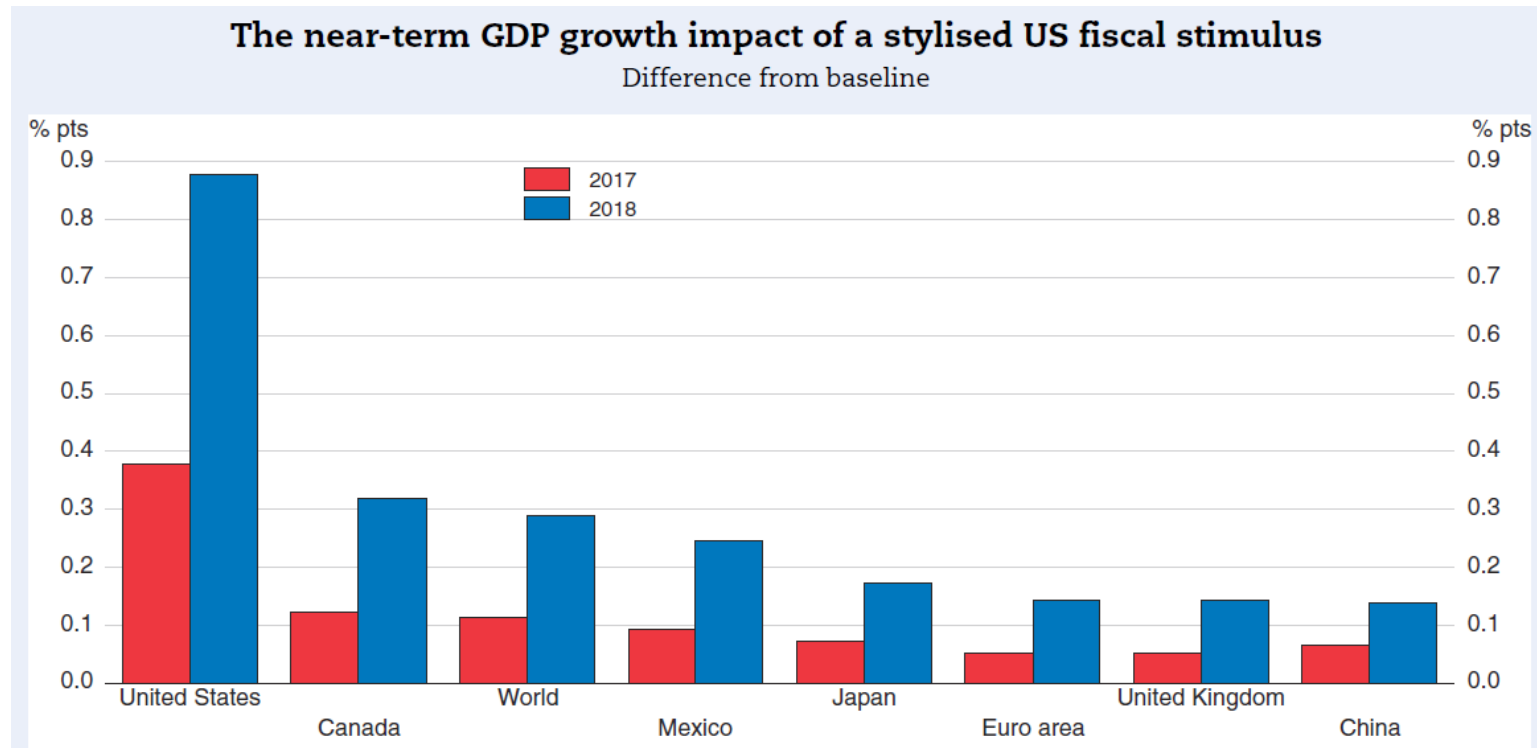
- Mayor crecimiento debe compensar el aumento de tipos (EYG muy alto) y mantener PER > medias históricas
- Comportamiento sectorial más marcado

## Emergentes

- Tipos y USD
- Materias primas (crudo vs resto)
- Mayor diferenciación en flujos en adelante (*Weakest links / stronger countries*)

# El potencial efecto de un estímulo fiscal en EEUU...

- An **increase in government consumption and government investment** each worth  $\frac{1}{4}$  per cent of (baseline) GDP in 2017 and 2018.
- A reform to **personal income taxes** that reduces tax revenue by around  $\frac{1}{2}$  per cent of GDP in 2017 and 2018.
- Reforms to **corporate taxes** that reduce revenues by around  $\frac{3}{4}$  per cent of GDP in 2018.
- **The combined fiscal measures raise calendar year US GDP growth by around 0.4 percentage points in 2017 and a little over 0.8 percentage points in 2018**

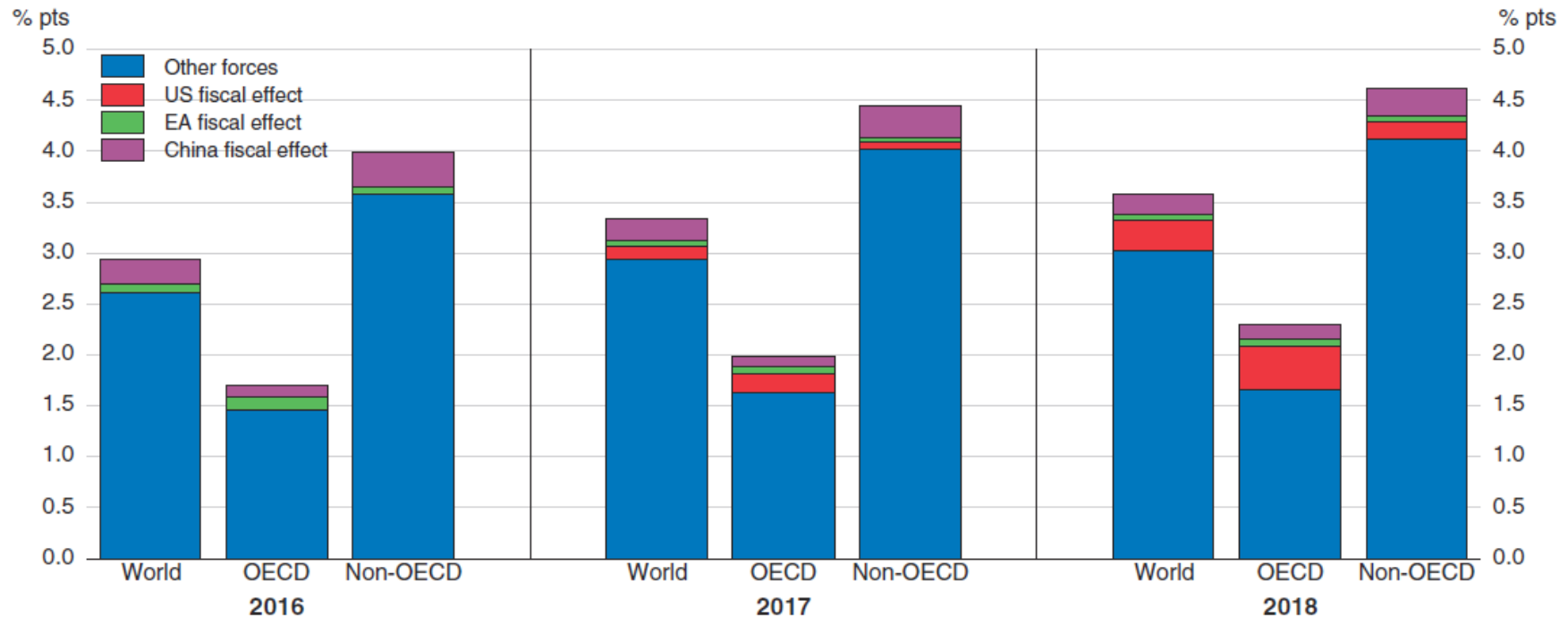




... que se notaría en toda la economía mundial.

Figure 1.3. **Fiscal stimulus is helping to support GDP growth**

Estimated contribution to annual GDP growth



Note: Based on macro-model simulations of an assumed fiscal stimulus in the United States worth  $\frac{3}{4}$  per cent of GDP in 2017 and  $1\frac{3}{4}$  per cent of GDP in 2018; actual and projected fiscal stimulus in China of  $1\frac{1}{2}$  per cent of GDP in 2016 and 1% of GDP in both 2017 and 2018; and actual and projected fiscal stimulus in the euro area of 0.4% of GDP in 2016, 0.2% of GDP in 2017 and 0.3% of GDP in 2018. The stimulus in China and the euro area is assumed to be implemented through government final expenditure on consumption. Details of the stimulus in the United States are set out in Box 1.1.

Source: OECD Economic Outlook 100 database; and OECD calculations.

**3** | La Fed seguirá intensificando las diferencias en política monetaria.

# Crecimiento esperado en la zona del 2,0%...

## Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy, December 2016

Advance release of table 1 of the Summary of Economic Projections to be released with the FOMC minutes

Percent															
Variable	Median <sup>1</sup>					Central tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-1.9	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.7-2.4	1.7-2.3	1.5-2.2	1.6-2.2
September projection	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7-1.9	1.9-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.5-2.3	1.6-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8	4.7-4.8	4.5-4.6	4.3-4.7	4.3-4.8	4.7-5.0	4.7-4.8	4.4-4.7	4.2-4.7	4.1-4.8	4.5-5.0
September projection	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7-4.9	4.5-4.7	4.4-4.7	4.4-4.8	4.7-5.0	4.7-4.9	4.4-4.8	4.3-4.9	4.2-5.0	4.5-5.0
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	2.0
September projection	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2-1.4	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0	1.1-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.8-2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.7	1.8	2.0	2.0		1.7-1.8	1.8-1.9	1.9-2.0	2.0		1.6-1.8	1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	
September projection	1.7	1.8	2.0	2.0		1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0		1.5-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	1.8-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.6	1.4	2.1	2.9	3.0	0.6	1.1-1.6	1.9-2.6	2.4-3.3	2.8-3.0	0.6	0.9-2.1	0.9-3.4	0.9-3.9	2.5-3.8
September projection	0.6	1.1	1.9	2.6	2.9	0.6-0.9	1.1-1.8	1.9-2.8	2.4-3.0	2.8-3.0	0.4-1.1	0.6-2.1	0.6-3.1	0.6-3.8	2.5-3.8

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 20-21, 2016. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the September 20-21, 2016, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the December 13-14, 2016, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

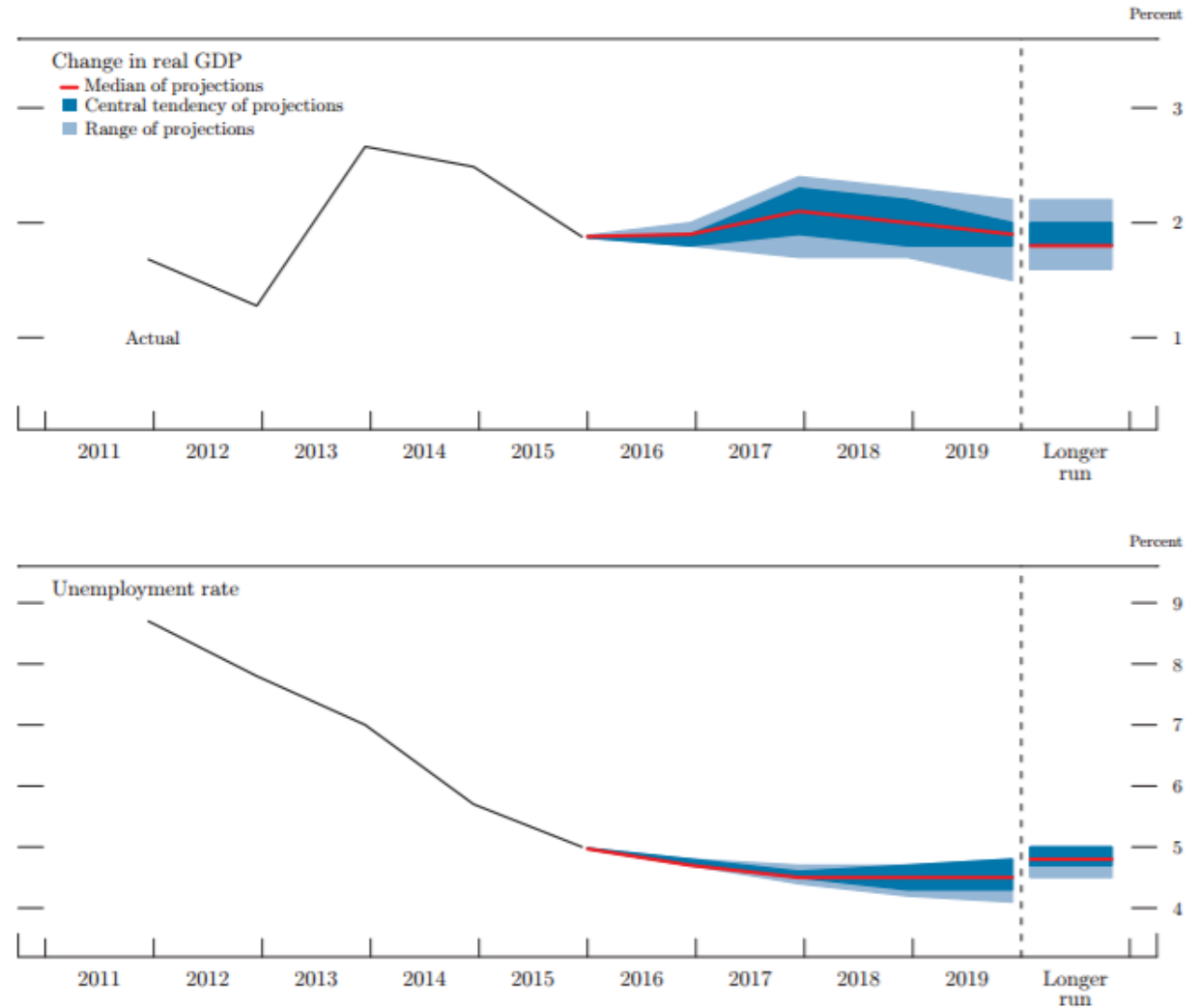
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

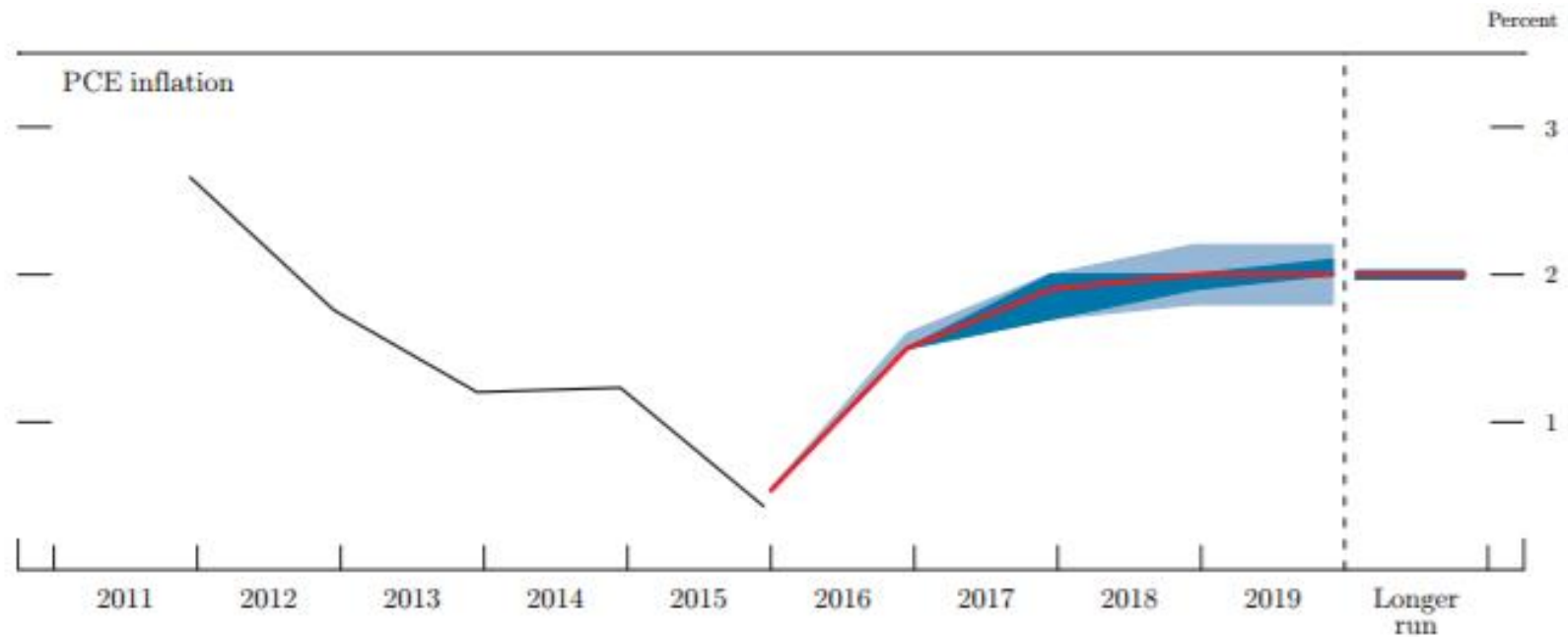
... con pleno empleo...

For release at 2:00 p.m., EST, December 14, 2016

Figure 1. Medians, central tendencies, and ranges of economic projections, 2016-19 and over the longer run



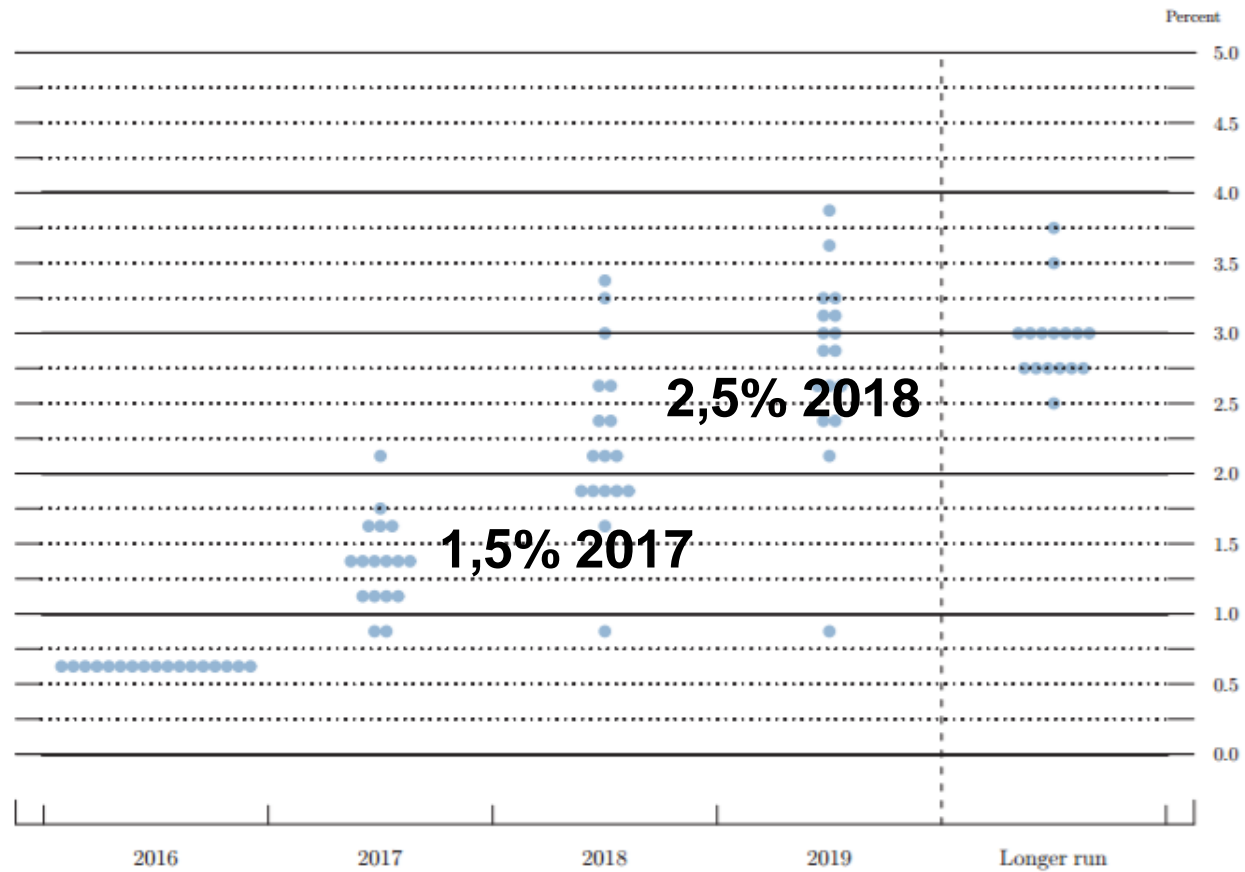
## ... y normalización de la inflación.



NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to the projections table. The data for the actual values of the variables are annual.

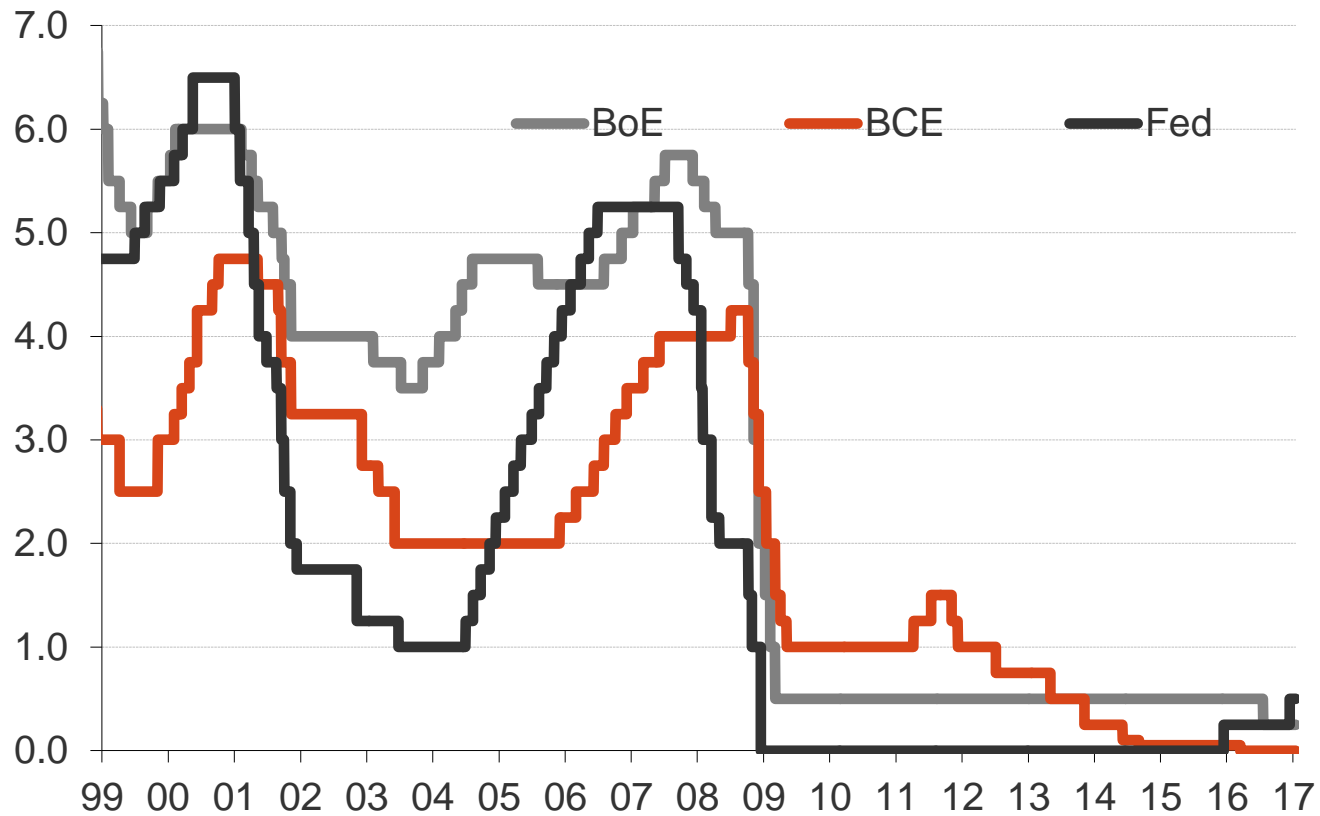
# Parece evidente que habrá que “normalizar” los tipos...

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



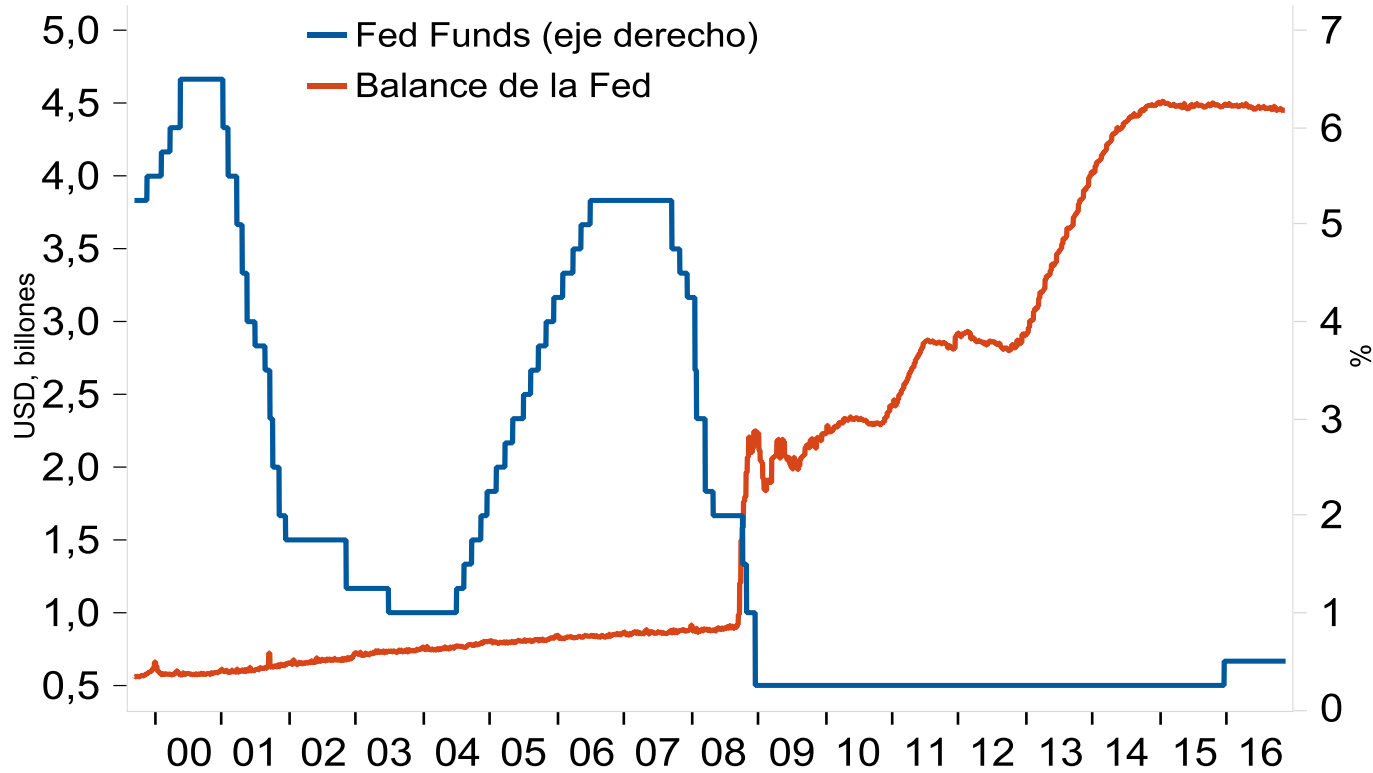
## ... al menos en EEUU

Evolución de los tipos de interés de referencia



# Y tal vez comenzar a reducir el tamaño del balance

**Evolución del tamaño del balance de la Fed y del tipo de intervención**





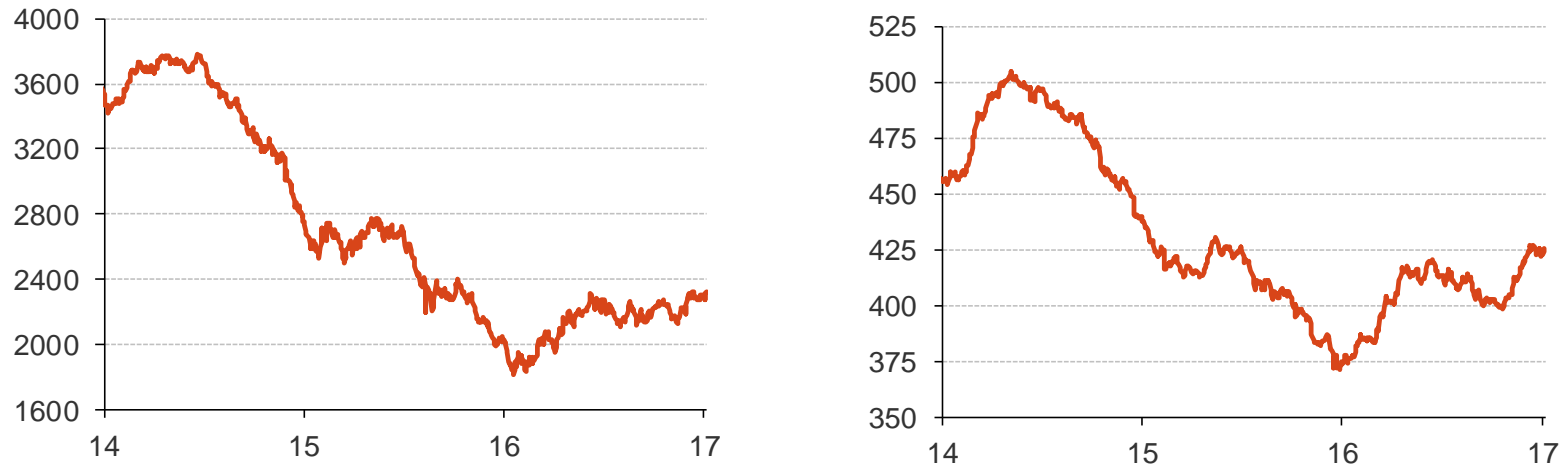
# 4 | El petróleo repunta: ¿riesgo de inflación?

# El petróleo se encarece un 100% desde los mínimos de enero...

**Evolución desde 2014 del precio del petróleo, oro y cobre**

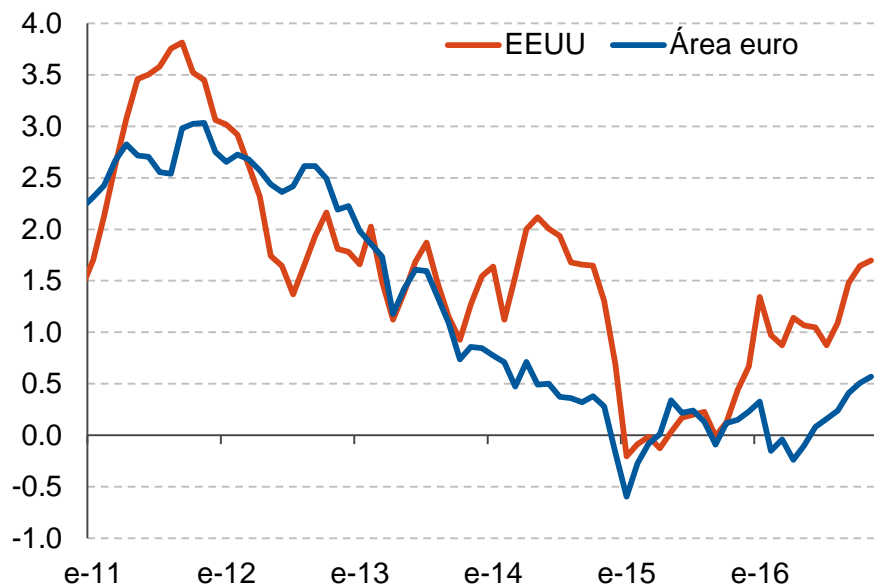


**Evolución desde 2014 del RICI y del CRB**

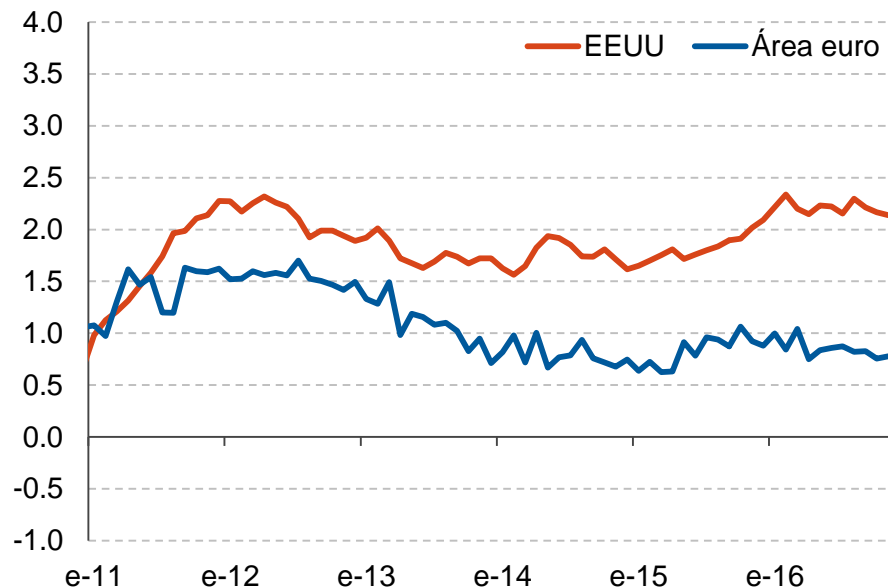


... y provoca un repunte de la inflación general que podría llegar al 2,0%

**Inflación general de EEUU y área euro (%)**



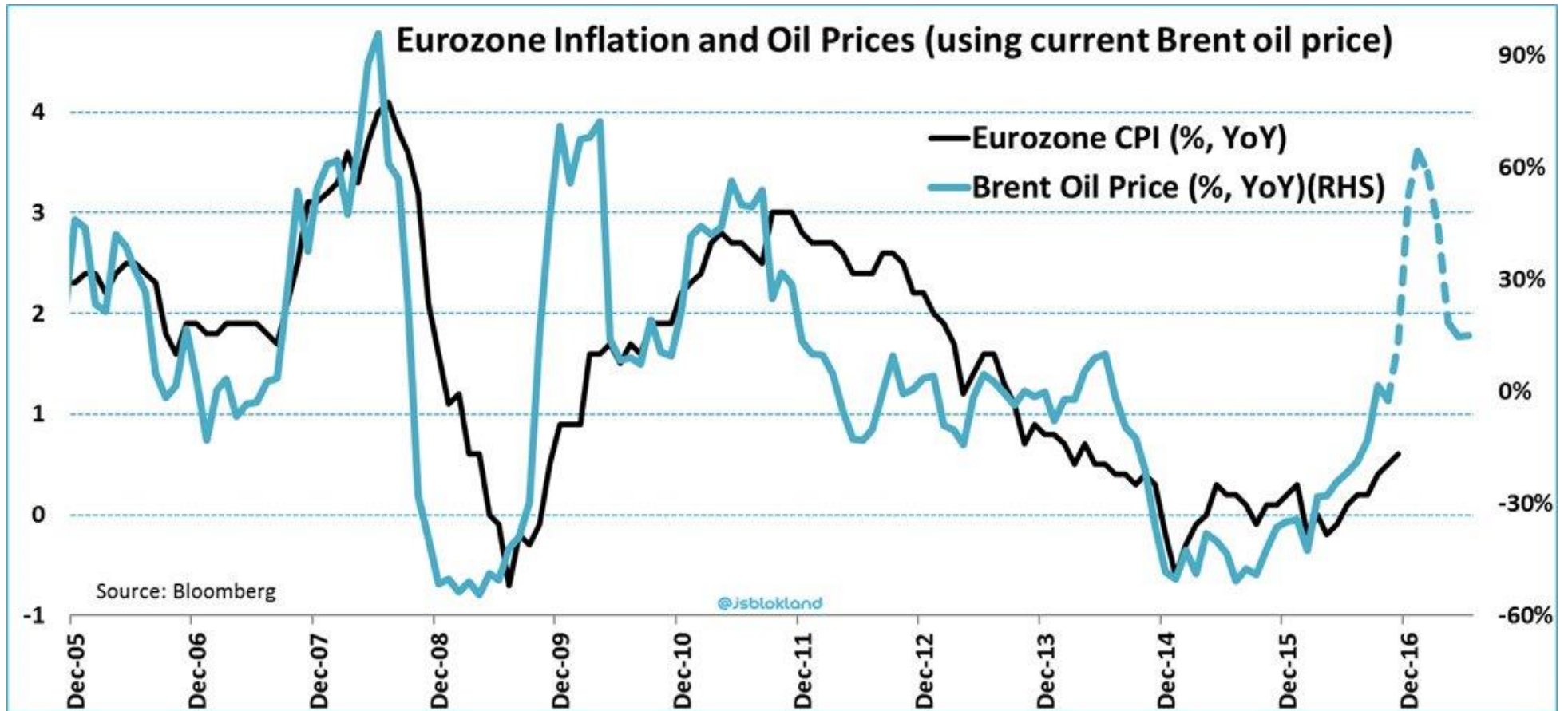
**Inflación subyacente de EEUU y área euro (%)**



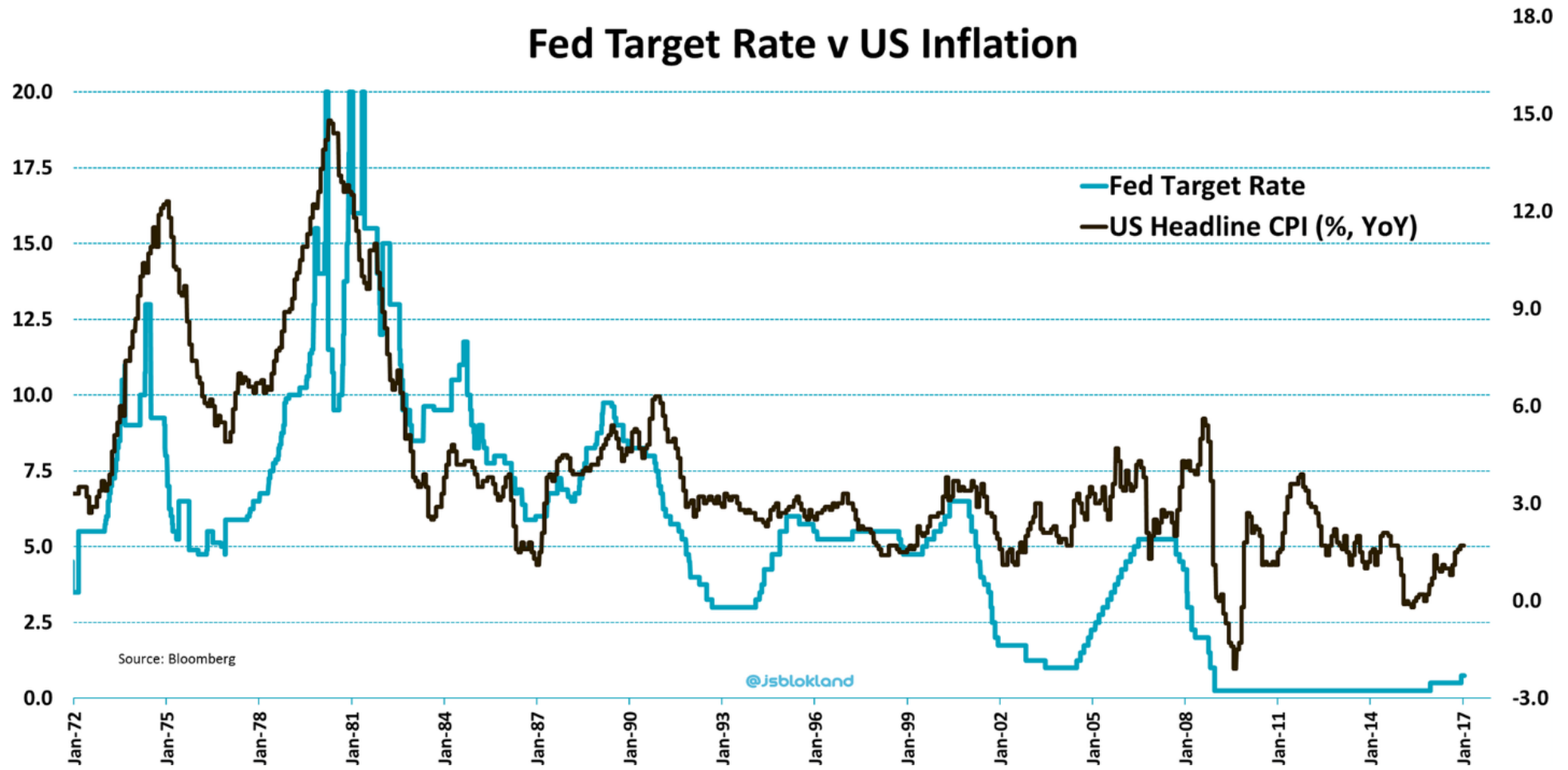
**Previsiones de inflación (%)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EE.UU.	2,1	1,5	1,6	0,1	1,2	2,3
Japón	0,0	0,4	2,7	0,8	-0,2	0,4
R. Unido	2,8	2,5	1,5	0,0	0,7	2,5
UME	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,3
Alemania	2,0	1,5	0,9	0,3	0,4	1,6
Francia	2,0	0,9	0,5	0,0	0,2	1,2
Italia	3,1	1,2	0,2	0,1	0,0	0,8
España	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,4

# ¿Será esta vez “la buena”?



# Fed Target Rate v US Inflation



Source: Bloomberg

@jsblokland

# 5 | China: persiste la depreciación del yuan, ¿repunte de la inflación?

# China también experimenta una ligera aceleración al final de 2016...

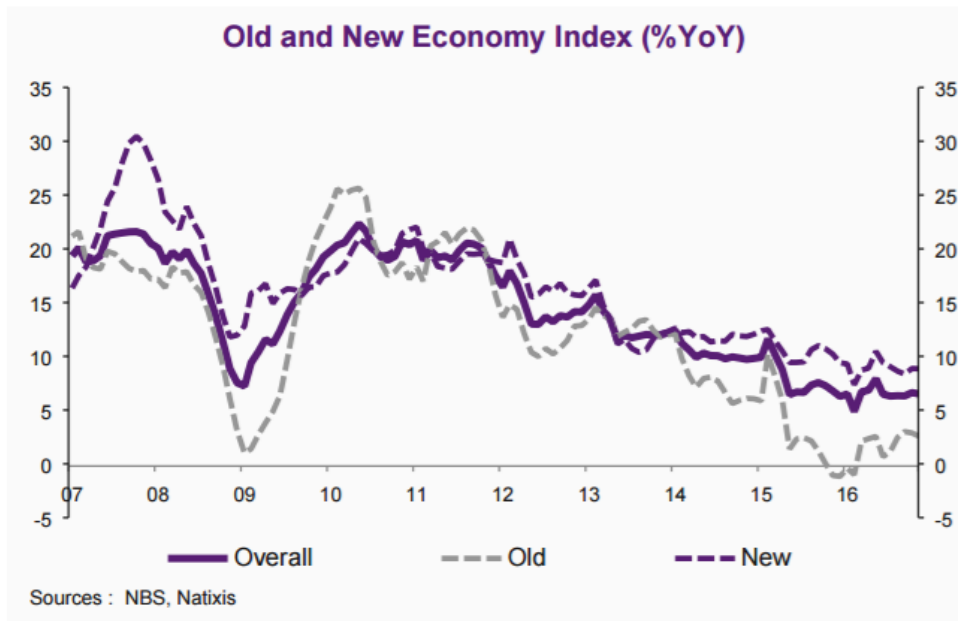
- China crece en 3T16 un 6,7% ia, lo que supone repetir la tasa de los dos trimestres anteriores. De esta forma se reducen los temores de un *hard landing*.
- El registro se sitúa en línea con los objetivos de crecimiento establecidos por las autoridades chinas a principios de este año (6,5% - 7% anual), que mostraban una disposición a registrar un crecimiento menor al obtenido el pasado año (6,9%).

## Últimos indicadores de la economía china

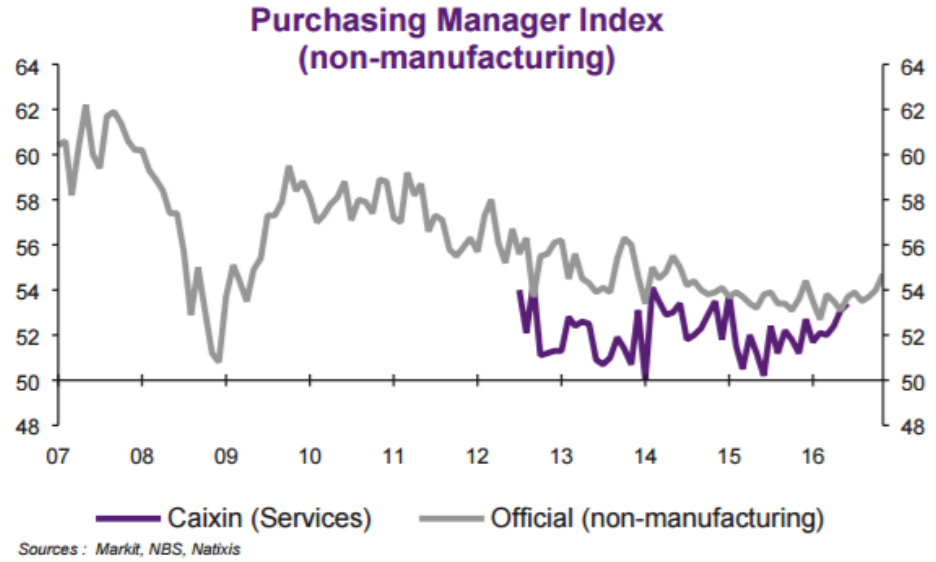
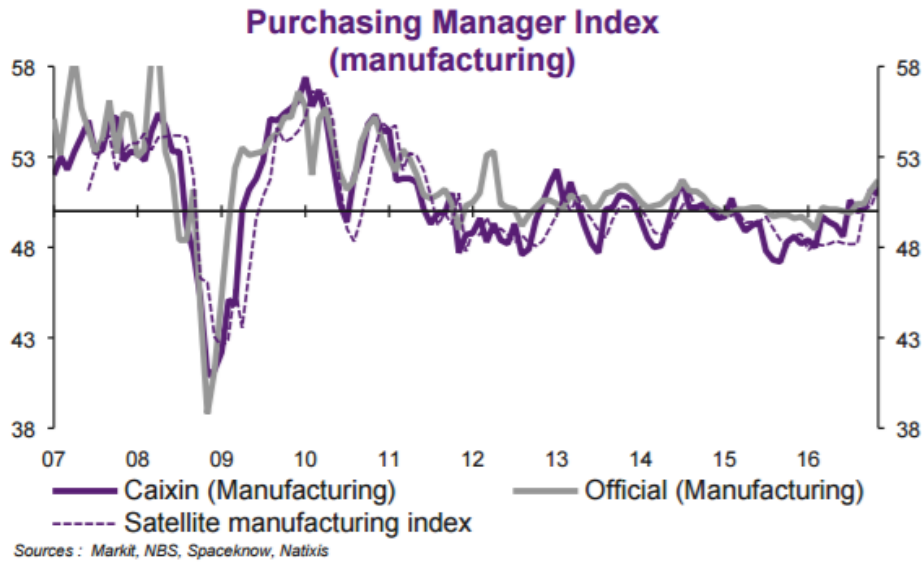
Table 1. Economic indicators improving in 4Q		2016 (% yoy, quarter average)			
		4Q	3Q	2Q	1Q
Manufacturing PMI	Official	51.4	50.2	50.1	49.5
	Caixin	51.3	50.2	49.1	48.7
Services PMI	Caixin	53.0	51.9	51.9	51.9
	Railway Freight*	12.6	3.2	-5.6	-9.1
Electricity production*	8.7	8.4	1.6	13.5	
Retail Sales	10.4	10.5	10.2	10.9	
CPI	2.2	1.7	2.1	2.1	
PPI	3.3	-0.8	-2.9	-4.8	
Bank loans	New loans	36.6	-21.2	1.2	25.5
	Aggregate Social Financing	26.3	15.7	-24.7	44.3
Fixed Asset Investment	8.3	8.1	9.7	10.5	
Exports	-5.2	-6.9	-6.3	-11.8	
Imports	2.0	-4.3	-6.8	-13.9	

Sources: Bloomberg, Natixis  
 \* Numbers up to November for 4Q

## Crecimiento del PIB de China (tasa interanual)



# ... con una recuperación de los PMI...



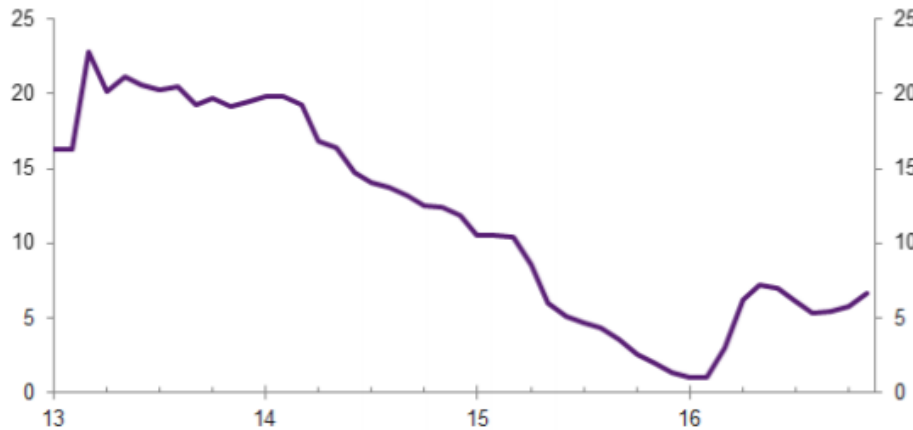
	Dec-16	Nov-16
<b>Manufacturing</b>		
Caixin	<b>51.9</b>	<b>50.9</b>
Official	<b>51.4</b>	<b>51.7</b>
Satellite index*	<b>51.0</b>	<b>51.4</b>
<b>Non-manufacturing</b>		
Caixin	<b>53.4</b>	<b>53.1</b>
Official	<b>54.5</b>	<b>54.7</b>

\*Spaceknow China Satellite Manufacturing Index (SMI) monitors over 6,000 industrial facilities all across China from space imagery and uses proprietary algorithms to measure level of manufacturing activity using surface material classification.



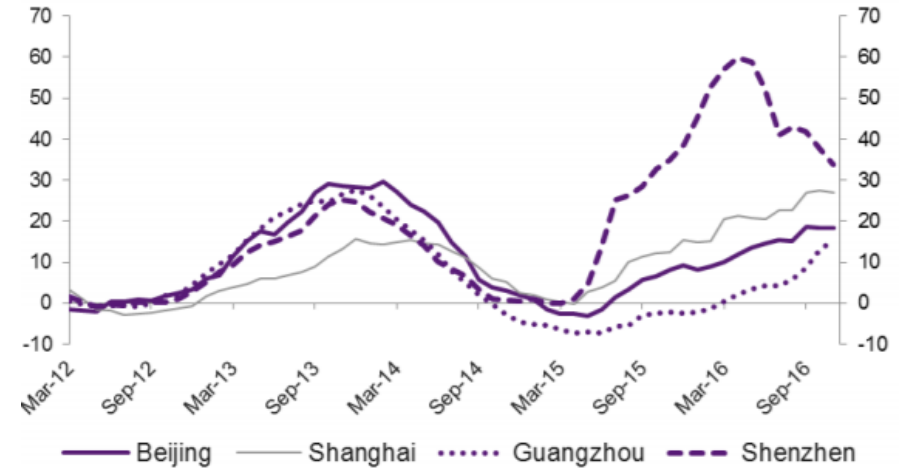
# ... y del mercado inmobiliario

**Fixed asset investment - Real estate (YTD %YoY)**



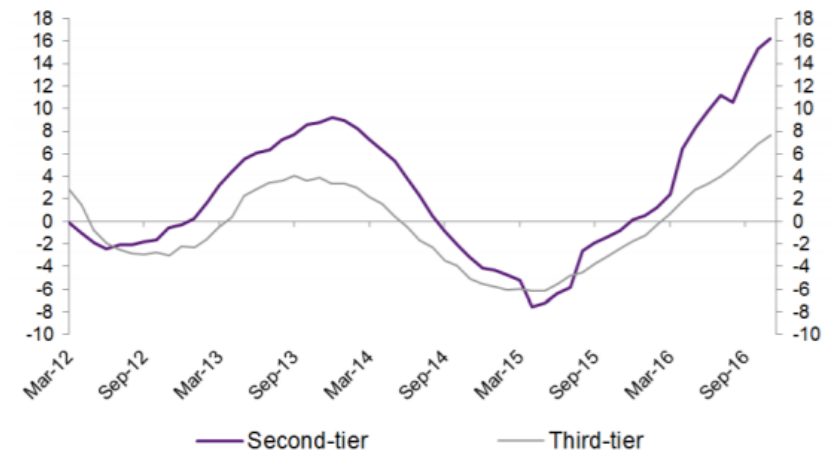
Sources: PBoC, Natixis

**First tier city housing prices (%YoY)**



Sources: 100 City Price Index, Natixis

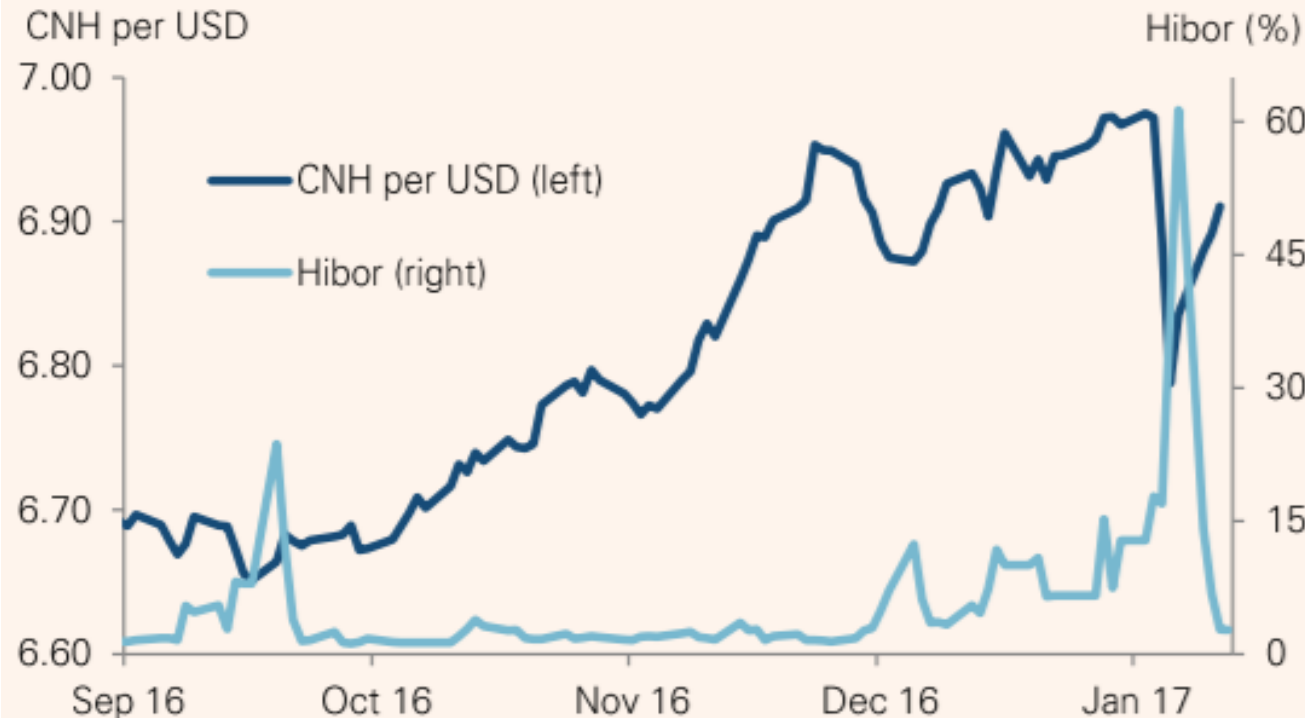
**Second and third tier city average housing prices (%YoY)**



Sources: 100 City Price Index, Natixis

## Atención a las variables financieras de China.

**Chart of the Week: Volatility in the Chinese Currency and Hibor**



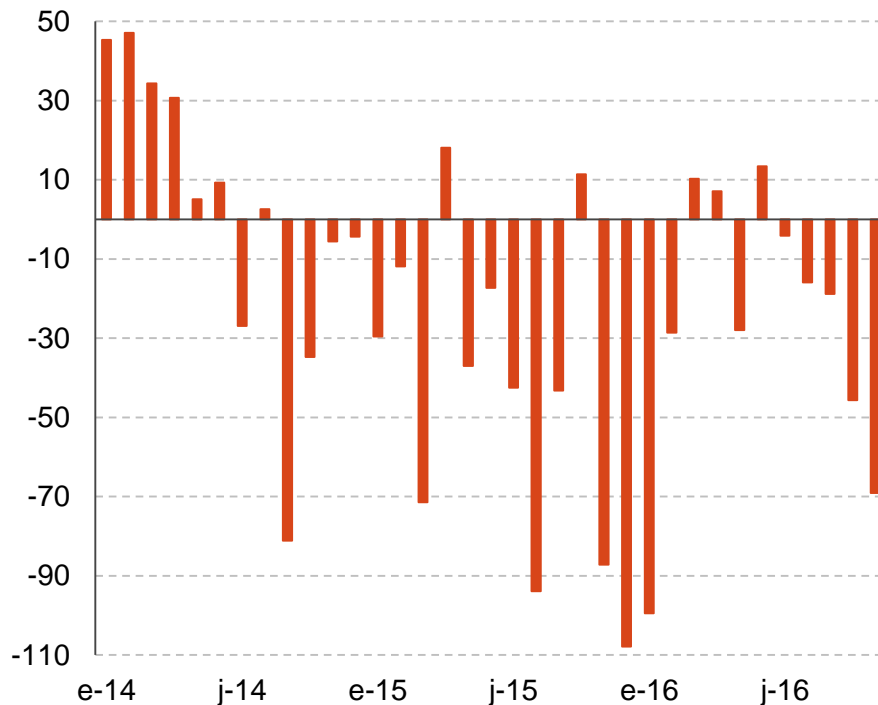
Source: Macrobond. As of Jan. 11, 2017.

- The chart shows the recent fluctuations in the offshore Chinese renminbi (CNH) which appreciated sharply over a two-day period last week.
- The Hong Kong interbank offered rate (Hibor) for overnight lending in renminbi also moved dramatically over the week.
- The Hibor spiked to 61.33%, its second highest level on record, making it highly expensive for investors to borrow to sell the currency short.

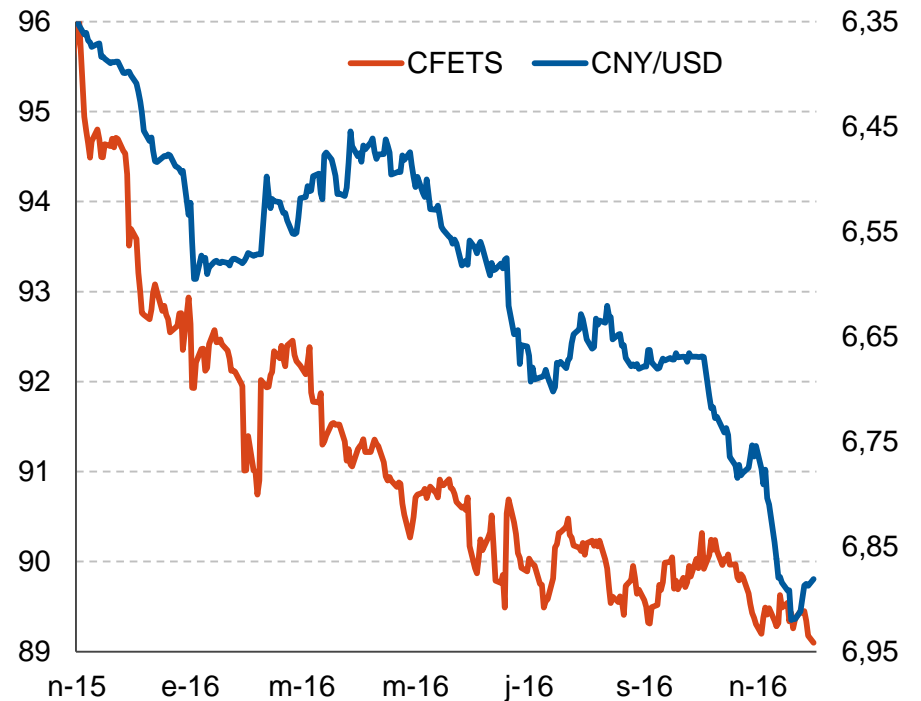
# Continúan las salidas de capitales...

- La depreciación del yuan frente al dólar ha llevado a las autoridades chinas a utilizar reservas para defender su divisa.
- Asimismo, los agentes locales han comenzado a comprar dólares ante las perspectivas de que la depreciación del yuan continúe. En un intento de evitar que esta tendencia se mantenga, las autoridades chinas han anunciado medidas de control de capitales como limitar las operaciones de M&A o restringir las inversiones de real state de las SOEs.

**Variación mensual de reservas de China (miles de millones de USD)**



**CFETS (base 100 = DIC14) y CNY/USD (dcha, inverso)**

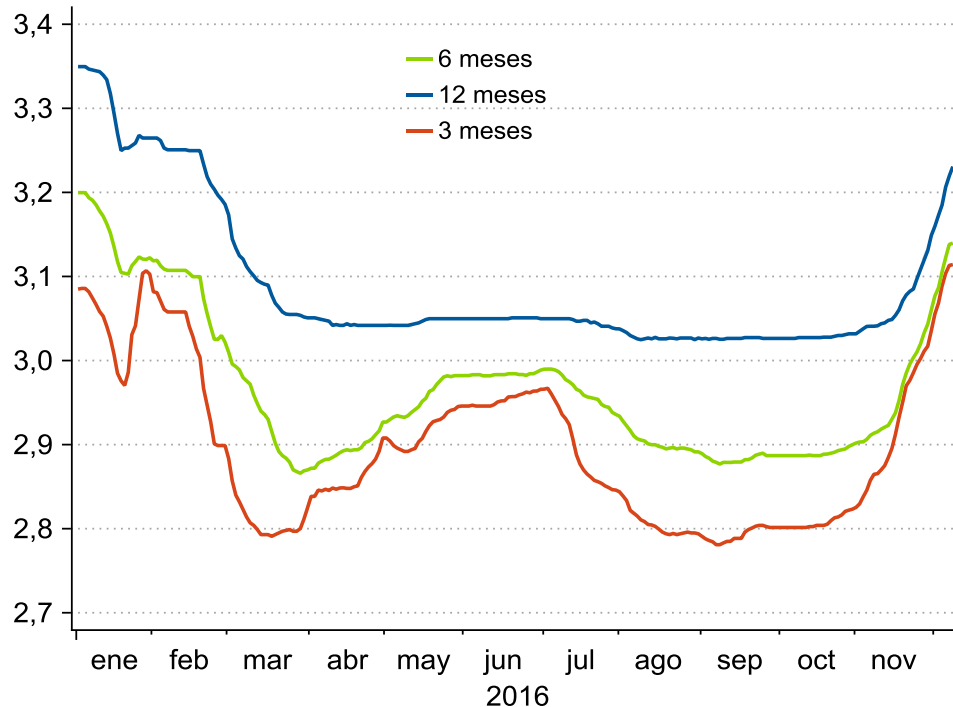


## ... y los tipos de interés empiezan a repuntar.

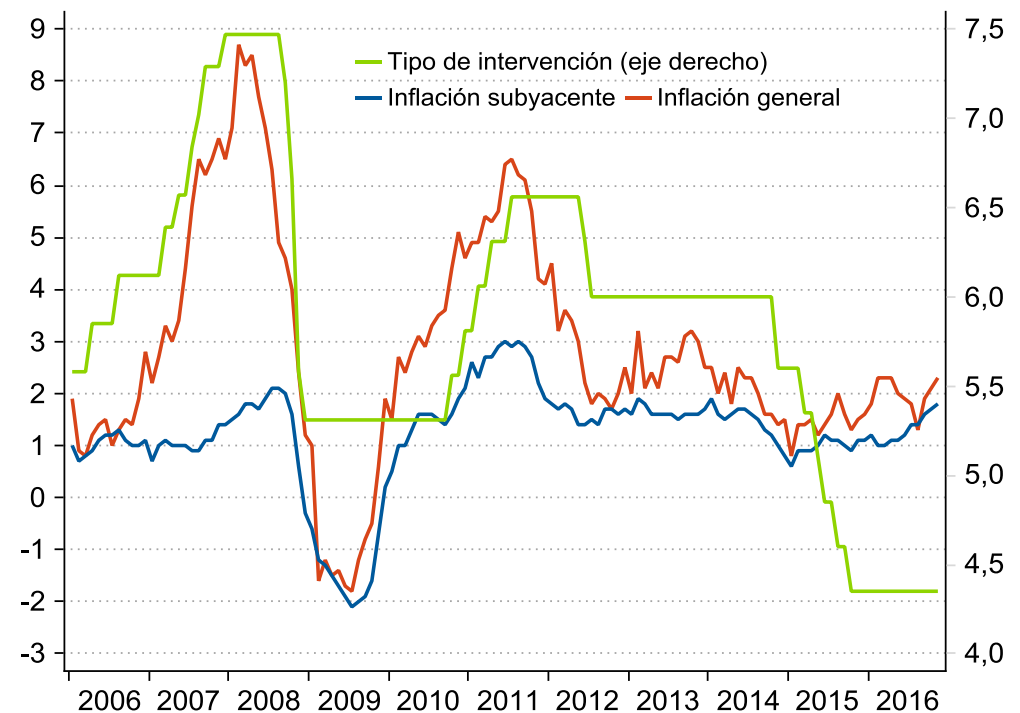
Los tipos interbancarios de China comienza a repuntar por dos motivos:

- La depreciación del yuan podría estar empezando a trasladarse a los precios internos. De mantenerse esta tendencia, podríamos estar asistiendo al fin del ciclo acomodaticio que el PBoC iniciaba en 2012, lo que ha comienza a trasladarse a los tipos internos (repunte).
- Otro motivo por el que los tipos podría estar repuntando se centra en evitar que la salida de flujos continúe. Los inversores nacionales han comenzado a, por ejemplo, comprar deuda de EEUU ante (i) las expectativas de que el USD podría seguir apreciándose frente al CNY y (ii) mayores tipos de interés.

### Tipos interbancarios de Shanghai (%)



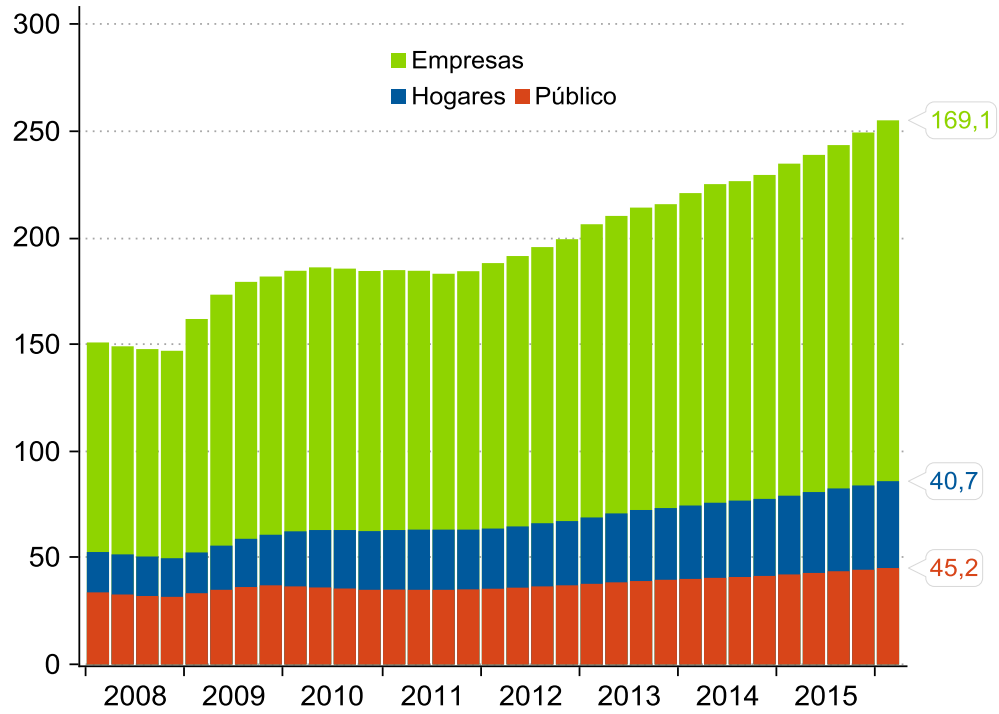
### Inflación de China y tipo de intervención (%)



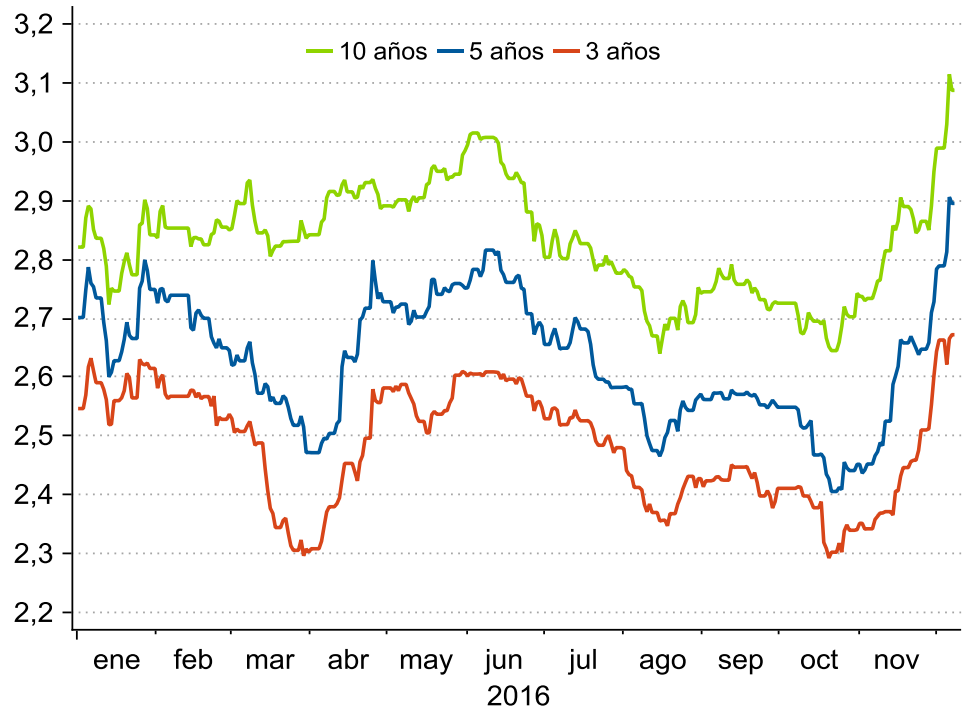
# Riesgo: elevado endeudamiento privado

- El repunte de los tipos puede suponer el fin de las condiciones crediticias laxas. En una economía con alto porcentaje de deuda sobre el PIB podría suponer un riesgo en la medida que, si el repunte de la inflación no lo compensa, podría llevar a un incremento de los defaults. Las empresas, cuyo volumen de deuda asciende al 170% del PIB de China, se han beneficiado de los bajos tipos de interés para continuar refinanciando su deuda e incrementar su inversión.
- Por consiguiente, se trata de un riesgo potencial que, en caso de materializarse, podría derivar en inestabilidad financiera tanto local como global.

**Deuda de la economía china según sector institucional (% PIB)**



**Evolución de la TIR de la deuda a diferentes plazos de China**



# 6 | UME: crecimiento modesto en un año cargado de citas electorales

**Previsiones del BCE para el área euro (%). Diciembre 2016  
frente septiembre 2016**

	<b>diciembre 2016</b>				<b>septiembre 2016</b>		
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>PIB</b>	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
<b>Inflación</b>	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
<b>Inflación subyacente</b>	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5

	Real GDP			Inflation			Unemployment rate			Current account			Budget balance		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Belgium	1.2	1.3	1.5	1.7	1.7	1.8	8.0	7.8	7.6	0.6	0.6	0.6	-3.0	-2.3	-2.4
Germany	1.9	1.5	1.7	0.4	1.5	1.5	4.4	4.3	4.2	9.0	8.7	8.5	0.6	0.4	0.3
Estonia	1.1	2.3	2.6	0.8	2.6	2.7	6.5	7.4	8.3	1.8	1.6	1.5	0.5	-0.4	-0.2
Ireland	4.1	3.6	3.5	-0.2	1.2	1.4	8.3	7.8	7.6	7.9	7.7	7.4	-0.9	-0.5	-0.4
Greece	-0.3	2.7	3.1	0.1	1.1	1.0	23.5	22.2	20.3	0.0	0.2	0.3	-2.5	-1.0	0.9
Spain	3.2	2.3	2.1	-0.4	1.6	1.5	19.7	18.0	16.5	1.7	1.5	1.5	-4.6	-3.8	-3.2
France	1.3	1.4	1.7	0.3	1.3	1.4	10.0	9.9	9.6	-2.1	-2.3	-2.6	-3.3	-2.9	-3.1
Italy	0.7	0.9	1.0	0.0	1.2	1.4	11.5	11.4	11.3	2.8	2.5	2.1	-2.4	-2.4	-2.5
Cyprus	2.8	2.5	2.3	-1.1	0.7	1.3	12.5	11.1	10.0	-2.8	-3.3	-3.4	-0.3	-0.4	0.0
Latvia	1.9	2.8	3.0	-0.1	1.8	2.0	9.6	9.2	8.8	0.0	-1.2	-1.9	-0.8	-1.1	-1.2
Lithuania	2.0	2.7	2.8	0.7	1.7	2.1	7.6	7.4	7.0	0.1	-1.2	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7
Luxembourg	3.6	3.8	3.6	0.0	1.6	1.9	6.2	6.1	6.2	5.6	5.6	5.8	1.3	0.0	0.1
Malta	4.1	3.7	3.7	1.0	1.6	1.8	5.0	5.2	5.2	2.0	1.7	3.7	-0.7	-0.6	-0.6
Netherlands	1.7	1.7	1.8	0.1	1.0	1.1	6.1	5.8	5.4	8.5	8.0	7.7	-0.8	-0.3	-0.1
Austria	1.5	1.6	1.6	1.0	1.8	1.6	5.9	6.1	6.1	2.8	2.9	3.3	-1.5	-1.3	-1.1
Portugal	0.9	1.2	1.4	0.7	1.2	1.4	11.1	10.0	9.5	0.5	0.8	1.2	-2.7	-2.2	-2.4
Slovenia	2.2	2.6	2.2	0.1	1.5	1.9	8.4	7.7	7.2	7.4	7.0	6.4	-2.4	-2.0	-1.5
Slovakia	3.4	3.2	3.8	-0.5	0.8	1.4	9.7	8.7	7.5	0.6	0.1	0.6	-2.2	-1.5	-0.5
Finland	0.8	0.8	1.1	0.3	1.1	1.2	9.0	8.8	8.7	-0.8	-0.9	-0.7	-2.4	-2.5	-2.0
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>10.1</b>	<b>9.7</b>	<b>9.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>
Bulgaria	3.1	2.9	2.8	-0.9	1.0	1.2	8.1	7.1	6.3	2.0	1.0	0.6	-0.9	-0.8	-0.7
Czech Republic	2.2	2.6	2.7	0.5	1.2	1.6	4.2	4.1	4.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.2	-0.6	-0.7
Denmark	1.0	1.7	1.8	0.0	1.2	1.6	6.1	5.9	5.6	6.5	6.4	6.3	-0.9	-2.0	-1.4
Croatia	2.6	2.5	2.3	-0.9	0.8	1.5	13.4	11.7	10.3	3.0	2.4	1.8	-2.1	-1.8	-1.4
Hungary	2.1	2.6	2.8	0.4	2.3	2.7	5.1	4.7	4.1	4.1	3.1	4.1	-1.5	-2.3	-2.3
Poland	3.1	3.4	3.2	-0.2	1.3	1.8	6.2	5.6	4.7	0.8	0.2	-0.1	-2.4	-3.0	-3.1
Romania	5.2	3.9	3.6	-1.0	1.8	2.9	6.5	6.4	6.3	-2.2	-2.6	-2.8	-2.8	-3.2	-3.2
Sweden	3.4	2.4	2.1	1.1	1.6	2.0	6.8	6.4	6.4	5.0	4.9	4.9	0.0	-0.1	0.1
United Kingdom	1.9	1.0	1.2	0.7	2.5	2.6	4.9	5.2	5.6	-5.6	-4.9	-3.3	-3.5	-2.8	-2.3
<b>EU</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>8.6</b>	<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.6</b>
USA	1.6	2.1	1.9	1.2	2.0	2.1	4.9	4.7	4.7	-2.5	-2.6	-2.7	-4.6	-4.2	-4.0
Japan	0.7	0.8	0.4	-0.3	0.0	0.1	3.2	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7	-5.0	-5.1	-5.0



# 7 | El BCE prolonga el QE (APP)

## Política monetaria convencional

- Rebaja de los tipos de interés
- Reducción del coeficiente de caja
- Modificaciones de las facilidades permanentes

## Política monetaria no convencional

- Inyección de liquidez sin límites (*full allotment*) y a plazos largos (3 años, VLTRO y 4 años, TLTRO y TLTRO II)
- Inyección de liquidez en divisas distintas a la nacional (swap de divisas)
- El banco central como inversor: Fed vs BCE:

### Reserva Federal

- Quantitative Easing 1
- Quantitative Easing 2
- Operación Twist
- Quantitative Easing 3

### BCE

- CBPP 1, CBPP 2 y **CBPP 3**
  - SMP
  - OMT
  - **ABSPP** →
  - **PSPP** →
  - **CSPP** →
- ↓
- Asset Purchase Programme (APP)

$$Q\text{€ (APP)} = \text{ABSPP} + \text{CBPP3} + \text{PSPP} + \text{CSPP}$$

Changes of holdings (last two months)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* October 2016	21,261	197,741	38,144	1,134,218	1,391,364
Monthly net purchases	1,253	4,993	9,036	70,145	85,427
Quarter-end amortisation adjustment	0	0	0	0	0
Holdings* November 2016	22,514	202,734	47,180	1,204,362	1,476,790

\*At amortized cost, in euro million, at month end.

Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

El efecto práctico sobre las curvas de tipos debería ser:

- un mantenimiento de expectativas de una senda de subidas de tipos muy lejana en el horizonte, y por tanto,
- una muy gradual deriva de tipos de interés a largo plazo.

▪ **Cambios en el APP decididos el 8 de diciembre de 2016:**

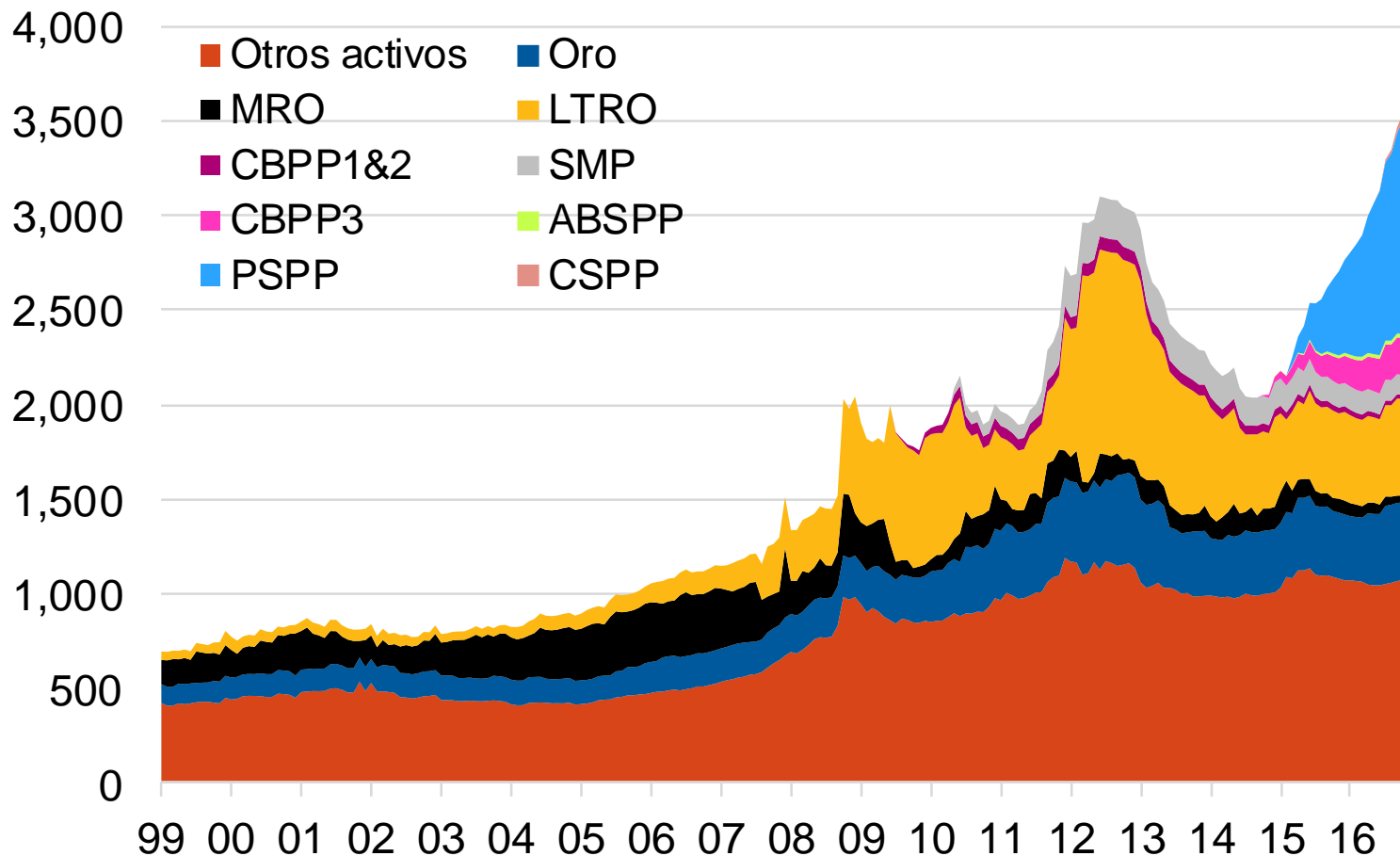
***Alargar el vencimiento del programa hasta diciembre de 2017 pero reducir el importe de compras mensuales de 80.000 millones de EUR a 60.000.***

***Eliminación del límite de compras al tipo de la Facilidad Marginal de Depósito (-0,4%).***

***Reducción del vencimiento mínimo a un año (hasta ahora, el BCE podía comprar deuda pública con un vencimiento que se situase en el rango 2-30 años). Esta modificación se limita al PSPP (en el CSPP el límite inferior es 6 meses).***

# El balance del BCE, en máximos históricos

Evolución del activo del BCE



**Table 3: 2017 estimates of gross supply net of PSPP purchases (EUR bn)**

2017 Gross Supply minus PSPP (EUR bn)	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Total
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
Austria	-0.4	4.0	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.1	4.6	-1.2	0.0	6
Belgium	2.3	0.3	0.9	7.2	-1.8	2.0	1.5	-1.1	2.5	-0.1	1.0	-1.4	13
Finland	1.0	-1.1	4.4	-0.8	-0.8	0.6	-0.8	3.6	-0.8	0.5	0.6	-0.7	6
France	9.0	8.8	7.6	15.6	9.9	9.4	13.9	2.3	12.9	5.8	8.0	-2.7	101
Germany	-0.8	3.5	4.2	0.4	4.9	4.9	5.8	10.7	4.5	-1.1	4.5	-4.2	37
Ireland	2.9	0.3	-1.1	0.2	0.3	-0.8	-0.8	-0.5	0.5	0.5	0.2	-0.6	1
Italy	15.3	15.5	11.1	24.8	12.9	7.2	15.4	3.0	15.3	22.5	11.6	-6.9	148
Netherlands	-1.4	-3.1	4.1	-0.9	1.3	3.7	0.8	-1.5	2.6	0.0	0.5	-1.8	4
Portugal	2.6	-1.2	1.0	0.6	0.4	0.1	0.3	0.5	-0.1	0.0	-0.9	-0.7	2
Spain	11.5	0.0	6.0	1.3	5.0	5.8	11.6	0.0	3.4	3.9	2.3	1.2	52
<b>2017 Grand Total</b>	<b>41.9</b>	<b>27.1</b>	<b>37.6</b>	<b>48.1</b>	<b>32.1</b>	<b>32.9</b>	<b>47.7</b>	<b>16.7</b>	<b>40.8</b>	<b>36.7</b>	<b>26.5</b>	<b>-17.8</b>	<b>370</b>

\*Assuming EUR 25bn of buybacks in France in 2017

**Table 4: 2017 estimates of net supply net of PSPP purchases (EUR bn)**

2017 Net Supply minus PSPP (EUR bn)	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Est.	Total
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
Austria	-0.4	-5.9	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-7.9	4.6	-1.2	0.0	-12
Belgium	2.3	0.3	-8.5	7.2	-1.8	-9.2	1.5	-1.1	-5.1	-0.1	1.0	-1.4	-15
Finland	1.0	-1.1	4.4	-5.8	-0.8	0.6	-0.8	3.6	-6.8	0.5	0.6	-0.7	-5
France	9.0	-9.6	7.6	-11.6	9.9	9.4	-21.9	2.3	12.9	-28.0	8.0	-2.7	-15
Germany	-20.8	-12.5	-9.8	-17.6	4.9	-8.1	-13.2	10.7	-8.5	-17.1	4.5	-17.2	-105
Ireland	2.9	0.3	-1.1	0.2	0.3	-0.8	-0.8	-0.5	0.5	-5.7	0.2	-0.6	-5
Italy	15.3	-20.3	3.2	7.7	-14.6	-16.6	15.4	-31.6	1.9	9.5	-26.3	-6.9	-63
Netherlands	-12.2	-3.1	4.1	-12.5	1.3	3.7	-12.2	-1.5	2.6	0.0	0.5	-1.8	-31
Portugal	2.6	-1.2	1.0	0.6	0.4	0.1	0.3	0.5	-0.1	-6.8	-0.9	-0.7	-4
Spain	-9.9	0.0	6.0	1.3	-16.5	5.8	-8.5	0.0	3.4	-16.8	2.3	1.2	-32
<b>2017 Grand Total</b>	<b>-10.3</b>	<b>-53.0</b>	<b>6.3</b>	<b>-30.7</b>	<b>-17.0</b>	<b>-15.1</b>	<b>-40.2</b>	<b>-17.9</b>	<b>-7.1</b>	<b>-59.8</b>	<b>-11.4</b>	<b>-30.8</b>	<b>-287</b>

\*Assuming EUR 25bn of buybacks in France in 2017

\*\*Heatmaps apply horizontally for each country separately



= PSPP

Source: BNP Paribas

# 8 | PIB España: hacia un agotamiento de los “vientos de cola”

## Economía española: desaceleración gradual

% anual	2015	2016	2017
<b>PIB real</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>
Consumo Final	2,6	2,7	2,1
Hogares	2,9	3,1	2,4
AA.PP.	2,0	1,7	1,3
FBCF	6,0	4,4	3,4
Bienes de equipo	8,8	6,9	5,4
Construcción	4,9	2,7	3,2
Vivienda	3,1	3,3	4,4
Otra construcción	6,4	2,3	2,1
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>
Exportaciones	4,9	4,4	3,4
Importaciones	5,6	4,1	3,2
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
IPC (media anual)	-0,5	-0,2	1,8
Deflactor PIB	0,6	0,6	1,1
PIB nominal	3,8	3,9	3,6
Empleo (EPA)	3,0	3,0	2,3
Tasa de paro (EPA)	22,1	19,6	17,8
Saldo público (% PIB)	-5,0	-4,6	-3,6
Deuda pública (% PIB)	99,0	100,6	100,8
Balanza por cc (% PIB)	1,5	1,8	1,6

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Afi, INE

### CRECIMIENTO ECONÓMICO:

- Estimamos un **crecimiento del 0,7% en el 4T16, que nos conduce a revisar al alza la previsión anual de 2016.**
- Pese a la incertidumbre del entorno global, el mejor cierre de 2016 tiene un impacto positivo en el PIB 2017 (inercia).
- La creación de empleo se mantiene robusta, sin mejoras significativas de la productividad.

### DEMANDA INTERNA:

**Desaceleración de la demanda interna**, que acusa:

- Agotamiento del estímulo fiscal de 2015.
- Erosión del poder adquisitivo de los hogares vía precios.
- Contención del consumo final de las AAPP.
- Moderación de la inversión en bienes de equipo, compensada parcialmente por la recuperación gradual de la vivienda.

### DEMANDA EXTERNA:

- **Buen desempeño del sector exterior**, a pesar de la desaceleración del comercio global

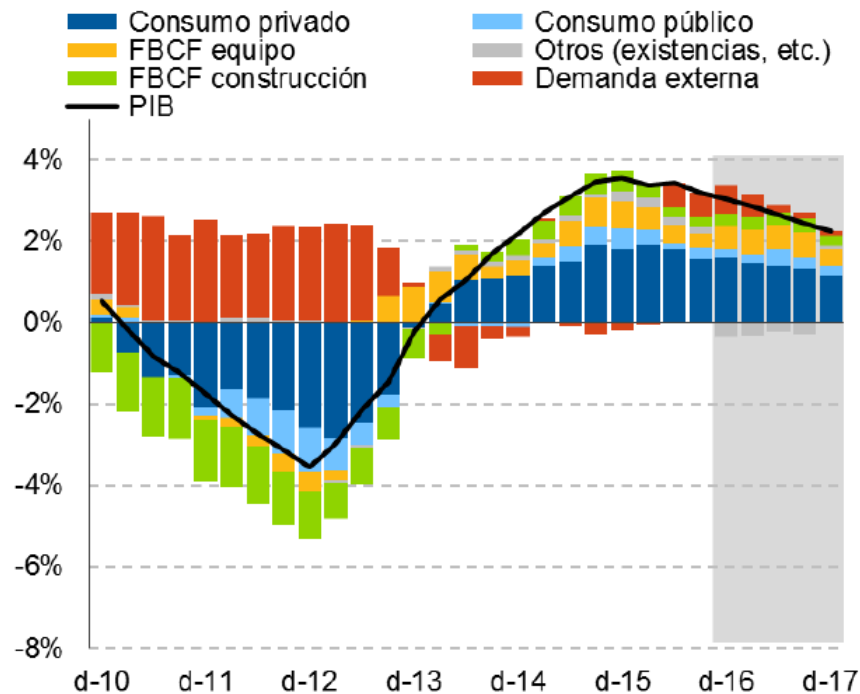
### SECTOR PÚBLICO:

- El sistema de **pagos a cuenta del Impuesto de Sociedades facilita el cumplimiento del déficit en 2016.** A pesar de las nuevas medidas fiscales, la desviación para alcanzar el objetivo PDE 2017 (3,1%) podría ser de cinco décimas achacables a la Seguridad Social.
- El crecimiento económico permite que **la ratio de deuda se estabilice** en torno al 100% del PIB.

## Crecimiento del empleo robusto, pese a la desaceleración, sin mejoras significativas en la productividad

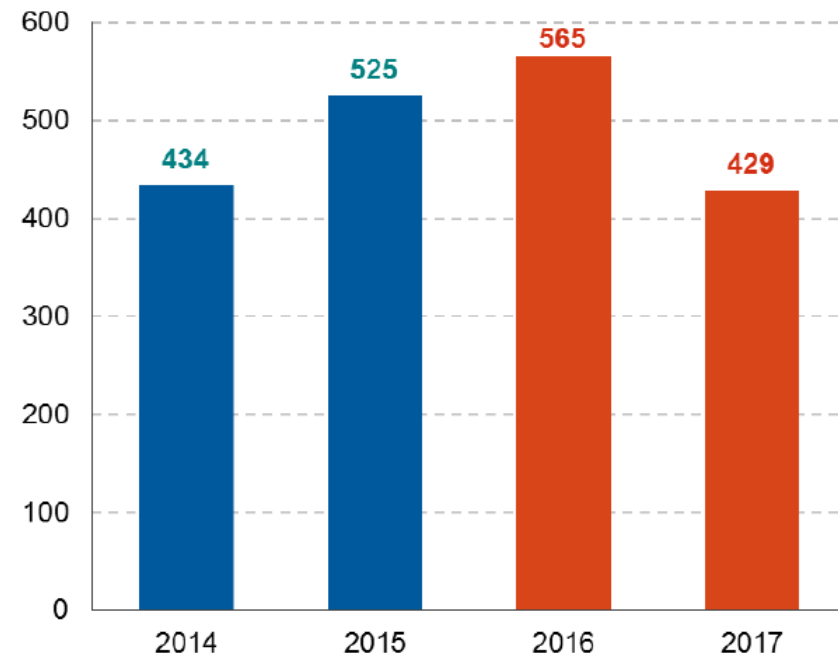
- Estimamos que se crearán más de 560.000 y 430.000 puestos de trabajo en 2016 y 2017, respectivamente. La tasa de paro disminuirá hasta el 17,8% el próximo año.
- La productividad aparente del factor trabajo apenas crecerá en 2017 siguiendo la tónica observada en los últimos dos años.

**Crecimiento interanual del PIB (%)**



Fuente: Afi, INE

**Previsión de ocupados EPA (miles de personas)**



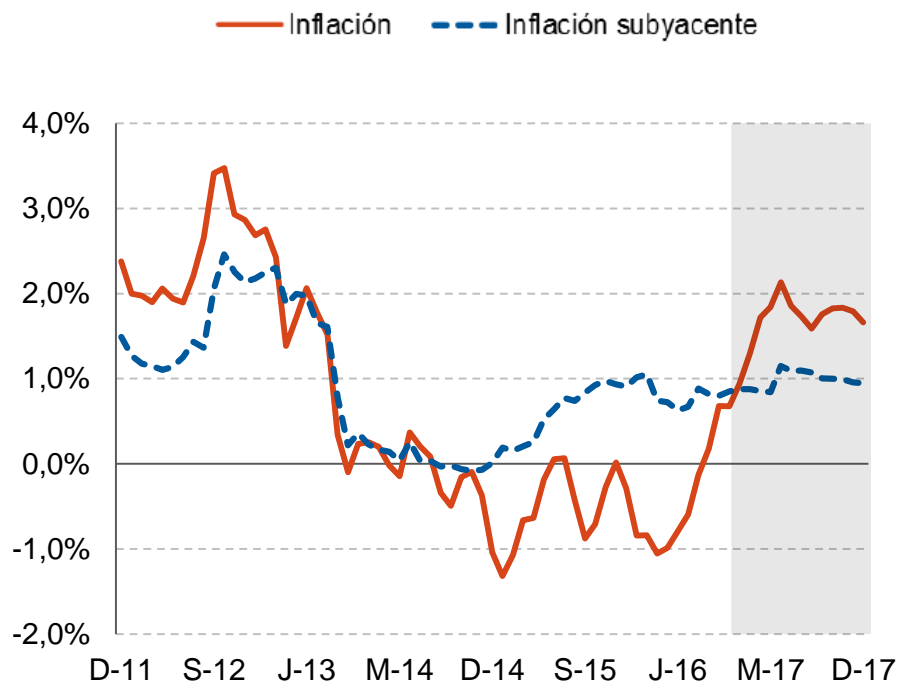
Fuente: Afi, INE



## Retorno a tasas de inflación próximas al 2% interanual y estabilización de la ratio de deuda pública

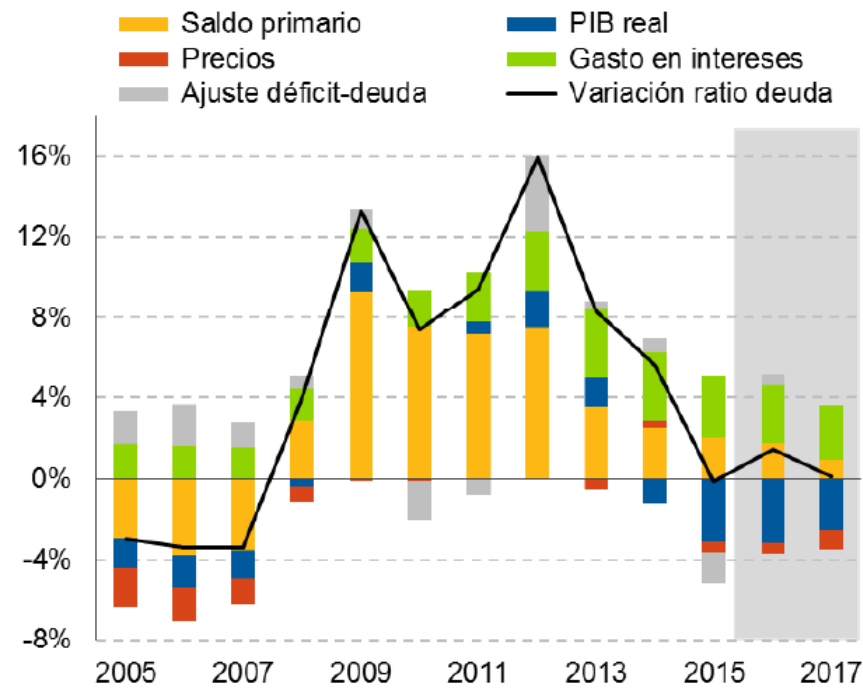
- Nuestras previsiones apuntan a una tasa anual de inflación de -0,2% en 2016 y 1,8% en 2017 (55,5 USD promedio anual).
- A pesar de la lenta progresión del ajuste fiscal (5,1% déficit 2015, 4,6% déficit 2016), el fuerte crecimiento está permitiendo contener la ratio de deuda pública en el entorno del 100% del PIB.

### Evolución de la tasa de inflación (%ia)



Fuente: Afi, INE

### Variación de la ratio de deuda pública (%PIB)

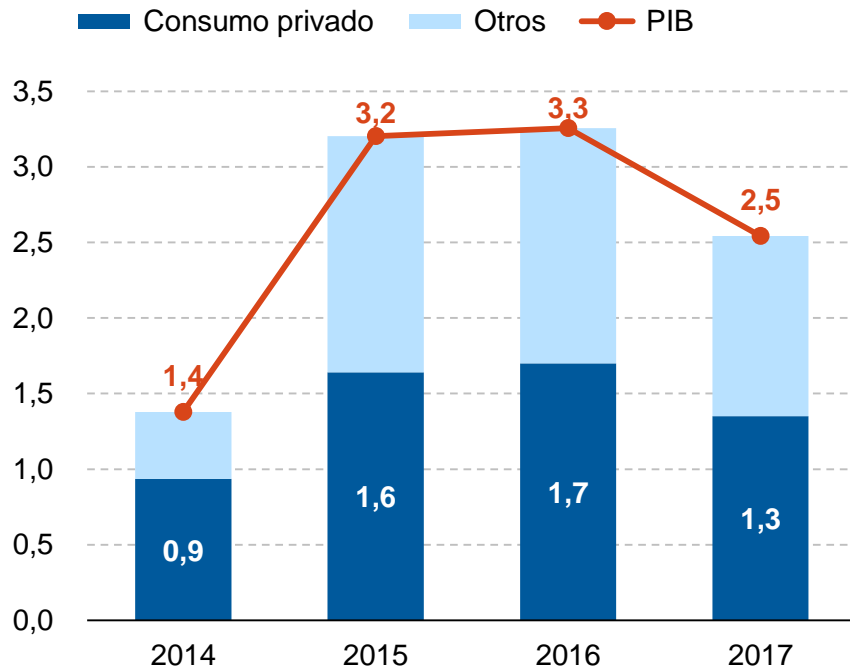


Fuente: Afi, INE y BdE

## El retorno de la inflación desacelera el consumo privado en 2017

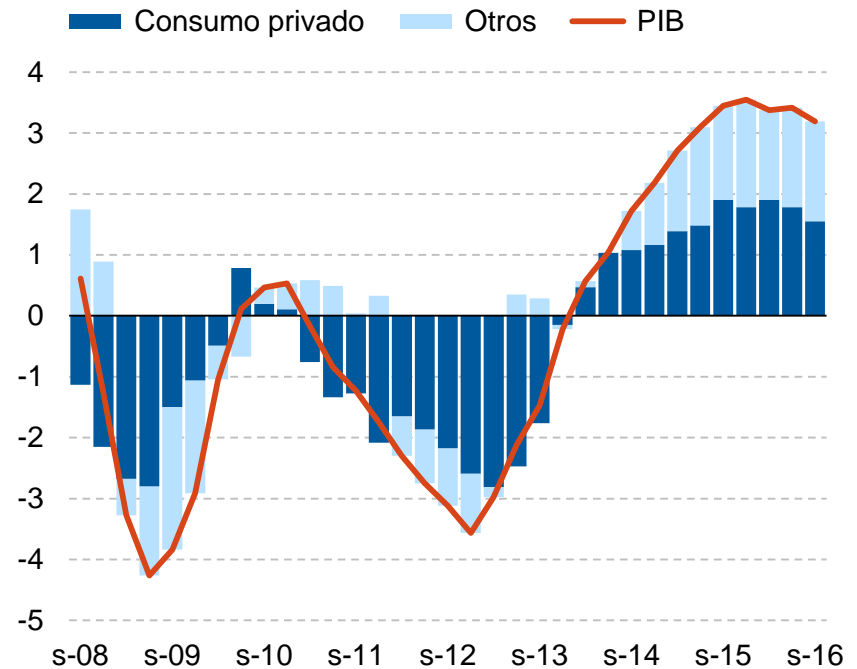
- El agotamiento del estímulo sobre la fiscalidad directa de 2015 y 2016, la ralentización del mercado laboral y, sobre todo, el incremento esperado de la inflación explican la desaceleración del consumo de los hogares en 2017.
- Sin un incremento significativo de los salarios en el corto plazo y con una inflación que transitará del -0,2% en 2016 al +1,8% en 2017 (estimación Afi), la merma del poder adquisitivo de los hogares se hará notar en el consumo.

**Aportación del consumo privado al crecimiento anual del PIB. Previsión Afi**



Fuente: Afi, INE

**Evolución del consumo privado desde el inicio de la crisis (% ia)**



Fuente: Afi, INE

## El 4T16 no ha ofrecido señales de desaceleración

- Los indicadores adelantados del 4T16 mantienen el pulso con respecto al 3T16 (0,7% INE)
  - Afiliación a la Seguridad Social por encima del 3% interanual
  - Mejora el indicador de sentimiento económico y los índices de confianza (industria, servicios, consumo)
  - Aumenta el PMI de manufacturas y se mantiene el PMI de servicios, ambos en zona de expansión
  - Progresa la utilización de la capacidad productiva

### Monitor de coyuntura macro España

Var. Interanual (%)	dic.-15	ene.-16	feb.-16	mar.-16	abr.-16	may.-16	jun.-16	jul.-16	ago.-16	sep.-16	oct.-16	nov.-16
I. sentimiento económico (1)	111,9	107,8	107,3	106,9	106,1	105,7	106,5	106,0	104,5	105,0	107,6	108,4
Confianza en la industria (1)	3,0	-1,3	-2,7	-1,6	-2,2	-4,2	-2,1	-3,1	-5,2	-3,0	-0,1	0,9
Confianza en los servicios (1)	21,3	18,7	18,5	19,3	16,5	19,1	17,0	18,8	14,9	14,3	17,7	18,3
I. confianza consumidor (1)	5,4	-0,9	-1,4	-5,1	-4,3	-3,0	-2,4	-5,8	-5,2	-7,3	-4,8	-2,2
Ventas grandes empresas	2,5%	1,6%	2,1%	1,5%	4,8%	2,1%	3,3%	1,4%	2,3%	3,7%	2,5%	
Ventas al por menor deflactadas	2,3%	3,6%	4,1%	4,4%	4,0%	2,3%	5,7%	5,1%	3,3%	3,1%	2,2%	
Matriculación de automóviles	22,8%	21,7%	20,5%	17,2%	19,2%	18,9%	18,3%	17,5%	16,0%	14,9%	14,5%	13,4%
Exportaciones de bienes deflactadas	3,7%	5,5%	4,3%	2,5%	4,0%	5,5%	7,1%	1,7%	1,4%	0,0%		
Afiliación a la Seguridad Social	3,2%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,4%	3,2%
Entradas turistas extranjeros	7,6%	11,2%	13,7%	16,1%	11,3%	7,4%	12,7%	9,3%	5,8%	10,3%	11,0%	
Nueva concesión de crédito al sector privado	20,9%	30,4%	32,1%	28,0%	33,4%	37,5%	37,7%	27,5%	22,8%	20,7%	26,8%	
Producción industrial	4,1%	3,4%	2,0%	2,8%	2,6%	0,9%	1,0%	0,2%	4,2%	0,6%	0,5%	
Consumo electricidad ajustado temp.	20,0%	12,3%	10,5%	13,6%	17,1%	17,7%	17,0%	6,8%	3,9%	8,3%	5,8%	
Consumo aparente de cemento	5,4%	6,4%	4,7%	0,5%	-2,2%	-7,2%	-5,9%	-5,1%	-2,8%	-3,7%	-3,9%	
PMI manufacturas	53,0	55,4	54,1	53,4	53,5	51,8	52,2	51,0	51,0	52,3	53,3	54,5
PMI servicios	55,1	54,6	54,1	55,3	55,1	55,4	56,0	54,1	56,0	54,7	54,6	55,1
Utilización de la capac. productiva, %		77,8%			78,2%			79,0%			79,2%	

(1) Índices

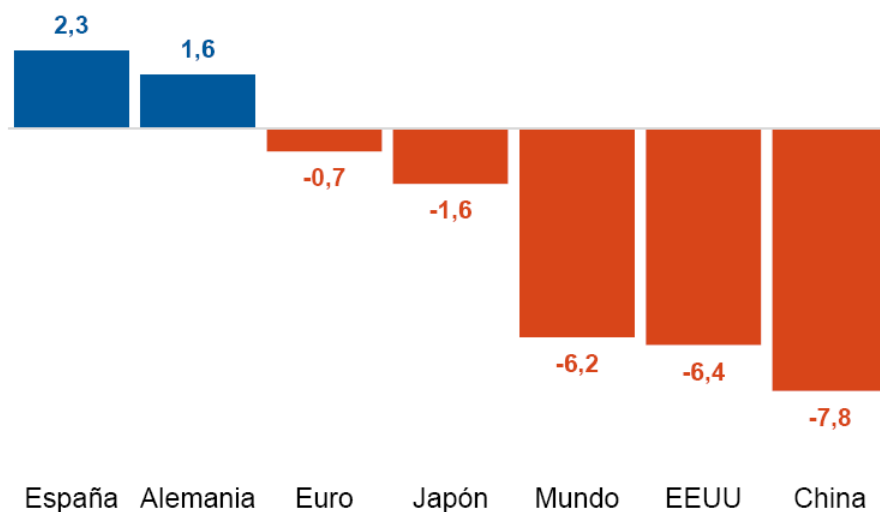
(\*) Corregidas de variaciones estacionales

Fuente: Afi, INE, MINECO, Markit, Macrobond

## El sector exterior sigue comportándose de forma excepcional, a pesar de los condicionantes exteriores

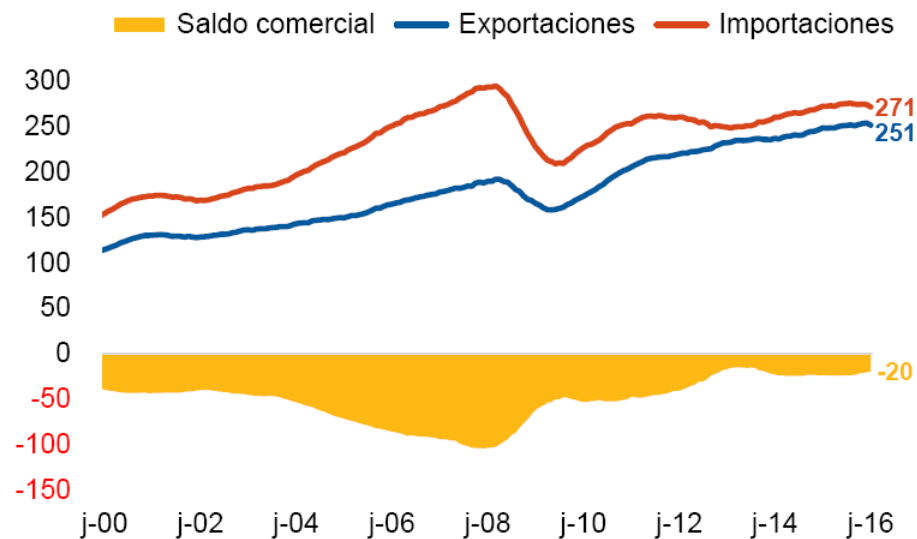
- El déficit comercial parece haberse estabilizado en torno a 20.000 millones de euros desde el inicio de la recuperación económica, con una tasa de cobertura del 95% y una tasa de apertura del 47% del PIB.
- Los precios de las exportaciones españolas caen menos de lo que lo hacen los precios de las importaciones. Esto está permitiendo un incremento del volumen de exportaciones mayor que en el comercio global.

**Crecimiento de las exportaciones de bienes en 1S16  
(% interanual)**



Fuente: Afi, OMC

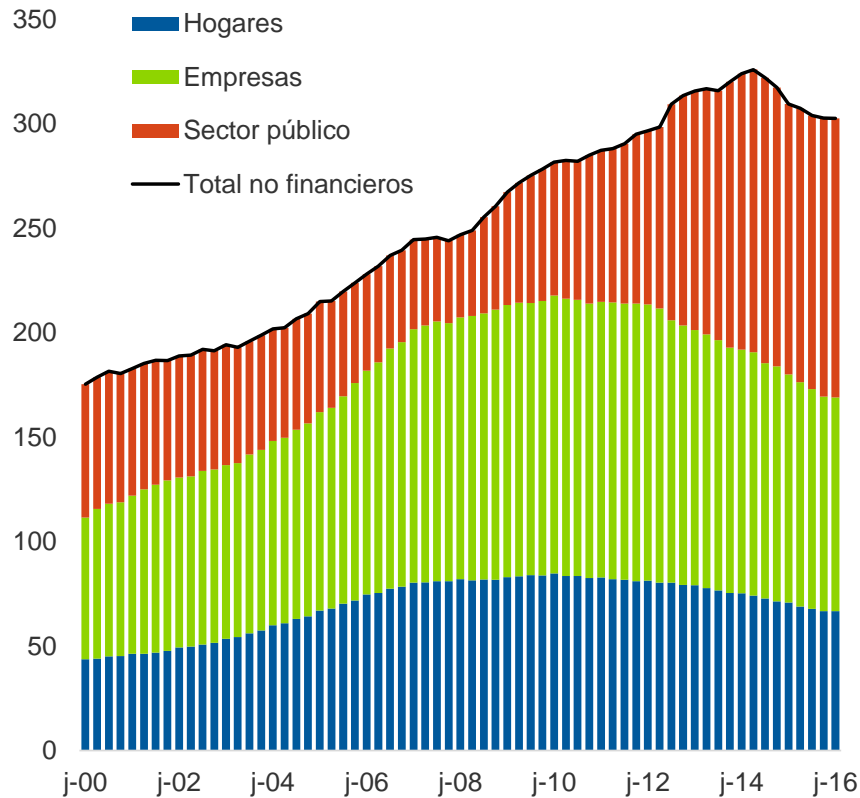
**Evolución anual de la balanza comercial  
(miles de millones)**



Fuente: Afi, MINECO

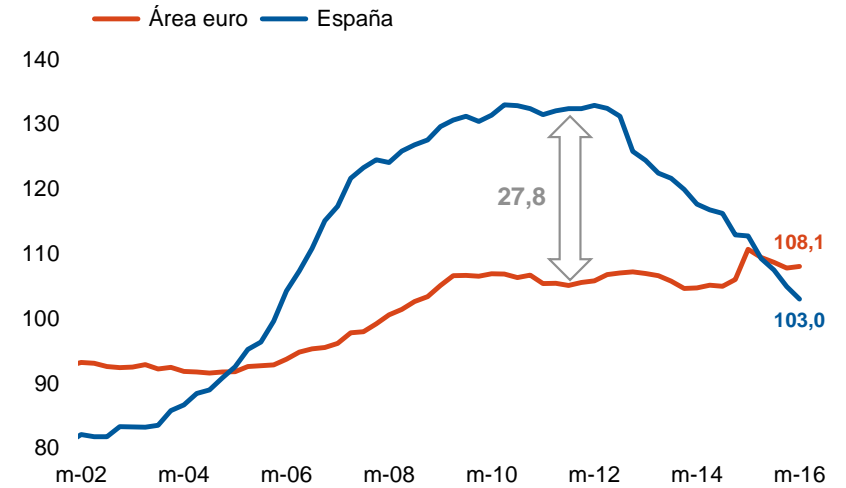
## El desapalancamiento de los sectores de se ralentiza en el 2T16

**Deuda bruta de España por sectores institucionales (% del PIB)**

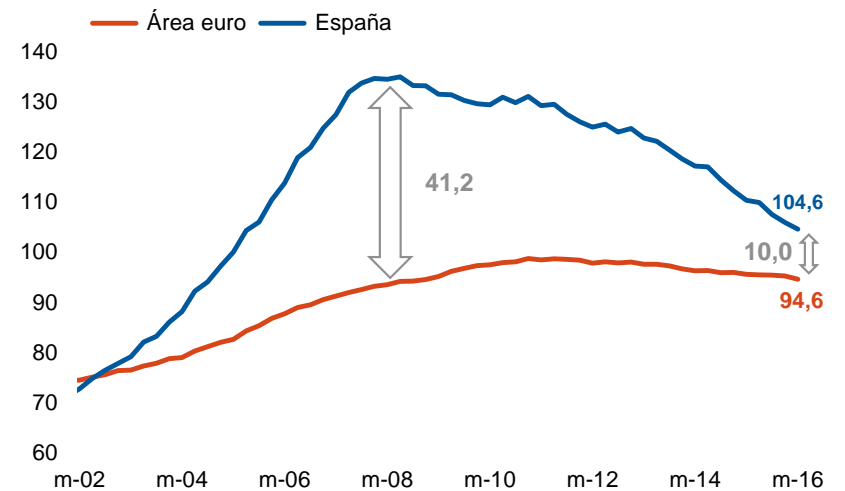


Fuente: Afi, Banco de España, BCE

**Deuda bruta empresas no financieras (% PIB)**



**Deuda bruta hogares (% RBD)**



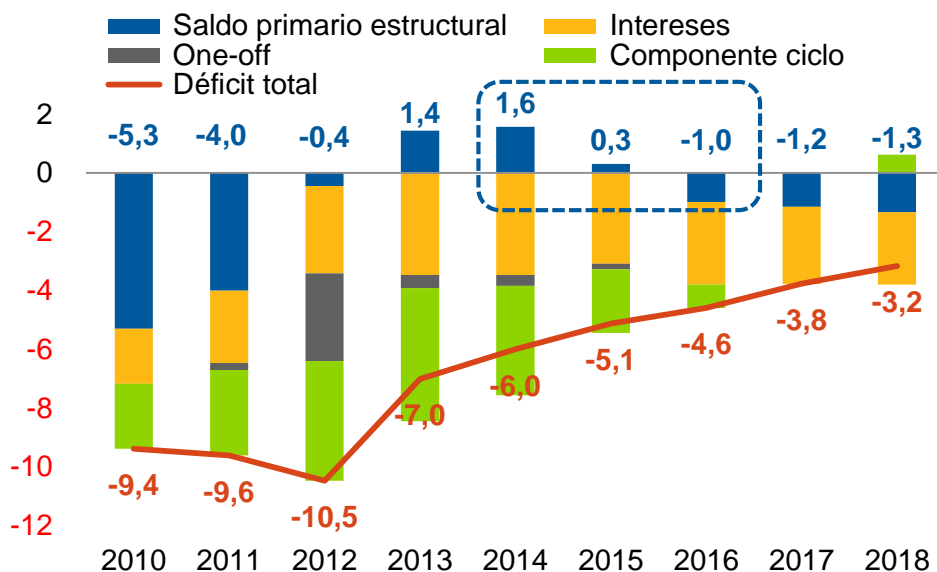
## Cambio de orientación de la política fiscal, de expansiva a neutra

- El impacto estructural de las nuevas medidas propuestas por el Gobierno se cifra en 7.000 millones de euros, que equivale a unos 0,6 puntos del PIB estimado para 2017.
- Ante la ausencia de medidas dirigidas a reducir el déficit de la Seguridad Social, estimamos un incumplimiento del objetivo de déficit 2017 para el conjunto de las administraciones públicas, que podría situarse en torno al 3,6% del PIB.

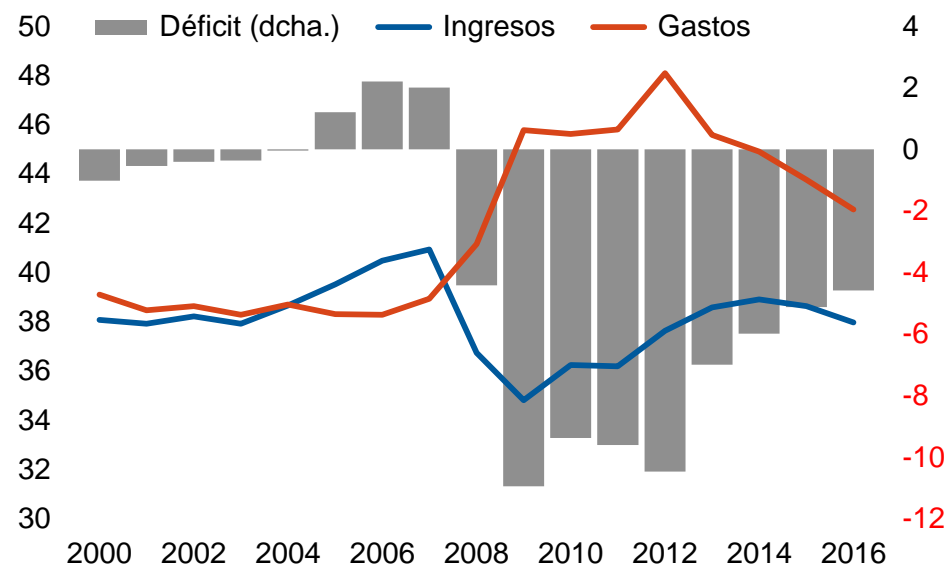
### Objetivos de déficit por nivel de AAPP (%PIB)

	2016	2017	2018	2019
Estado	2,5	1,1	0,7	0,3
CCAA	0,8	0,6	0,3	0,0
CCLL	0,4	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	1,7	1,4	1,2	1,0
<b>Total</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>

### Cambio de orientación de la política fiscal (%PIB)



### Evolución de los ingresos y gastos de las AAPP (%PIB)



## Previsiones Afi de las principales variables inmobiliarias 2016-17

### Sector inmobiliario: oferta y demanda. Previsiones Afi 2016-17

	Visadas <sup>(1)</sup>	CFO <sup>(2)</sup>	Ventidas			Estimación stock sin vender
			Nuevas	Usadas	Total	
<b>2005</b>	729,652	456,209	336,478	565,096	901,574	195,184
<b>2006</b>	865,561	506,879	410,192	544,994	955,186	273,363
<b>2007</b>	651,427	565,327	412,439	424,432	836,871	413,640
<b>2008</b>	264,795	544,603	333,426	231,038	564,464	583,033
<b>2009</b>	110,849	310,397	241,053	222,666	463,719	649,780
<b>2010</b>	91,662	197,600	199,803	291,258	491,061	642,793
<b>2011</b>	78,286	120,716	127,880	221,238	349,118	626,670
<b>2012</b>	44,193	83,369	116,349	247,274	363,623	583,453
<b>2013</b>	34,288	43,633	56,518	244,050	300,568	563,908
<b>2014</b>	34,873	31,120	54,863	310,758	365,621	540,165
<b>2015</b>	49,747	30,037	49,110	352,603	401,713	521,092
<b>2016</b>	71,000	27,000	60,000	394,000	454,000	489,000
<b>2017</b>	87,000	32,000	67,000	404,000	471,000	454,000

### Sector inmobiliario: precios. Previsiones Afi 2016-17

	Precios vivienda	
	€/ m2	Var. i.a.
<b>2007</b>	<b>2,056</b>	
<b>2008</b>	2,071	0.7%
<b>2009</b>	1,919	-7.4%
<b>2010</b>	1,843	-3.9%
<b>2011</b>	1,740	-5.6%
<b>2012</b>	1,588	-8.7%
<b>2013</b>	1,495	-5.8%
<b>2014</b>	1,459	-2.4%
<b>2015</b>	1,475	1.1%
<b>2016</b>	1,510	2.3%
<b>2017</b>	1,536	1.8%

<sup>(1)</sup> Viviendas iniciadas con visado de obra nueva

<sup>(2)</sup> Certificados de finalización de obra ex autopromoción

Fuente: Afi, MFOM

# 9 | Mercados financieros

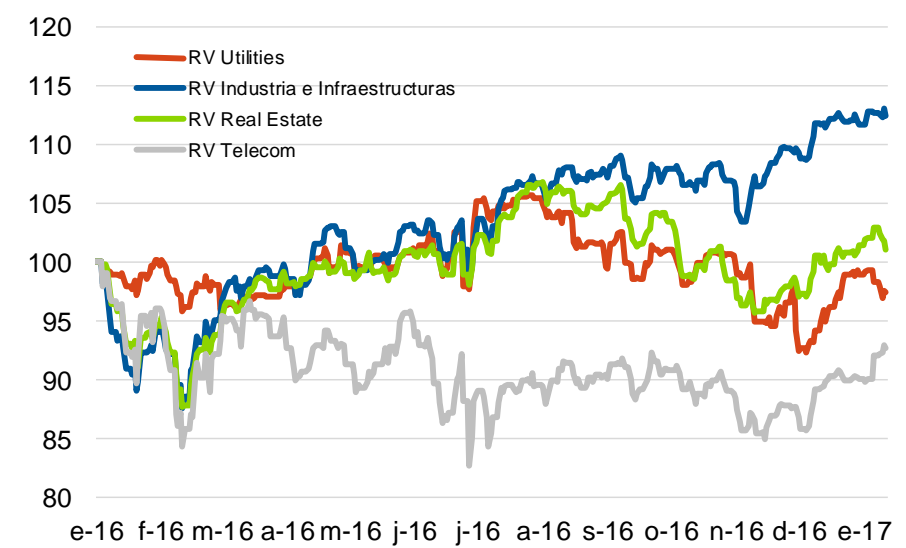
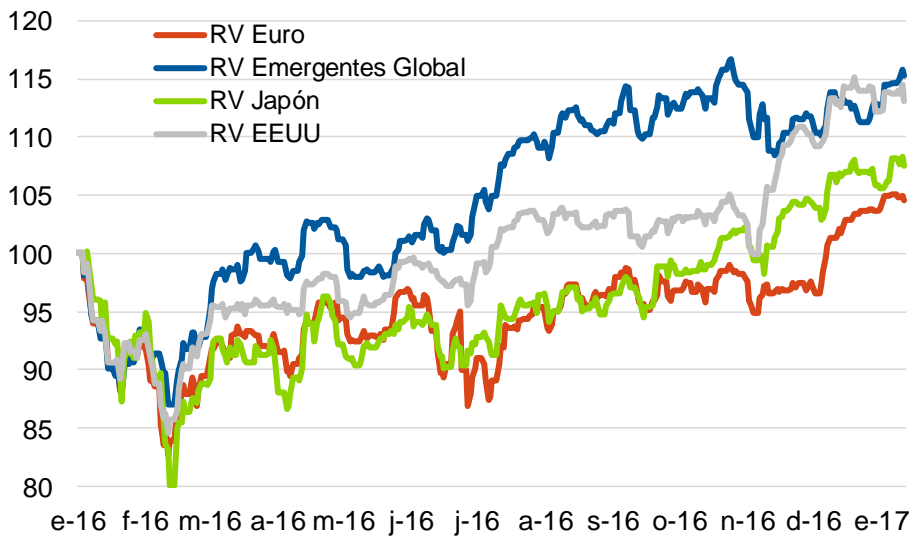
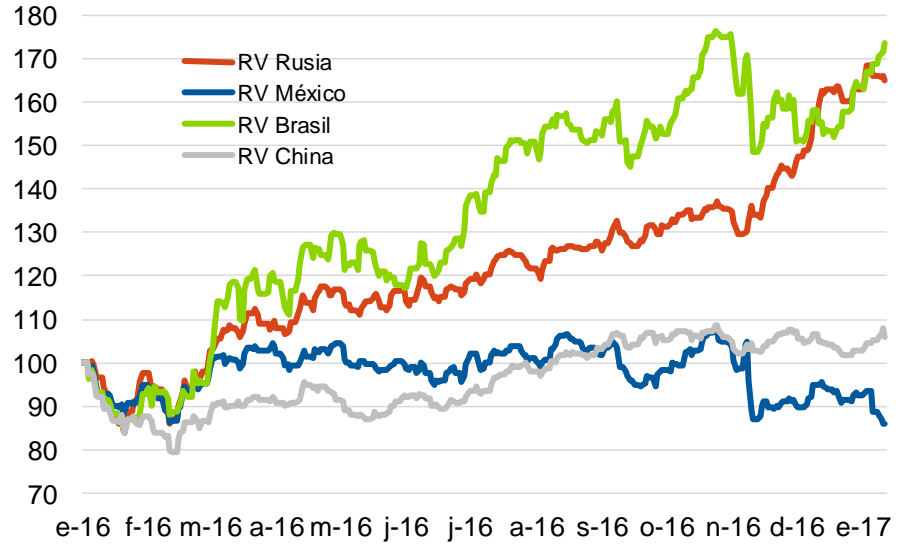
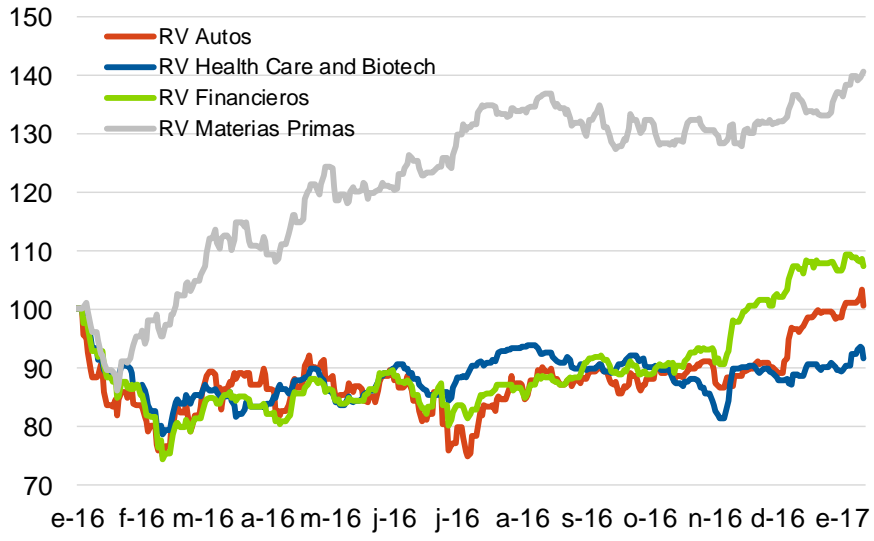


# Reacción positiva a la victoria de Trump...

## Evolución desde la victoria de Trump de los índices Afi de fondos de inversión

Categoría	Rent	Categoría	Rent	Categoría	Rent
RV Rusia	23.0%	RV Telecom	5.3%	RF Inflación	1.5%
RV Brasil	16.9%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	5.0%	RF Emergentes Corporate	1.5%
RV Emergentes Europa del Este	13.2%	RV Industria e Infraestructuras	4.9%	RF Global	1.3%
RV Grecia	13.2%	RV Emergentes Asia y Oceanía	4.7%	RF Mixta Euro	1.3%
RV Sudáfrica	12.8%	RV Consumo	4.5%	RF Deuda pública USD	1.2%
RV Suecia	12.7%	RV Taiwan	4.3%	Garantizado rendimiento variable	1.2%
RV Energía	11.4%	RV Utilities	4.2%	RV India	1.2%
RV Italia	11.3%	RV Mixta Euro	4.2%	Gestión Alternativa	1.1%
RV Autos	11.3%	Retorno Absoluto Conservador	4.0%	RF NOK	1.1%
RV Emergentes Latinoamérica	11.0%	RV Mixta Internacional	3.7%	Garantizado RF y obj. rentab. no gara	0.6%
RV Financieros	9.7%	Gestión Global	3.4%	RF Corporativa global	0.5%
RV Materias Primas	9.6%	RV Indonesia	3.4%	RF GBP	0.4%
RV Francia	8.6%	RF SEK	3.3%	RF Corporativa investment grade	0.3%
RV España	8.6%	RV China	3.2%	RF Largo Euro	0.3%
RV Euro	8.2%	RV Australia	2.9%	RF CHF	0.2%
RV Tecnología	8.1%	RF Corporativa High Yield	2.9%	RF Corto Euro	0.1%
RV Holanda	8.1%	RF Emergentes Moneda fuerte	2.8%	RF Deuda pública EUR	0.1%
RV Emergentes MENA y Africa	8.1%	RF Emergentes Global	2.8%	RV Malasia	0.0%
RV Alemania	7.6%	Garantizado parcial	2.7%	RF Deuda pública global	0.0%
RV Europa	7.3%	RV Singapur	2.7%	Monetarios Euro	0.0%
RV EEUU	7.3%	RF Corto USD	2.4%	Monetarios Internacional	-0.8%
RV Canadá	7.1%	RF Emergentes Moneda local	2.3%	Monetario GBP	-0.8%
RV Japón	7.0%	Monetarios USD	2.3%	RV México	-1.4%
RV Suiza	6.9%	RF Convertibles	2.3%	RF CNY	-1.4%
RV Global	6.5%	RV Health Care and Biotech	2.1%	RF JPY	-6.0%
Materias primas	6.3%	RV Corea	1.9%	RV Turquía	-6.8%
RV Reino Unido	6.2%	RF HK	1.8%		
RV Emergentes Global	5.9%	RF Largo USD	1.7%		
RV Real Estate	5.8%	RF Mixta Internacional	1.6%		
RV Tailandia	5.7%	RV Asia	1.6%		

# ... en sectores cíclicos y ciertas bolsas emergentes...



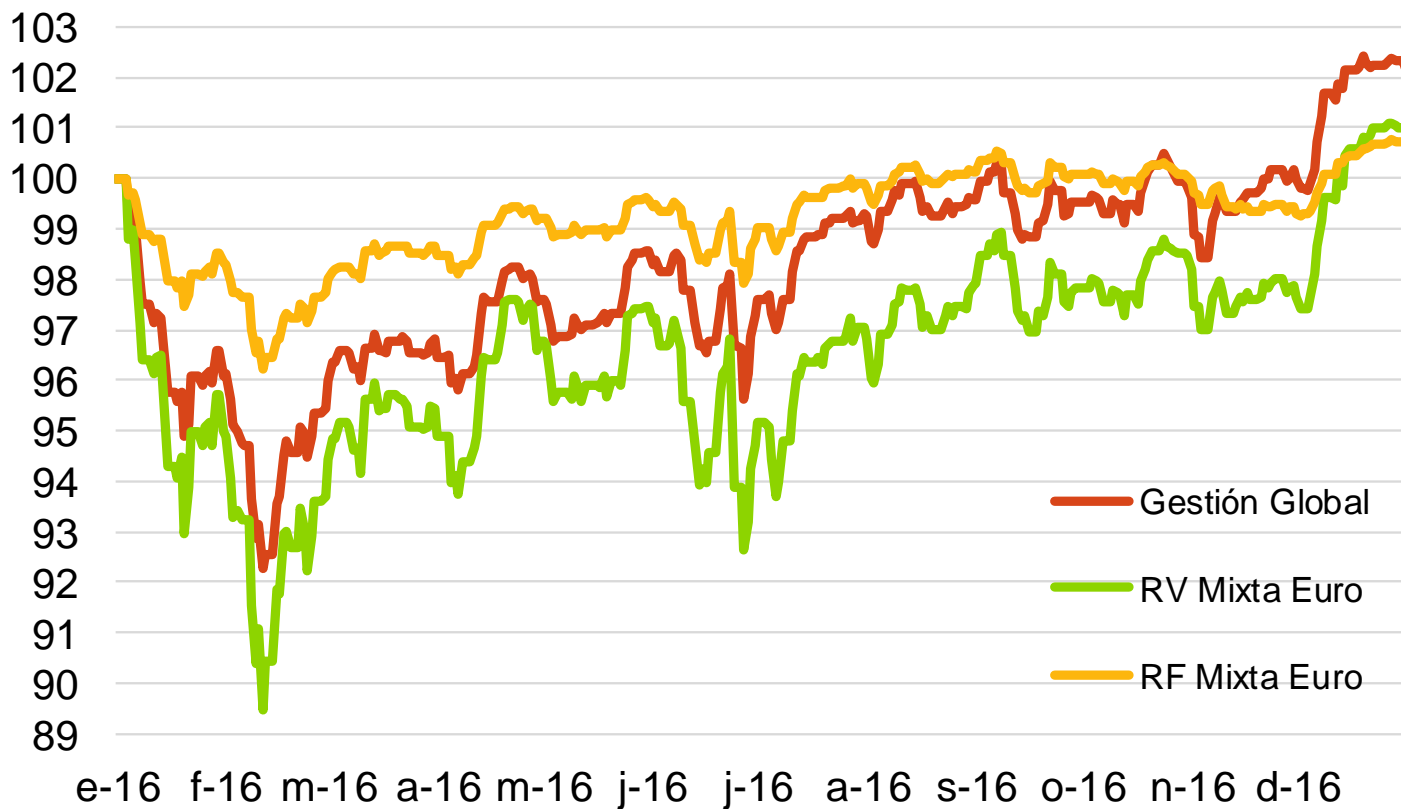
... que permite cerrar un año ligeramente positivo, aunque con excepciones...

## Evolución en 2016 de índices Afi de fondos de inversión

Categoría	2016	Categoría	2016	Categoría	2016
RV Brasil	64.5%	RV Australia	6.9%	RV Mixta Euro	1.1%
RV Rusia	63.1%	RV Emergentes Asia y Oceanía	6.7%	RV Alemania	1.0%
RV Materias Primas	37.0%	RV Suiza	6.7%	Garantizado RF y obj. rentab. no gara	0.9%
RV Emergentes Latinoamérica	31.8%	RV Financieros	6.7%	RF Mixta Euro	0.7%
RV Emergentes Europa del Este	24.9%	RF Inflación	6.1%	RV Europa	0.6%
RV Tailandia	24.5%	RV Japón	5.8%	RF Corto Euro	0.6%
RV Energía	21.1%	RV Singapur	5.2%	RF Convertibles	0.3%
RV Indonesia	19.5%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	5.1%	RF Deuda pública global	0.2%
RV Suecia	17.5%	RF Largo USD	4.9%	Garantizado rendimiento variable	0.0%
RV Canadá	16.8%	RF Corto USD	4.6%	Monetarios Euro	-0.2%
RV Taiwan	16.0%	Retorno Absoluto Conservador	4.4%	RF CNY	-0.6%
RV Grecia	15.4%	RF Global	4.3%	RV Corea	-1.1%
RF Emergentes Moneda fuerte	13.4%	RF Corporativa global	4.3%	RV Utilities	-1.1%
RV Sudáfrica	13.3%	RV Euro	3.7%	Gestión Alternativa	-1.4%
RF Emergentes Global	12.8%	RF Deuda pública USD	3.7%	RV Autos	-1.4%
RV Emergentes Global	12.7%	RF Corporativa investment grade	3.6%	Garantizado parcial	-1.4%
Materias primas	12.5%	Monetarios USD	3.5%	RV Malasia	-1.8%
RV EEUU	12.3%	RV China	2.9%	RF SEK	-2.5%
RF Emergentes Moneda local	11.7%	RV India	2.9%	RV Reino Unido	-4.8%
RV Industria e Infraestructuras	11.7%	RF HK	2.9%	RF GBP	-5.1%
RF Corporativa High Yield	10.6%	RF Largo Euro	2.8%	RV México	-7.1%
RF JPY	10.0%	RV Mixta Internacional	2.8%	RV Turquía	-7.9%
RV Tecnología	9.9%	RV Consumo	2.6%	RV Italia	-8.0%
RF Emergentes Corporate	9.8%	Monetarios Internacional	2.6%	RV Telecom	-10.0%
RV Emergentes MENA y Africa	9.5%	Gestión Global	2.2%	RV Health Care and Biotech	-10.5%
RV Holanda	9.4%	RF Deuda pública EUR	2.0%	Monetario GBP	-13.7%
RF NOK	7.7%	RF CHF	1.5%		
RV Global	7.2%	RV Real Estate	1.4%		
RV Asia	7.1%	RV España	1.3%		
RV Francia	6.9%	RF Mixta Internacional	1.2%		

... con un saldo muy pobre...

**Evolución en 2016 de índices Afi de fondos de inversión RF Mixta, RV Mixta y Gestión Global**



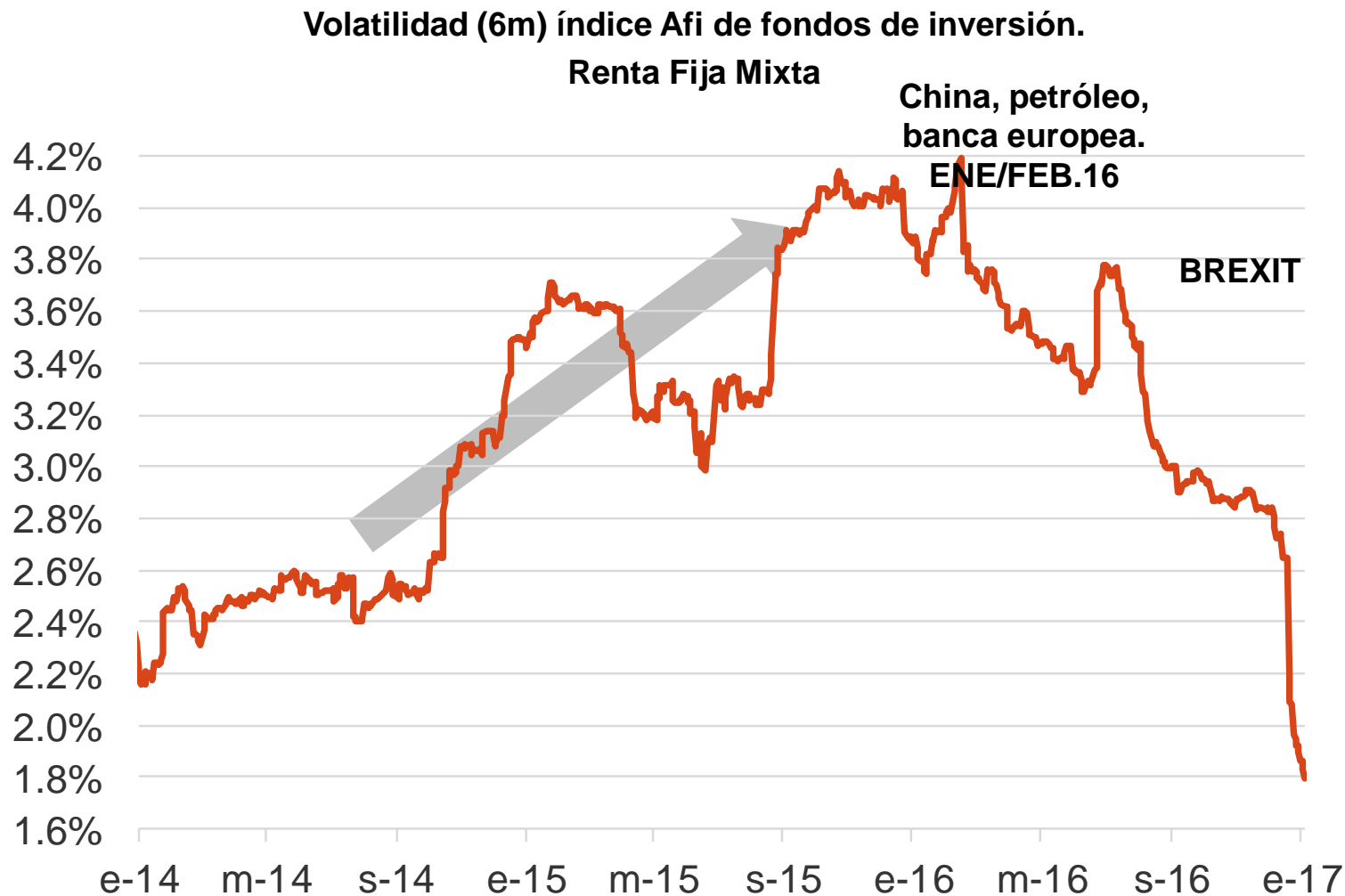
... y un claro repunte de la volatilidad...

### Volatilidad índices Afi de fondos de inversión

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 *	Diferencia (2016-2013)	1999-2016	Diferencia (2016-histórica)
Monetarios EUR	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%
Monetarios USD	9.8%	6.6%	7.1%	5.6%	11.2%	8.8%	1.7%	9.6%	-0.9%
RF Largo	2.2%	1.8%	1.9%	1.3%	2.3%	1.8%	-0.1%	1.7%	0.1%
RF HY	4.6%	2.5%	2.6%	2.8%	4.2%	3.9%	1.3%	4.2%	-0.3%
RF Emergente	5.7%	3.9%	5.3%	4.6%	7.2%	5.6%	0.3%	7.5%	-1.8%
RF Emergente Corp	6.0%	4.1%	4.6%	3.1%	4.3%	3.2%	-1.3%	4.3%	-1.1%
RF Convertible	5.0%	3.0%	3.5%	3.9%	5.6%	4.6%	1.1%	4.9%	-0.3%
RF Mixta Euro	4.3%	3.4%	2.9%	3.0%	3.6%	2.9%	0.0%	3.4%	-0.5%
RV Mixta Euro	11.0%	7.5%	6.8%	7.3%	9.9%	8.6%	1.8%	8.7%	-0.1%
Gestión Global	5.9%	3.4%	3.8%	4.5%	6.2%	5.5%	1.7%	5.5%	0.0%
Renta variable	13.4%	7.2%	7.7%	8.2%	13.1%	11.1%	3.4%	12.0%	-0.9%
Euro	20.6%	13.3%	11.6%	11.9%	16.3%	16.3%	4.7%	15.8%	0.5%
EEUU	15.0%	8.2%	8.9%	9.8%	15.0%	11.9%	3.0%	14.4%	-2.5%
Japón	16.0%	8.5%	15.7%	13.8%	16.7%	17.9%	2.2%	17.0%	0.9%
Emergentes	15.2%	8.8%	10.8%	10.0%	15.6%	13.1%	2.3%	15.4%	-2.3%
Materias primas	18.6%	12.9%	16.1%	14.6%	18.7%	16.7%	0.6%	21.1%	-4.4%

\* Última fecha: 13/01

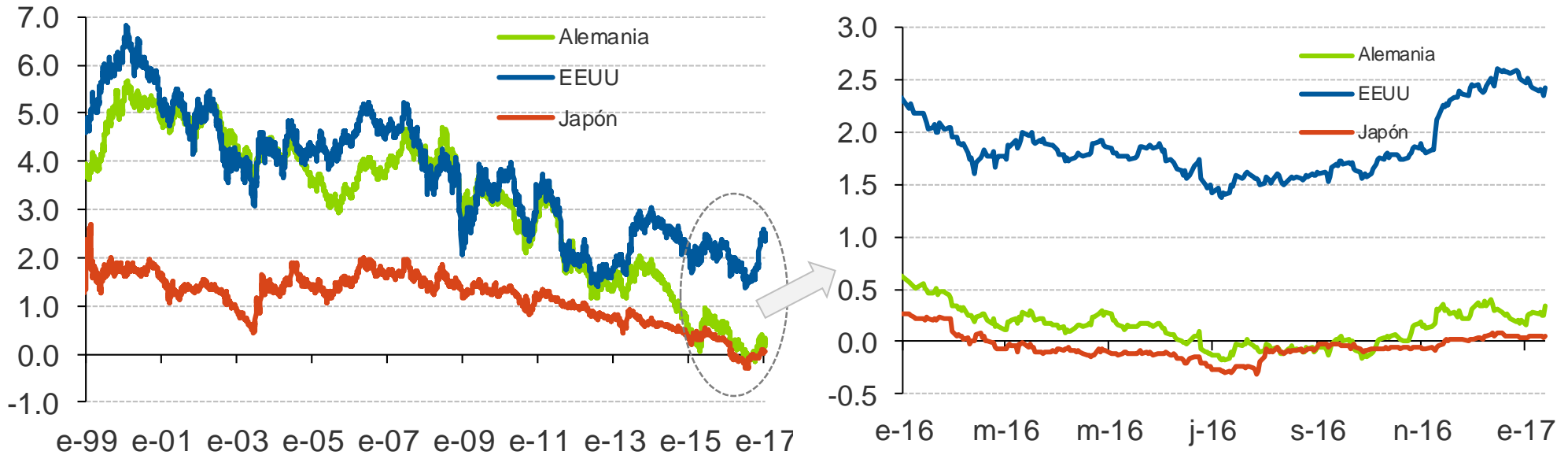
... aunque se ha reducido respecto al pico de principio de año.



# 8.1. | Renta fija

# Punto de inflexión en la dinámica de los tipos de interés a largo plazo...

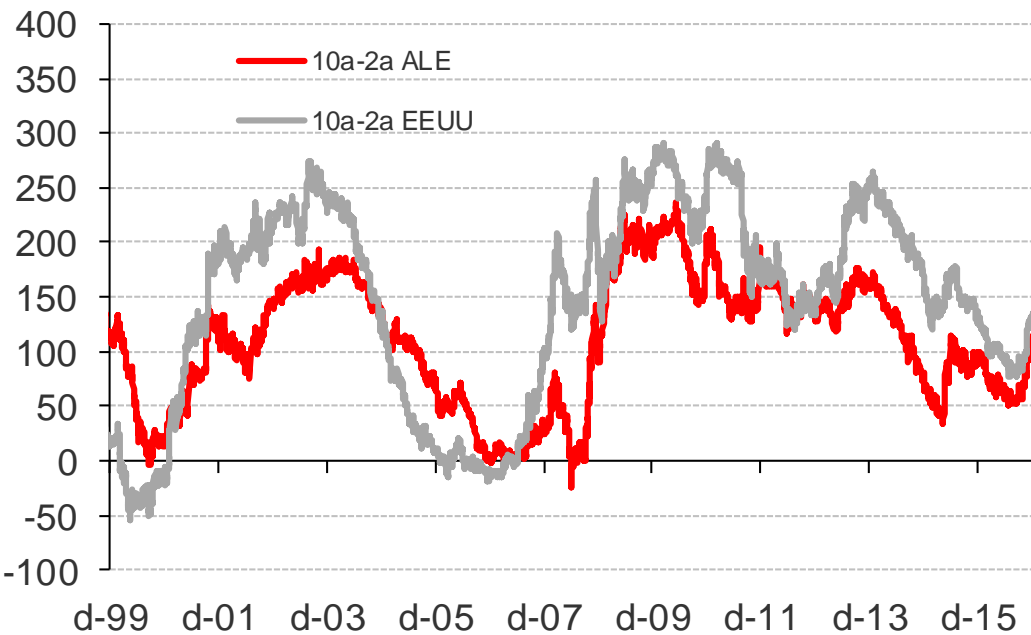
**Evolución de los tipos de interés a 10 años**



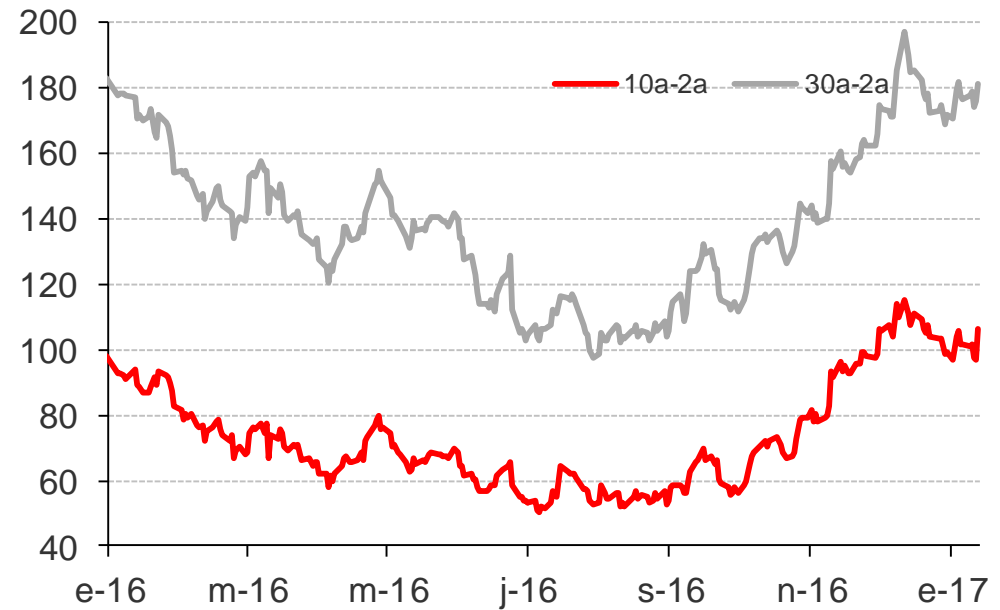


... con aumento de pendiente, abandonando zona de mínimos.

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

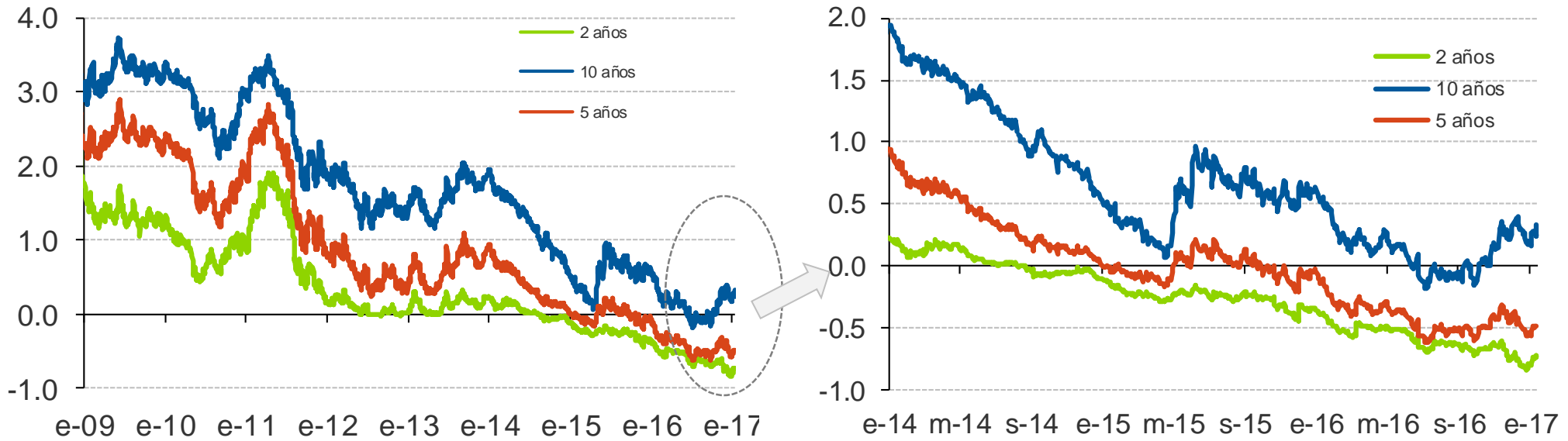


**Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de Alemania**



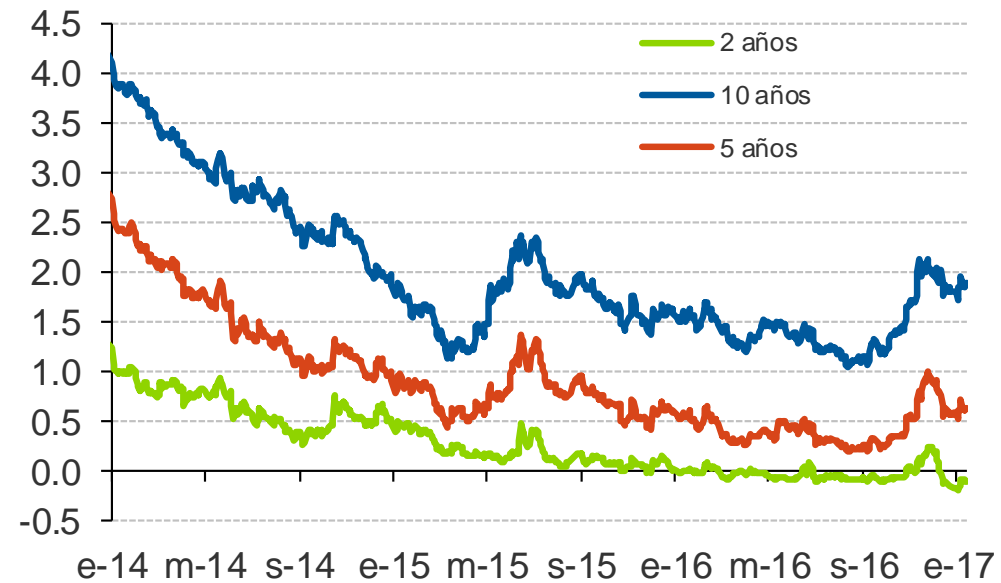
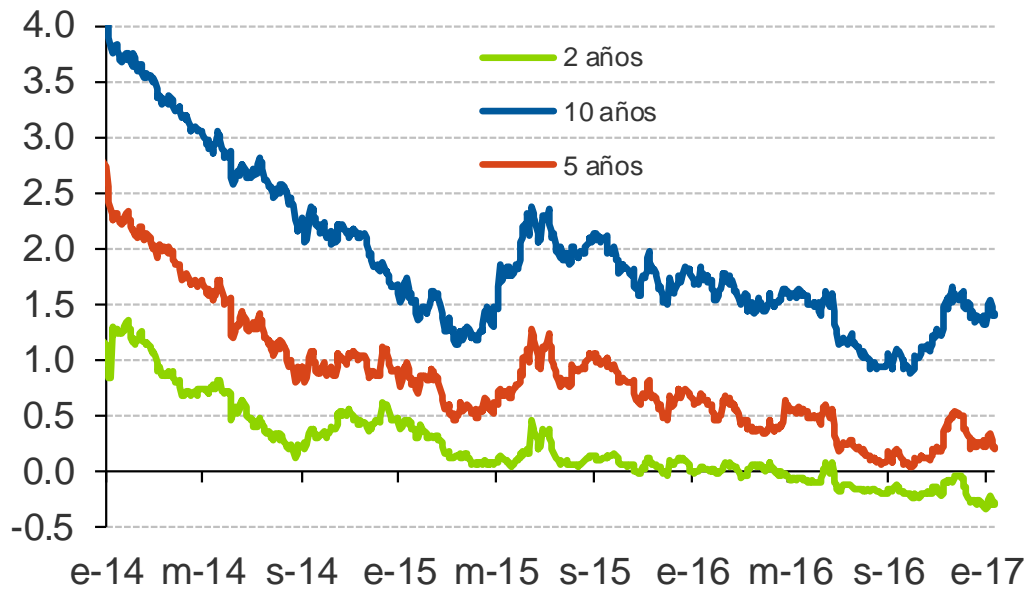
# Menor elevación del tramo corto de la curva alemana...

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



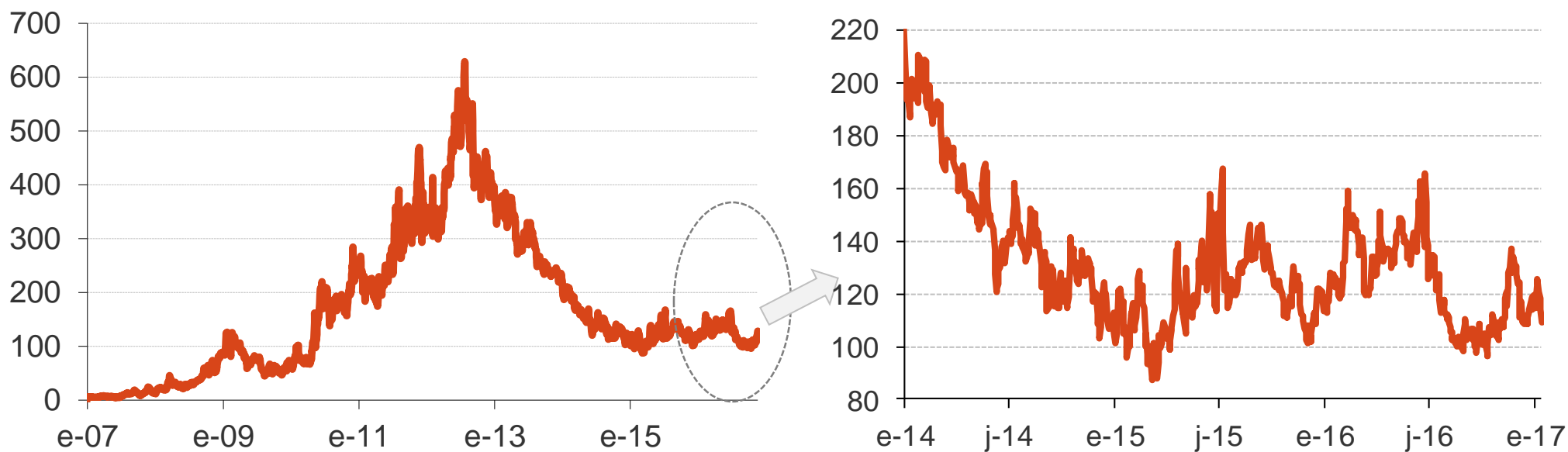
## ... y ampliación de diferenciales en la periferia de la UME...

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



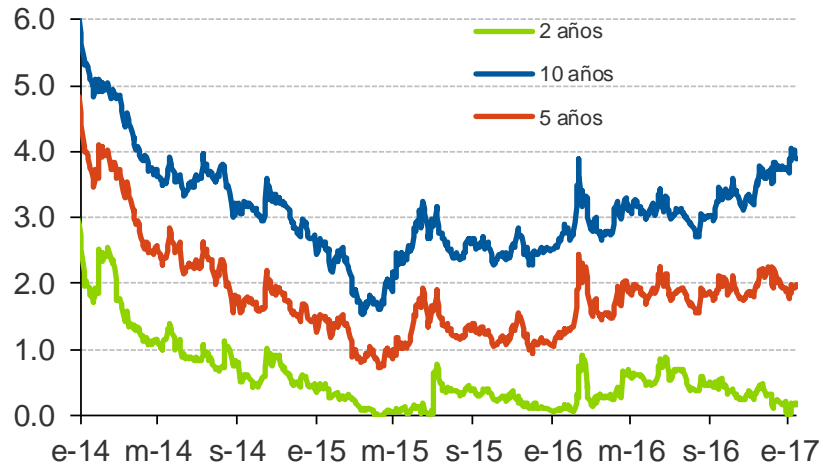
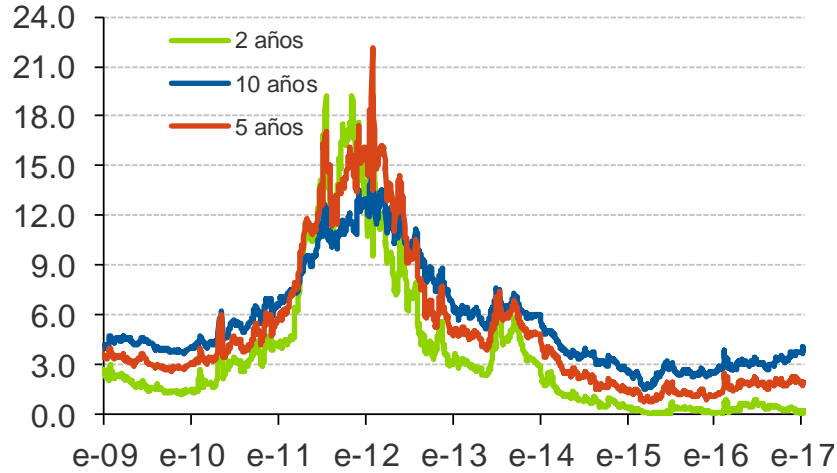
... aunque con corrección posterior en el caso de España.

**Evolución de la prima por riesgo de España a 10 años**

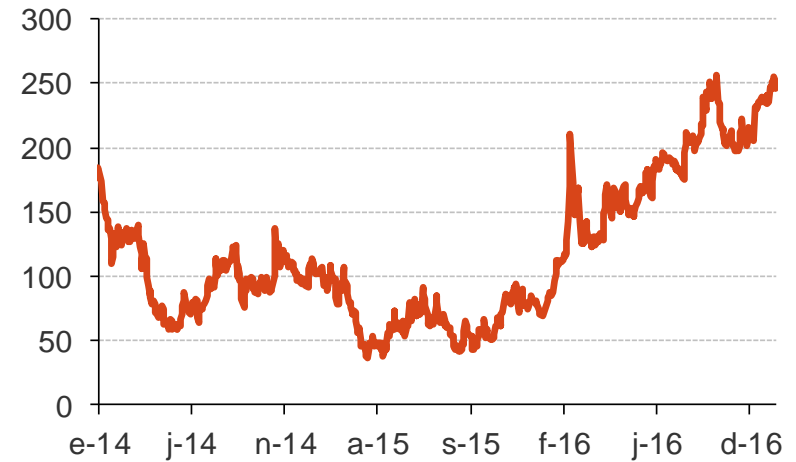


# Repunte importante en Portugal...

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

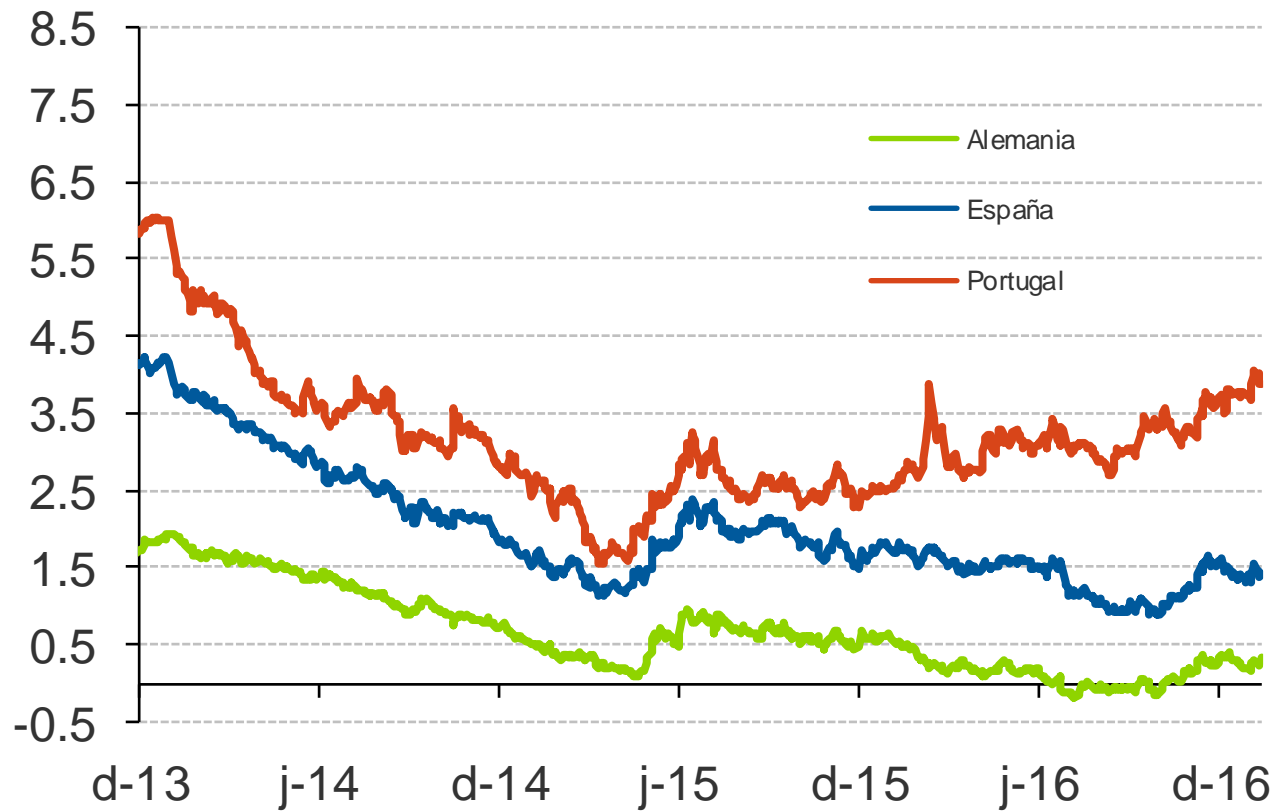


**Evolución de la prima por riesgo Portugal – España a 10 años**



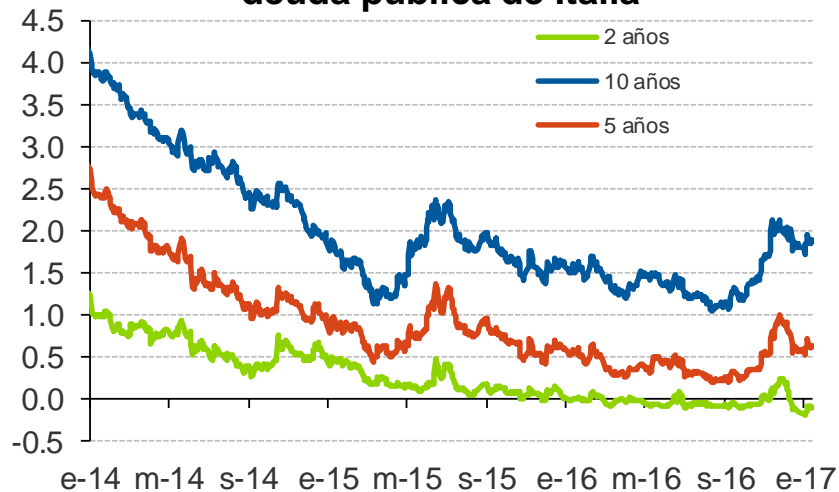
... cuyo 10 años se acerca al 4,0%

**Evolución de los tipos de interés a 10 años de Alemania, España y Portugal**

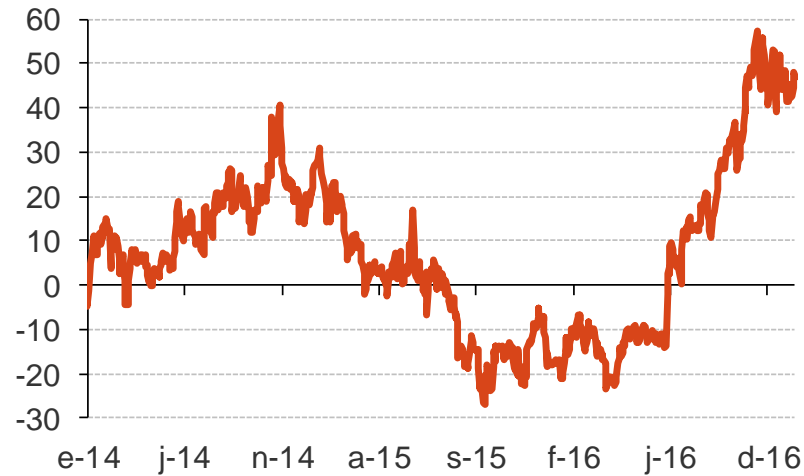
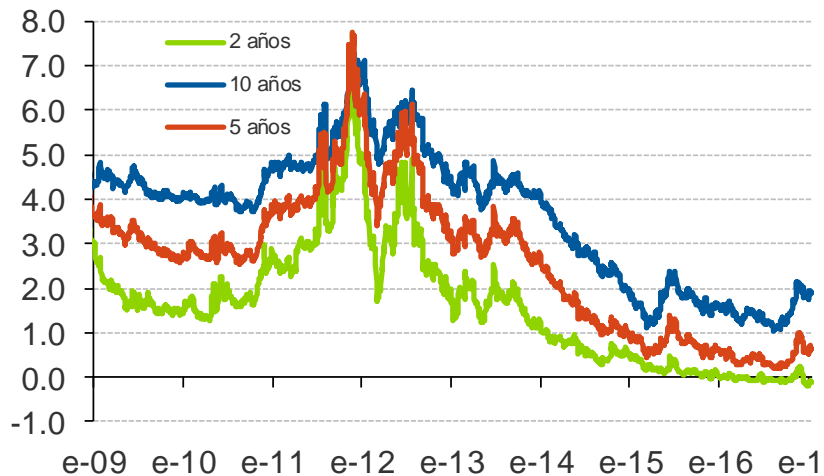
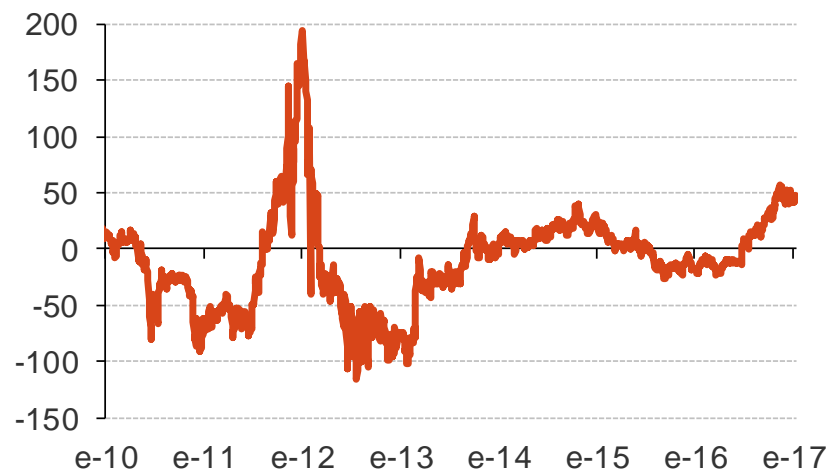


# Ampliación del spread con Italia: presiona la banca

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

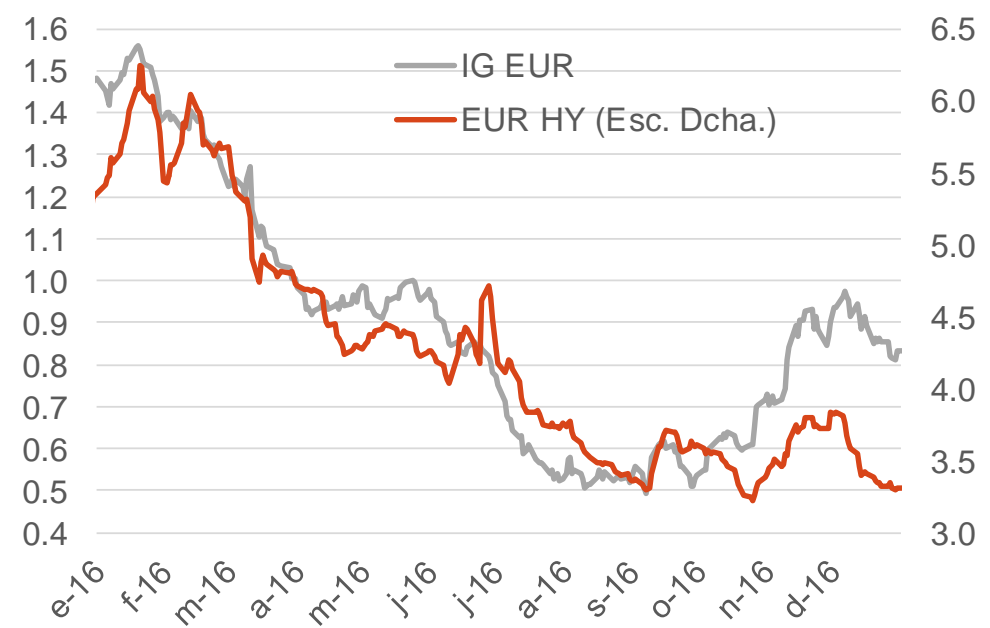
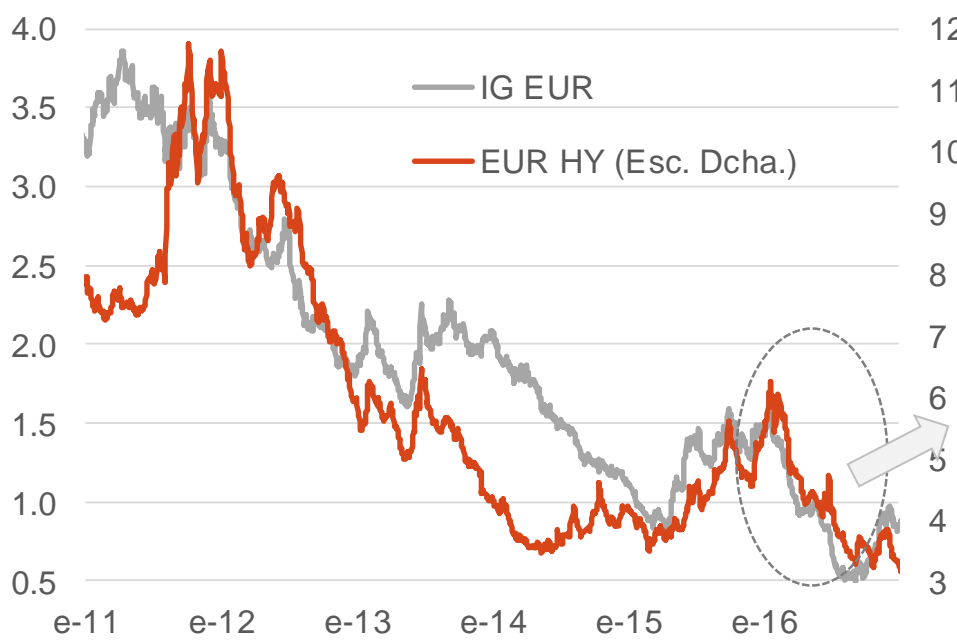


**Evolución de la prima por riesgo Italia - España a 10 años**



# Aumento de diferenciales en renta fija privada, proporcionalmente más importantes en grado de inversión EUR...

**Evolución de la TIR**



*TIR del IG EUR en el 0,86%, en el 3,31% la del HY EUR*



... mientras que en USD han caído (gracias al sector petróleo y materias primas). Importante cesión de diferenciales en *high yield*...

Investment Grade Corporates, OAS (bps)



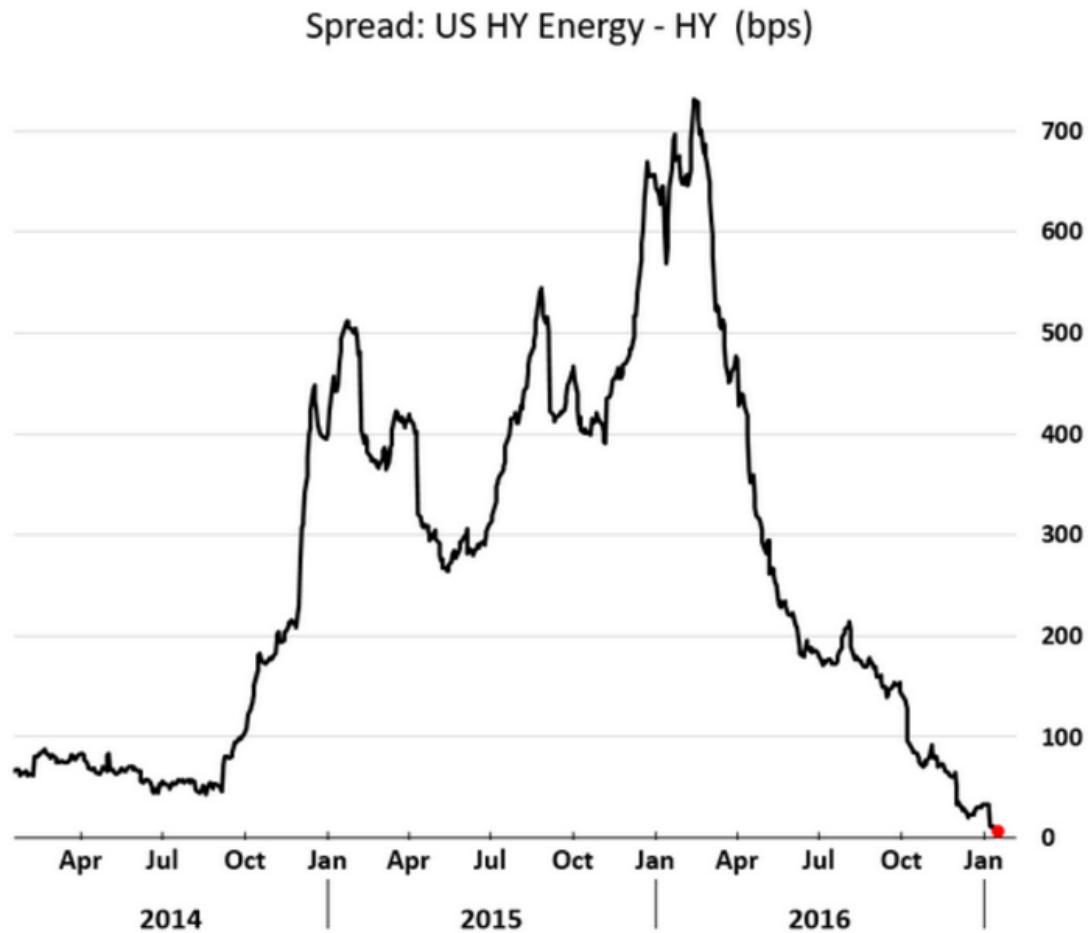
High Yield, OAS (bps)



Source: Barclays as of January 12, 2017. Option adjusted spread (OAS).

Source: Barclays as of January 12, 2017. Option adjusted spread (OAS).

... en este caso de forma clara por la recuperación del sector energía

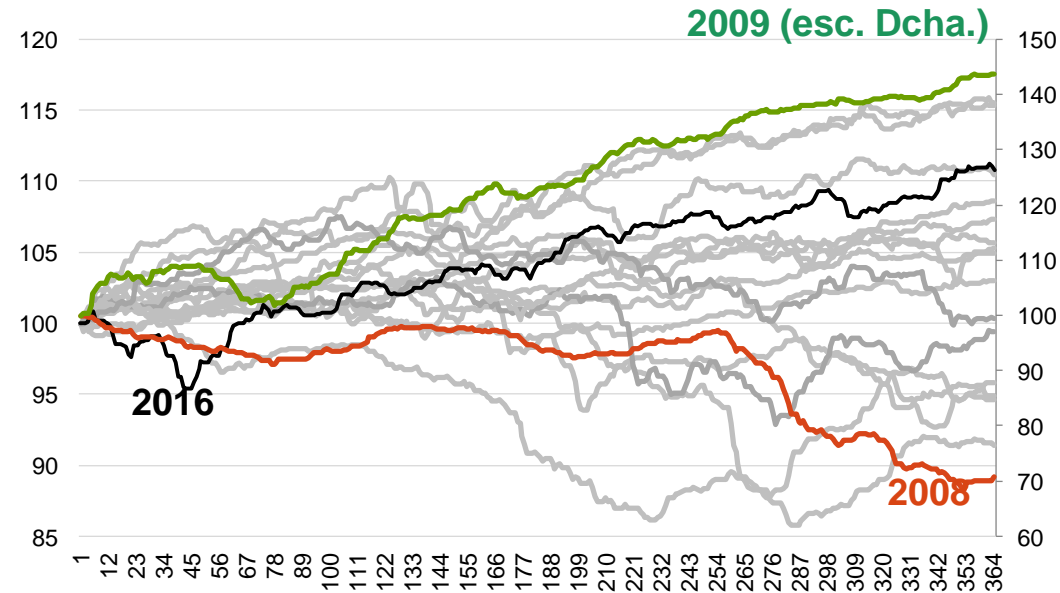
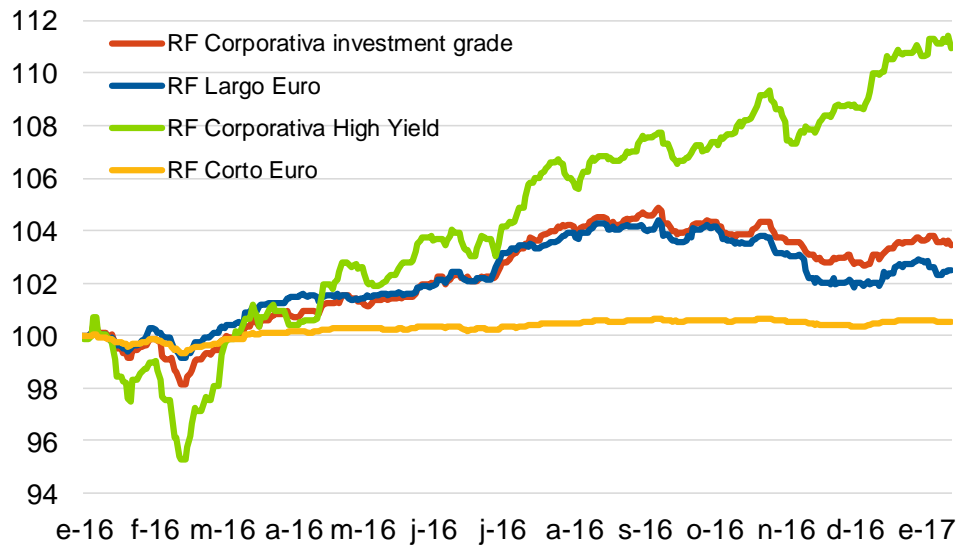


Source: Bloomberg

The Daily Shot®

# La RF high yield, uno de los activos más rentables en el año

## Evolución en 2016 de los índices Afi de fondos de inversión



# ETF de Amundi

16/12/16

ISIN	FUND	S&P	Yield	ModDur	AvCoup	AvMat	WtD	MtD	YtD	1 Yr
FR0013141462	AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF - HEDGED EUR	A	1.14 **	0.15 *	1.81	3.24	+0.10%	+0.11%	-	-
FR0010959668	AMUNDI ETF GLOBAL EMERGING BOND MARKIT IBOXX UCITS ETF	BBB	5.75	8.76	5.32	15.28	-0.80%	-0.70%	+5.19%	+5.27%
FR0011494822	AMUNDI ETF EURO HIGH YIELD LIQUID BOND IBOXX UCITS ETF	BB	3.40	3.24	4.11	3.75	+0.35%	+1.21%	+8.92%	+8.76%
FR0012647451	AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF	A	2.69	0.15 *	1.81	3.24	+0.14%	+0.20%	+1.98%	+2.07%
FR0010892307	AMUNDI ETF US TREASURY 7-10 UCITS ETF	AA	2.56	7.43	2.45	8.44	-1.00%	-1.58%	-0.63%	-1.08%
FR0010892299	AMUNDI ETF US TREASURY 3-7 UCITS ETF	AA	2.09	4.36	2.15	4.71	-0.74%	-0.84%	+0.27%	+0.05%
FR0012951044	AMUNDI ETF BBB EURO CORPORATE INVESTMENT GRADE UCITS ETF	BBB	1.40	5.61	1.99	6.18	+0.39%	+0.42%	+3.89%	+3.68%
FR0010892281	AMUNDI ETF US TREASURY 1-3 UCITS ETF	AA	1.34	1.85	1.71	1.91	-0.26%	-0.24%	+0.37%	+0.32%
FR0010754143	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 UCITS ETF	A	1.30	9.97	4.37	12.52	+0.79%	-0.23%	+3.46%	+2.39%
FR0010892190	AMUNDI ETF GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF	A	1.27	7.30	3.55	8.78	+0.59%	+0.17%	+2.68%	+2.07%
FR0011020957	AMUNDI ETF EURO CORPORATE FINANCIALS IBOXX UCITS ETF	A	1.13	5.47	1.54	5.87	+0.31%	+0.14%	+2.87%	+2.62%
FR0011020940	AMUNDI ETF EURO CORPORATE EX FINANCIALS IBOXX UCITS ETF	AA	1.04	6.44	1.64	7.11	+0.27%	-0.09%	+3.55%	+3.33%
FR0010754192	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE UCITS ETF	AA	1.00	7.32	3.00	8.46	+0.51%	-0.03%	+2.46%	+1.80%
FR0010754119	AMUNDI ETF EURO CORPORATES UCITS ETF	A	0.99	5.59	1.57	6.01	+0.25%	+0.10%	+3.29%	+3.05%
FR0010754184	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 7-10 UCITS ETF	A	0.77	7.76	2.32	8.54	+0.43%	+0.20%	+2.89%	+2.34%
FR0010930636	AMUNDI ETF GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF	AAA	0.61	7.59	2.51	8.41	+0.35%	-0.45%	+2.96%	+2.11%
FR0010754176	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 5-7 UCITS ETF	AA	0.24	5.51	3.25	6.01	+0.25%	+0.28%	+1.64%	+1.46%
FR0012005734	AMUNDI ETF FLOATING RATE EURO CORPORATE 1-3 UCITS ETF	A	0.09	0.14 *	0.22	1.88	+0.02%	+0.01%	+0.21%	+0.22%
FR0010754168	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 3-5 UCITS ETF	A	-0.15	3.81	2.65	3.98	+0.14%	+0.34%	+1.05%	+1.00%
FR0010754127	AMUNDI ETF EURO INFLATION UCITS ETF	AA	-0.17	7.99	1.53	8.37	+0.68%	+0.94%	+2.45%	+2.04%
FR0011807015	AMUNDI ETF GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF	A	-0.28	1.99	3.27	2.04	+0.09%	+0.29%	+0.14%	+0.22%
FR0010754135	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF	AA	-0.44	1.95	2.59	1.98	+0.07%	+0.18%	+0.13%	+0.17%
FR0010754200	AMUNDI ETF CASH 3 MONTHS EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF	A	-0.56	0.22	0.00	0.22	+0.00%	-0.02%	-0.51%	-0.52%
FR0011161215	AMUNDI ETF GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF	AAA	-0.68	1.93	2.20	1.95	+0.04%	-0.01%	+0.06%	+0.05%

## ETF de iShares

Nombre del ETF	Frecuencia Distribución	Ticker	ISIN	Divisa Base	S&P Rating medio	Duración Efectiva	TIR (%)	Activos (miles)	TER	Nº de bonos	Rentabilidad 2016
iShares EM Local Govt Bond UCITS ETF	Semi-annual	SEML	IE00B5M4WH52	USD	BBB	5.21	6.54	3,510,230	0.50%	272	8.73%
iShares \$ High Yield Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	SHYU	IE00B4PY7Y77	USD	BB-	3.79	5.56	3,795,750	0.50%	1071	14.93%
iShares \$ Short Duration High Yield Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	SDHY	IE00BCRY6003	USD	BB-	2.18	5.55	602,501	0.45%	576	11.69%
iShares J.P. Morgan \$ EM Bond UCITS ETF	Monthly	IEMB	IE00B2NPKV68	USD	BB+	6.78	5.33	5,866,846	0.45%	447	9.62%
iShares J.P. Morgan \$ EM Bond EUR Hedged UCITS ETF (Dist)	Monthly	EMBE	IE00B9M6RS56	EUR	BB+	6.79	5.32	1,252,237	0.50%	454	7.70%
iShares Global High Yield Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	HYLD	IE00B74DQ490	USD	BB-	3.67	4.97	583,861	0.50%	1423	11.93%
iShares \$ EM Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	EMCP	IE00B6TLBW47	USD	BBB	5.08	4.92	263,710	0.50%	692	10.80%
iShares Fallen Angels High Yield Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	WING	IE00BYM31M36	USD	BB	5.32	4.68	214,814	0.50%	363	4.06%*
iShares \$ Corp Bond UCITS ETF	Quarterly	LQDE	IE0032895942	USD	A-	8.25	3.53	4,984,704	0.20%	1838	6.33%
iShares € High Yield Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	IHYG	IE00B66F4759	EUR	BB-	2.73	3.32	5,849,357	0.50%	543	8.05%
iShares € Corp Bond BB-B UCITS ETF	Semi-annual	BBEB	IE00BYTSJG15	EUR	BB	2.79	2.95	27,281	0.50%	215	8.41%*
iShares US Mortgage Backed Securities UCITS ETF	Semi-annual	IMBS	IE00BZ6V7883	USD	AA+	4.54	2.79	282,345	0.28%	59	-0.53%*
iShares Global Corp Bond EUR Hedged UCITS ETF (Dist)	Semi-annual	CRPH	IE00B9M6SJ31	EUR	A-	6.40	2.67	1,491,485	0.25%	5511	4.36%
iShares Core £ Corp Bond UCITS ETF	Quarterly	SLXX	IE00B00FV011	GBP	A-	9.14	2.57	1,523,190	0.20%	338	13.24%
iShares £ Corp Bond ex-Financials UCITS ETF	Semi-annual	ISXF	IE00B4L60H17	GBP	A-	9.24	2.57	361,649	0.20%	417	13.55%
iShares \$ Short Duration Corp Bond UCITS ETF	Quarterly	SDIG	IE00BCRY5Y77	USD	A-	2.36	2.12	1,322,072	0.20%	1278	2.13%
iShares \$ TIPS UCITS ETF	Reinvesting	ITPS	IE00B1FZSC47	USD	AA+	8.10	2.12	3,442,022	0.25%	76	4.68%
iShares \$ Corp Bond Interest Rate Hedged UCITS ETF	Quarterly	LQDH	IE00BCLWRB83	USD	A-	0.12	1.90	118,008	0.25%	1424	5.61%
iShares iBonds Sep 2018 \$ Corp UCITS ETF	Quarterly	UI18	IE00BVC3VM20	USD	A	1.16	1.69	585,574	0.10%	419	2.37%
iShares Global Inflation Linked Govt Bond UCITS ETF	Reinvesting	IGIL	IE00B3B8PX14	USD	AA	12.36	1.65	568,711	0.25%	272	3.84%
iShares £ Corp Bond 0-5yr UCITS ETF	Semi-annual	IS15	IE00B5L65R35	GBP	A-	2.41	1.58	1,194,523	0.20%	266	4.66%
iShares € Corp Bond BBB-BB UCITS ETF	Semi-annual	IEBB	IE00BSKRK281	EUR	BBB	4.64	1.43	538,163	0.25%	1289	5.30%
iShares \$ Ultrashort Bond UCITS ETF	Semi-annual	ERND	IE00BCRY6227	USD	A	0.33	1.37	171,397	0.09%	297	1.17%
iShares Italy Govt Bond UCITS ETF	Semi-annual	SITB	IE00B7LW6Y90	EUR	BBB-	6.67	1.21	636,534	0.20%	63	0.55%
iShares \$ Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF	Semi-annual	IBTS	IE00B14X4S71	USD	AA+	1.93	1.19	1,632,772	0.20%	131	0.74%
iShares Core € Corp Bond UCITS ETF	Semi-annual	IEAC	IE00B3F81R35	EUR	A-	5.29	0.97	7,661,602	0.20%	1996	4.64%
iShares Spain Govt Bond UCITS ETF	Semi-annual	SESP	IE00B428Z604	EUR	BBB+	6.80	0.92	326,250	0.20%	39	4.00%
iShares € Corp Bond ex-Financials UCITS ETF	Semi-annual	EEXF	IE00B4L5ZG71	EUR	A-	5.62	0.88	2,185,749	0.20%	1234	5.31%
iShares € Corp Bond Large Cap UCITS ETF	Quarterly	IBCX	IE0032523478	EUR	A-	5.41	0.77	5,074,084	0.20%	1021	4.25%
iShares € Inflation Linked Govt Bond UCITS ETF	Reinvesting	IBCI	IE00B0M62X26	EUR	A+	8.01	0.67	1,192,157	0.25%	73	3.57%
iShares € Aggregate Bond UCITS ETF	Semi-annual	IEAG	IE00B3DKXQ41	EUR	A+	6.48	0.53	1,815,999	0.25%	2606	3.17%
iShares € Corp Bond 1-5yr UCITS ETF	Semi-annual	SE15	IE00B4L60045	EUR	A-	2.96	0.48	3,571,857	0.20%	963	2.34%
iShares € Corp Bond ex-Financials 1-5yr UCITS ETF	Semi-annual	EEX5	IE00B4L5ZY03	EUR	BBB+	3.00	0.42	1,888,272	0.20%	583	2.63%
iShares € Corp Bond Sustainability Screened 0-3yr UCITS ETF	Semi-annual	SUSE	IE00BYZTVV78	EUR	A-	1.33	0.24	332,422	0.25%	481	0.69%*
iShares € Ultrashort Bond UCITS ETF	Semi-annual	ERNE	IE00BCRY6557	EUR	A-	0.32	0.04	1,971,917	0.09%	390	0.20%
iShares € Corp Bond Interest Rate Hedged UCITS ETF	Semi-annual	IRCP	IE00B6X2VY59	EUR	A-	-0.01	-0.03	1,136,534	0.25%	1915	0.84%

24/oct/16

9/ene/17

High Yield					
Divisa	TIR	Duración	Rating	Comentarios	
USD	5.63%	3.8	BB-		
USD	4.61%	5.2	BB	<i>Fallen Angels</i>	
USD	5.35%	2.1	BB-	<i>Short Duration</i>	
USD	4.99%	3.8	BB-	<i>Global</i>	
EUR	2.92%	3.0	BB-		
EUR	3.20%	3.1	BB-	BB / B	

Investment Grade					
Divisa	TIR	Duración	Rating	Comentarios	
USD	2.04%	2.6	AA+	MBS	
USD	3.08%	8.4	A-		
USD	1.92%	0.2	A-	FRN	
USD	1.74%	2.4	A-	<i>Short Duration</i>	
USD	1.60%	8.4	AA+	<i>TIPS</i>	
USD	1.25%	12.8	AA	<i>Global inflación</i>	
EUR	2.36%	6.7	A-	<i>Global</i>	
EUR	1.22%	4.6	BBB		
EUR	0.75%	0.0	A-	<i>FRN</i>	
EUR	0.74%	5.3	A-		
EUR	0.62%	5.7	A-	<i>Ex financieros</i>	
EUR	0.55%	5.4	A-	<i>Large Caps</i>	
EUR	0.37%	3.0	A-	<i>1-5 years</i>	
EUR	0.36%	8.3	A+	<i>Euro Inflation</i>	
EUR	0.26%	3.0	BBB+	<i>Ex financieros 1-5 years</i>	

RF Emergente					
Divisa	TIR	Duración	Rating	Comentarios	
USD	6.03%	5.3	BBB	<i>Local</i>	
USD	4.83%	7.1	BB+	<i>Hard</i>	
USD	4.66%	5.2	BBB	<i>Hard Corporates</i>	
EUR	4.97%	7.3	BB+	<i>Hard</i>	

High Yield						ISIN
Divisa	Duración	TIR	Rating	Comentarios		
USD	3.8	5.56%	BB-			IE00B4PY7Y77
USD	5.3	4.68%	BB	<i>Fallen Angels</i>		IE00BYM31M36
USD	2.2	5.55%	BB-	<i>Short Duration</i>		IE00BCRY6003
USD	3.7	4.97%	BB-	<i>Global</i>		IE00B74DQ490
EUR	2.7	3.32%	BB-			IE00B66F4759
EUR	2.8	2.95%	BB-	BB / B		IE00BYTJG15

Investment Grade						ISIN
Divisa	Duración	TIR	Rating	Comentarios		
USD	4.5	2.79%	AA+	MBS		IE00BZ6V7883
USD	8.3	3.53%	A-			IE0032895942
USD	0.1	1.90%	A-	FRN		IE00BCLWRB83
USD	2.4	2.12%	A-	<i>Short Duration</i>		IE00BCRY5Y77
USD	0.3	1.37%	A	<i>Ultra Short Duration</i>		IE00BCRY6227
USD	8.1	2.12%	AA+	<i>TIPS</i>		IE00B1FZSC47
USD	12.4	1.65%	AA	<i>Global inflation</i>		IE00B3B8PX14
EUR	6.4	2.67%	A-	<i>Global</i>		IE00B9M6SJ31
EUR	4.6	1.43%	BBB-BB			IE00BSKRK281
EUR	0.0	-0.03%	A-	<i>FRN</i>		IE00B6X2VY59
EUR	5.3	0.97%	A-			IE00B3F81R35
EUR	5.6	0.88%	A-	<i>Ex financieros</i>		IE00B4L5ZG21
EUR	5.4	0.77%	A-	<i>Large Caps</i>		IE0032523478
EUR	3.0	0.48%	A-	<i>1-5 years</i>		IE00B4L60045
EUR	8.0	0.67%	A+	<i>Euro Inflation</i>		IE00B0M62X26
EUR	3.0	0.42%	BBB+	<i>Ex financieros 1-5 years</i>		IE00B4L5ZY0







RF Emergente						ISIN
Divisa	Duración	TIR	Rating	Comentarios		
USD	5.2	6.54%	BBB	<i>Local</i>		IE00B5M4WH52
USD	6.8	5.33%	BB+	<i>Hard</i>		IE00B9M6RS56
USD	5.1	4.92%	BBB	<i>Hard Corporates</i>		IE00B6TLBW47
EUR	6.8	5.32%	BB+	<i>Hard</i>		IE00B2NPKV68

## ETF de Lyxor

ETF Name	ISIN	Duracion	Dur mod	TIR
Euro Corporate Bond	FR0010737544	4.93	4.9	0.73
Euro Corporate Bond Ex Financials	FR0010814236	6.54	6.48	0.90
EuroMTS Covered Bond Aggregate	FR0010481127	4.24	4.23	0.25
Barclays Floating Rate Euro 0-7Y	FR0012386696	0.12	0.12	-0.01
iBoxx EUR Liquid High Yield 30 Ex-Financial	FR0010975771	3.32	3.21	3.43
iBoxx EUR Liquid High Yield BB	LU1215415214	4.03	3.92	2.83
USD Liquid Investment Grade Corporate Bonds	LU1285959703	8.74	8.4	4.12
USD Liquid Investment Grade Corporate Bonds EUR Monthly I	LU1285960032	8.74	8.4	4.12

# RENTA FIJA DE CORTA DURACIÓN – CARACTERÍSTICAS CLAVE 30/11/2016

Fondos registrados en la CNMV / Todos los fondos están disponibles sin riesgo de divisa

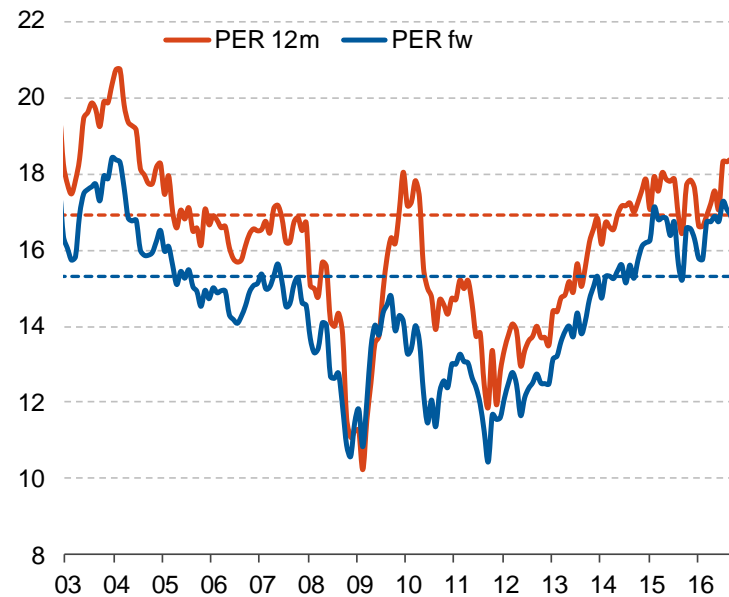
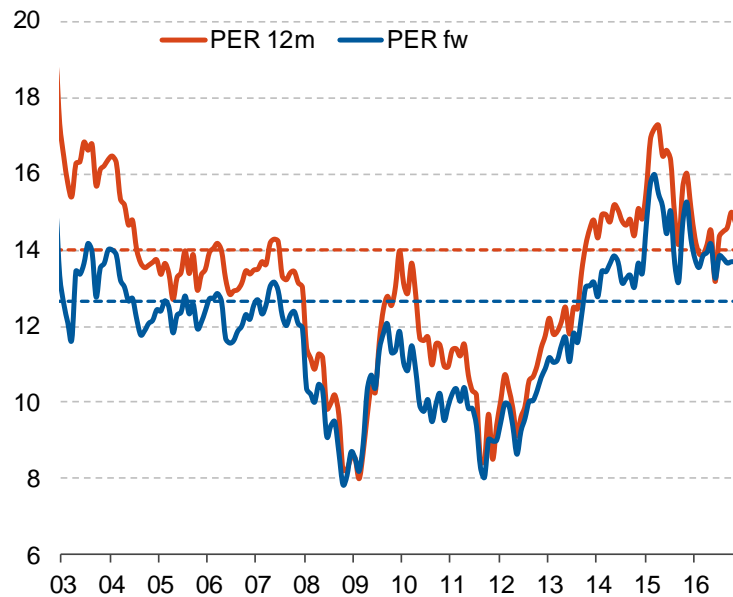
	Short Duration Investment Grade		Short Duration High Yield		Emerging Markets	
						
	AXA WF US Credit Short Duration IG	AXA WF Euro Credit Short Duration	AXA IM FIIS US Short Duration High Yield	AXA IM FIIS Europe Short Duration High Yield	AXA WF Asian Short Duration Bonds	AXA WF Emerging Markets Short Duration Bonds
Objective	The aim of the Fund is to generate returns by gaining exposure to the US short duration corporate bond markets	The aim of the Fund is to take advantage of the attractive risk / return of the short-term part of the credit market, both from an interest rate and credit perspective	The aim of the Fund is to achieve primarily high attractive income and secondly capital growth by investing in US high yield debt securities over a medium term period	The aim of the Fund is to achieve high attractive income and secondarily capital growth by investing primarily in high yield debt securities denominated in a European currency over a medium-term period	The aim of the fund is to seek performance by investing at least two thirds of its total assets in short duration debt securities issued in the Asian fixed income market over a medium term period	The aim of the fund is to seek performance by investing mainly in short duration debt securities issued in the emerging debt universe in USD over a medium term period
Índice de Referencia	NA – total return	BofA Merrill Lynch EMU Corporate 1-3 Years2	NA – total return	NA – total return	NA –total return	NA – total return
AUM	\$162m	€ 3.3bn	\$ 8.2bn	€ 3.3bn	\$ 32m	\$ 1.08bn
Average rating	BBB	BBB1	B+	B+	BB+	BB
Yield (%)	2.03	0.46	3.79	3.16	4.01	4.27
Duration (years)	1.57	1.82	1.48	1.26	2.90	2.91
Cash (%)	5.03	0.18	2.37	3.11	2.83	5.13
% High Yield	9.52	4.41	91.43	90.03	42.32	57.44
Number of holdings	163	295	240	180	93	111
Base currency	USD	EUR	USD	EUR	USD	USD
ISIN Institucional	LU0960404233	LU0227127643	LU0194345913	LU0658025209	LU1196530296	LU0800572702
	Fiscalmente traspasable	Fiscalmente traspasable	Fiscalmente traspasable	Fiscalmente traspasable	NO Fiscalmente Traspasable	Fiscalmente traspasable



## 8.2. | Renta variable

# Valoraciones de la bolsa, en términos generales alineadas con las medias históricas

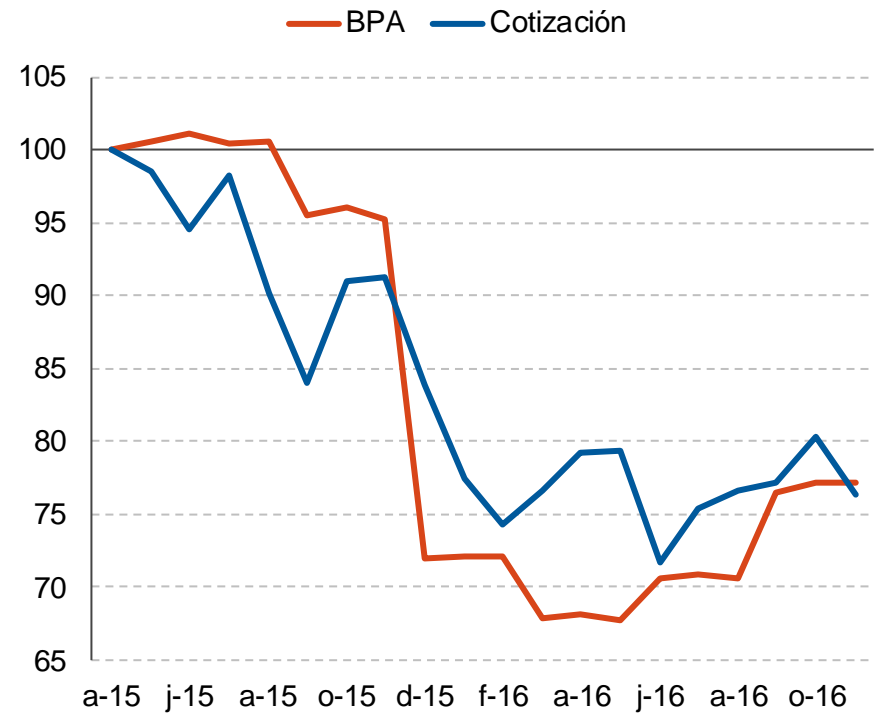
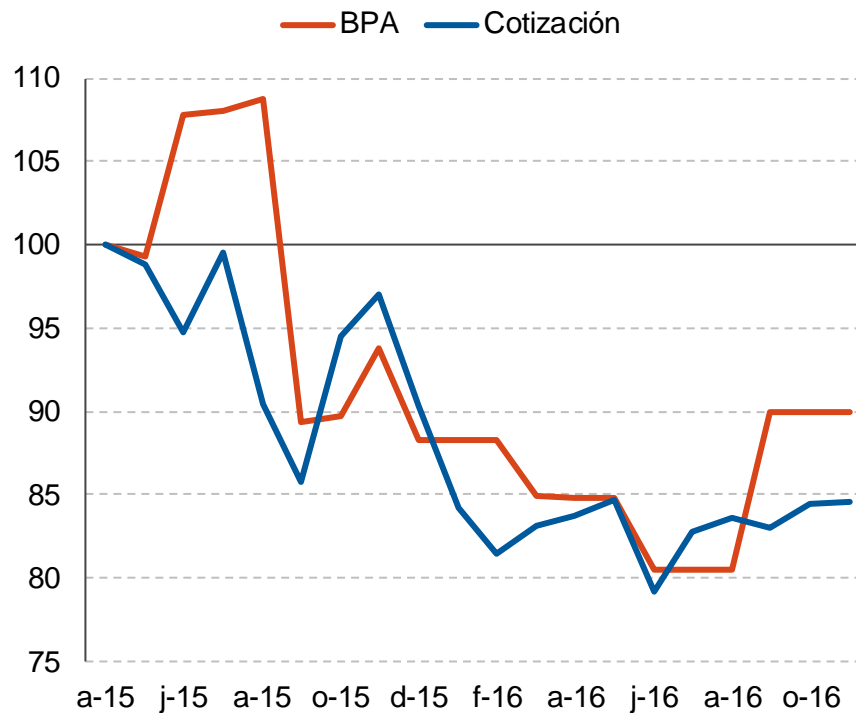
**PER *trailing* 12 meses y *forward* de EuroStoxx 50 (izqda.) y S&P 500 (dcha.)**



	CAPE			PER12m			PER12mFw		
	Actual	Promedio	Dif.	Actual	Promedio	Dif.	Actual	Promedio	Dif.
IBEX 35	10,2	13,9	-3,6	15,2	14,5	+0,7	13,7	13,0	+0,7
Dax	21,1	19,3	+1,8	6,5	9,7	-3,2	12,3	12,8	-0,5
CAC	16,8	22,6	-5,8	14,8	14,2	+0,7	13,8	12,8	+1,0
EuroStoxx 50	14,3	14,5	-0,2	14,7	14,0	+0,7	13,7	12,7	+1,0
S&P 500	22,8	21,2	+1,7	18,6	16,9	+1,7	16,4	15,3	+1,1
Nasdaq	35,0	38,0	-3,1	14,7	14,0	+0,7	18,2	20,7	-2,6
FTSE 100	18,0	19,5	-1,5	17,1	13,2	+4,0	15,0	12,4	+2,6
Nikkei 225	27,1	34,7	-7,6	18,9	24,8	-6,0	16,5	19,9	-3,3

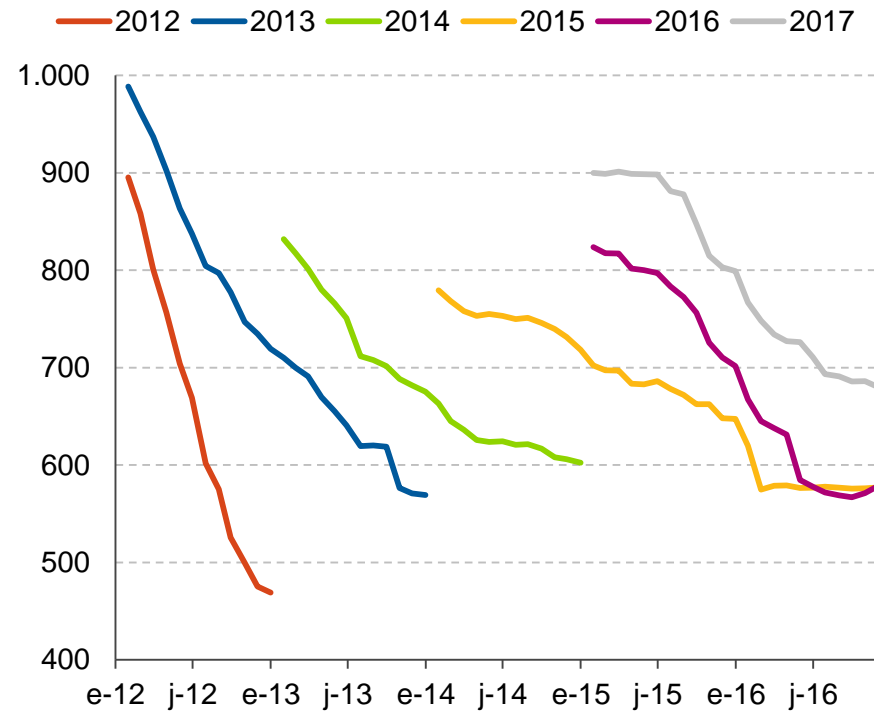
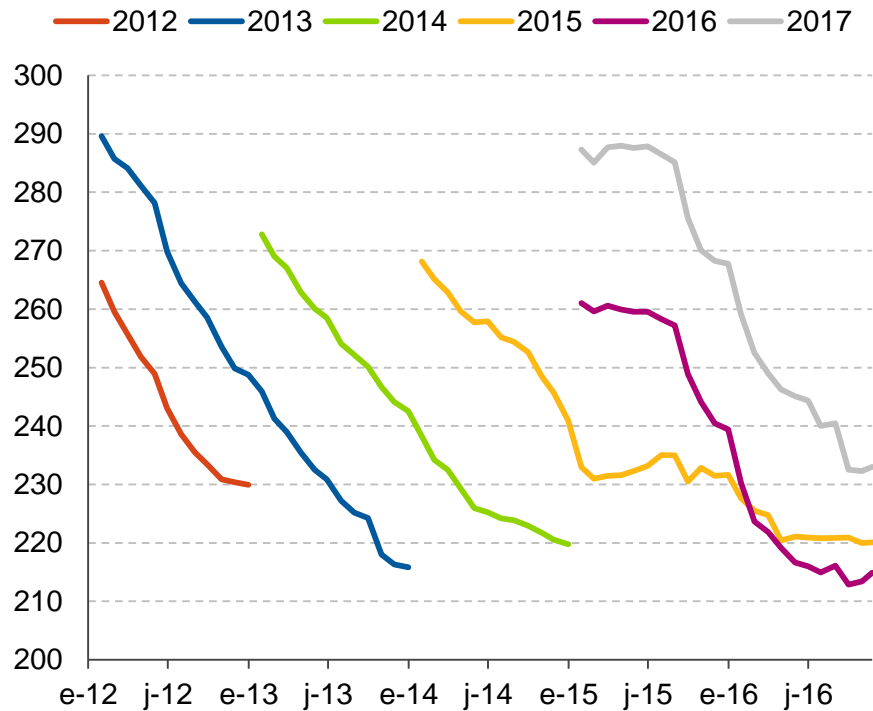
## La recesión de beneficios explica el grueso de las caídas de la bolsa europea desde los máximos de abril-15

**Beneficio por acción y cotización de EuroStoxx 50 (izqda.) e IBEX 35 (dcha.)  
(100: abril-15)**



# Aunque esta dinámica reciente parece estar empezando a cambiar

**Estimaciones de beneficios\* del consenso de analistas para el EuroStoxx 50 (izqda.) y el IBEX 35 (dcha.)**



\***Puntos de índice:** el valor de un punto de índice se obtiene dividiendo la capitalización del índice entre el valor del mismo. Por ejemplo, si el IBEX 35 capitaliza 530.000 millones de EUR y cotiza en 8.600 puntos, cada punto son 61,6 millones de euros aproximadamente. Si el beneficio esperado es de 570 puntos de índice, se espera un beneficio agregado de unos 35.000 millones de EUR.

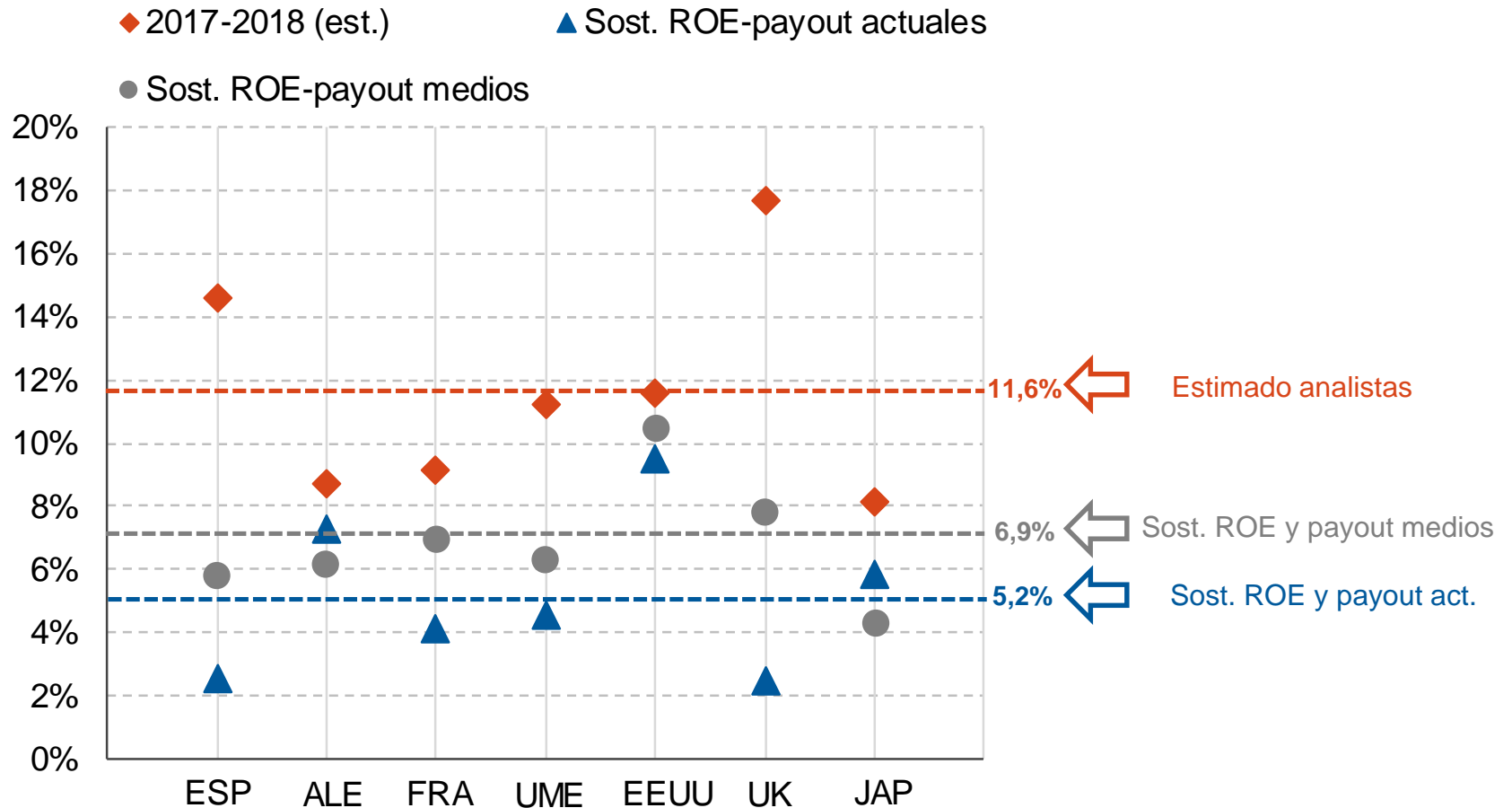
Los beneficios han crecido en el último trimestre tanto en Estados Unidos como en el área euro

**Crecimiento de BPA: consenso de analistas y sostenible (G) según ROE y *payout***

Índice	$\Delta$ BPA '17 (est.)	$\Delta$ BPA '18 (est.)	2017-2018 (est.)	G	ROE	Payout
Ibex 35	18,2%	11,3%	14,7%	2,6%	7,9%	68%
DAX	9,4%	8,1%	8,8%	7,3%	11,8%	38%
CAC	8,0%	10,3%	9,1%	4,2%	9,1%	55%
EuroStoxx	12,1%	10,4%	11,2%	4,6%	9,7%	53%
S&P 500	11,4%	11,9%	11,6%	9,5%	15,4%	38%
FTSE 100	24,4%	11,5%	17,8%	2,5%	9,6%	74%
Nikkei 225	8,5%	7,9%	8,2%	5,9%	8,9%	34%

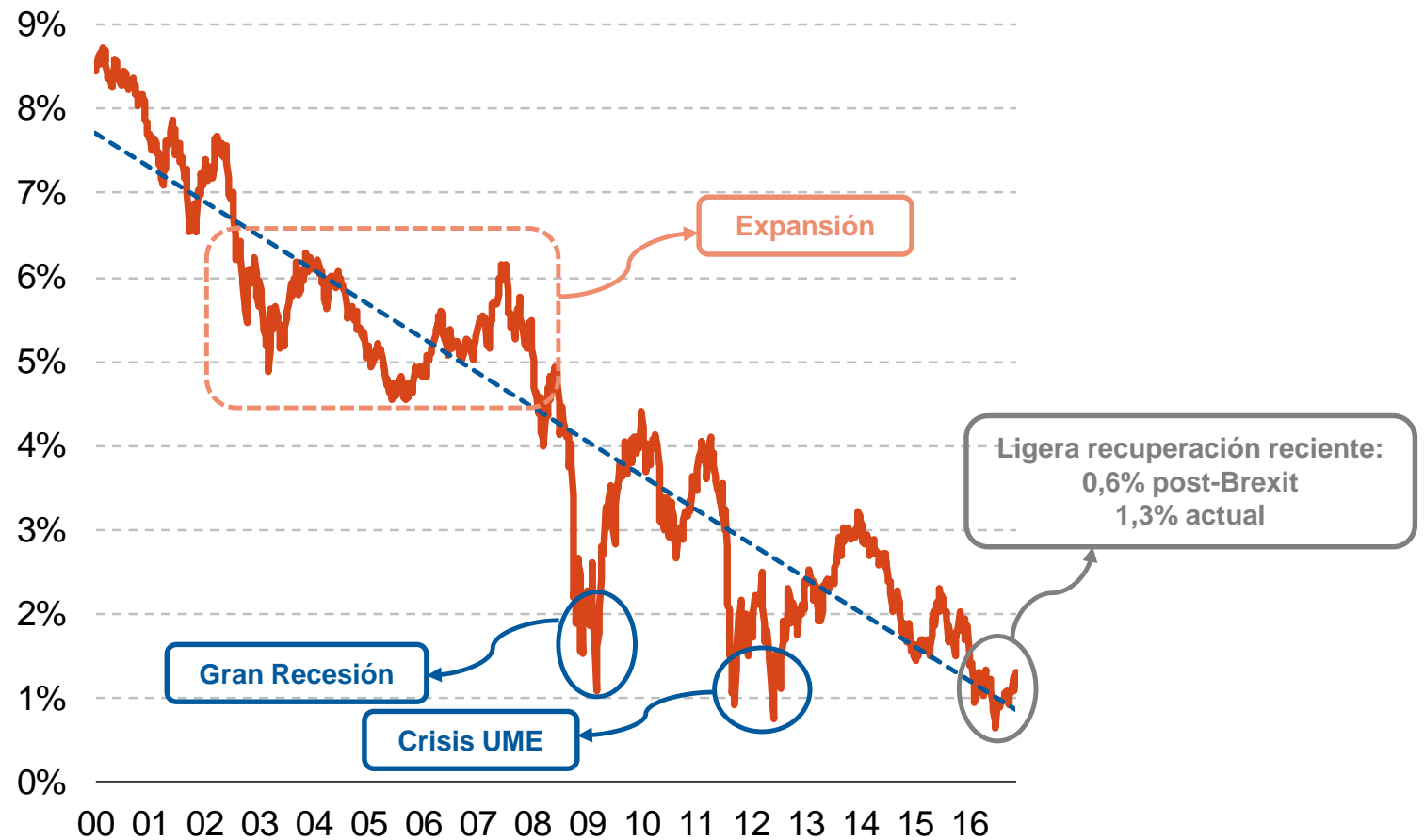
## El crecimiento de los beneficios estimado por las analistas para 2017-2018, sensiblemente por encima de niveles sostenibles de largo plazo

**Crecimiento de BPA: consenso de analistas y sostenible (G) según ROE y *payout***



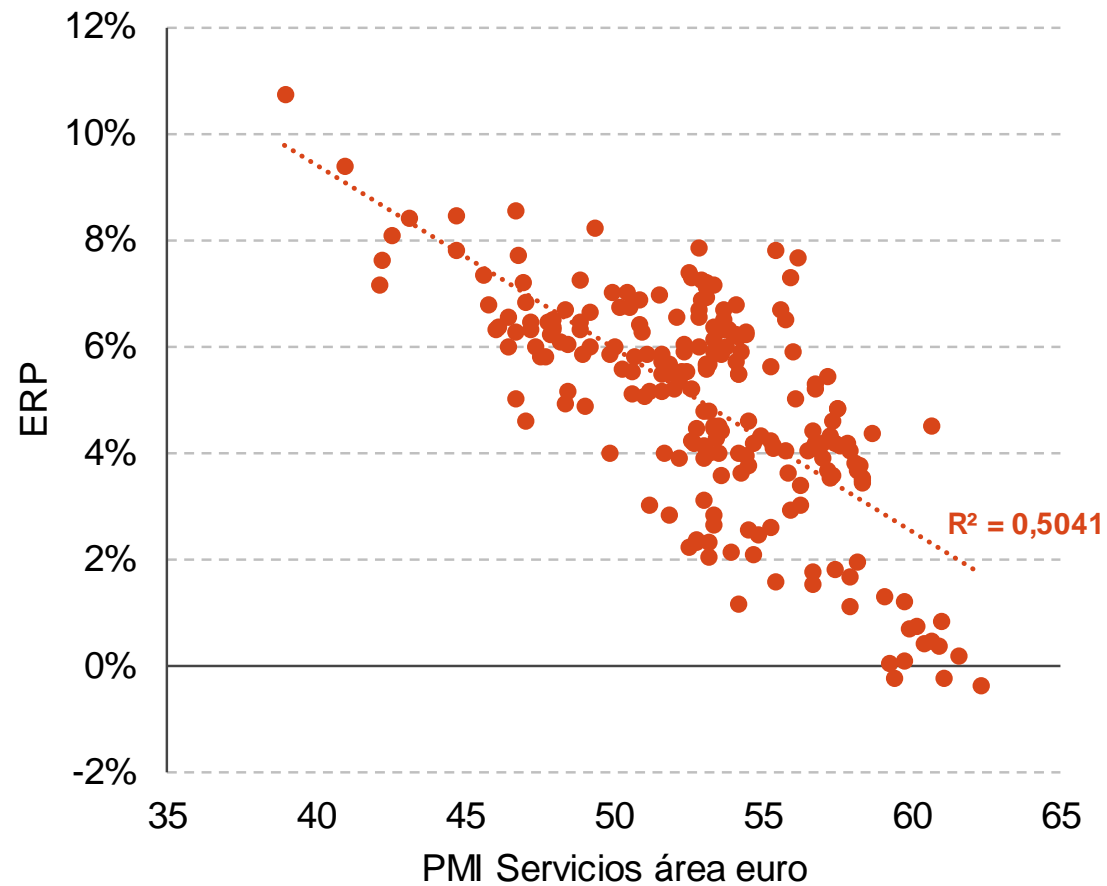
Sin embargo, las expectativas para el largo plazo son demasiado pesimistas en nuestra opinión

**Tasa de crecimiento perpetuo de los beneficios “g” implícita en las cotizaciones del EuroStoxx**



Las primas de riesgo bursátiles (ERP) muestran una relación histórica negativa con el ciclo económico, lo que en adelante debería favorecer una estabilidad o relajación de las primas de riesgo de las bolsas

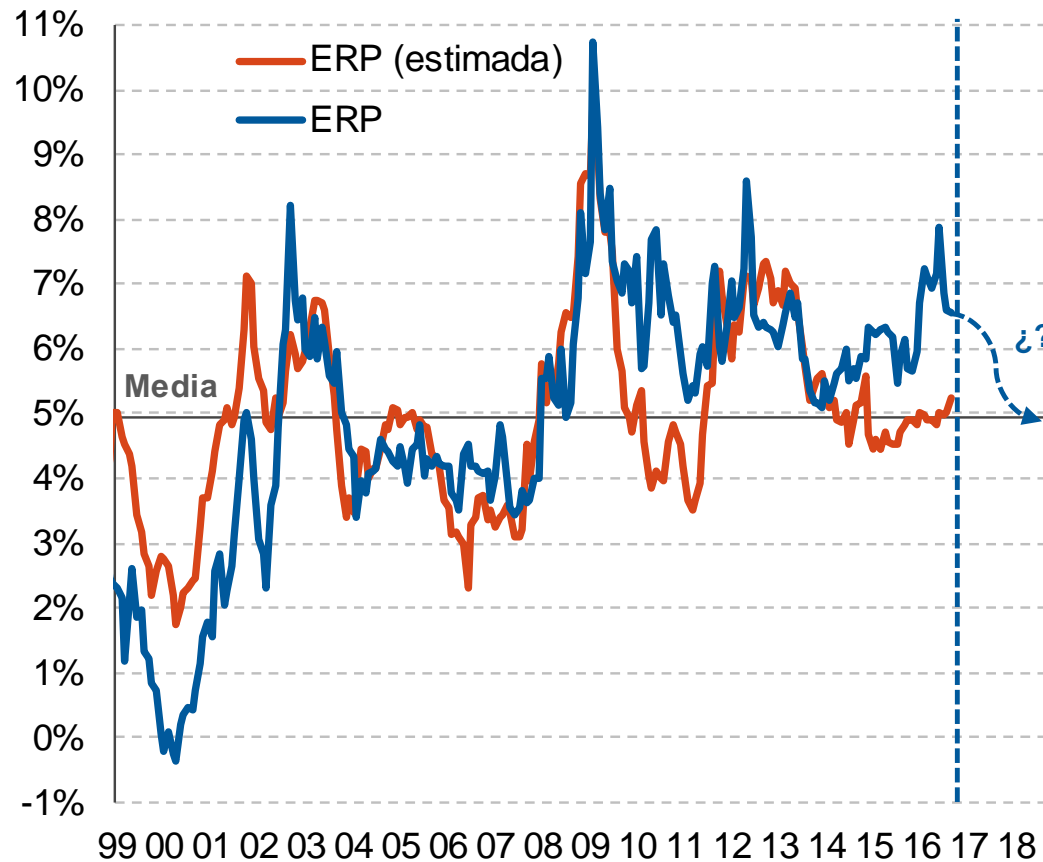
**Relación PMI de servicios área euro y ERP del EuroStoxx (1998-2016)**



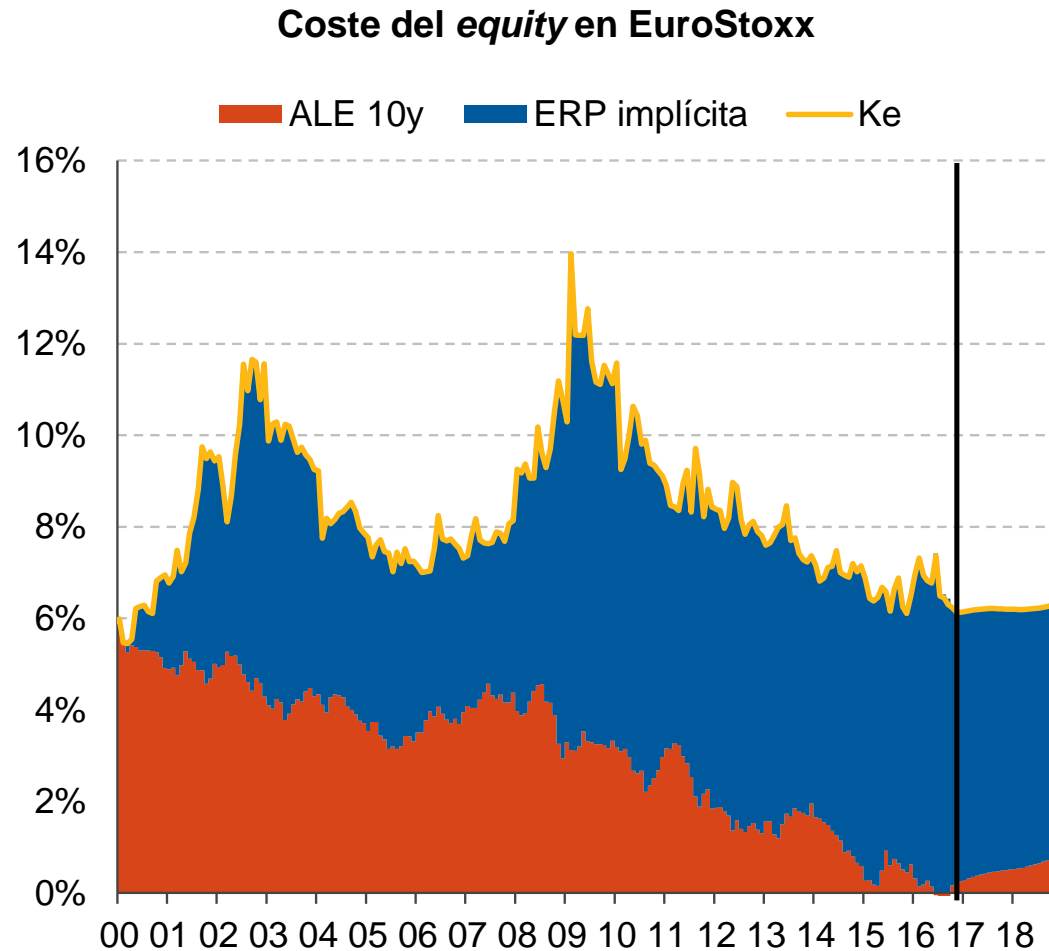


En ausencia de materialización de riesgos de cola antes mencionados, la ERP podría converger en el medio plazo con el promedio histórico, en el entorno del 5,0%

**ERP implícita y estimada en EuroStoxx**



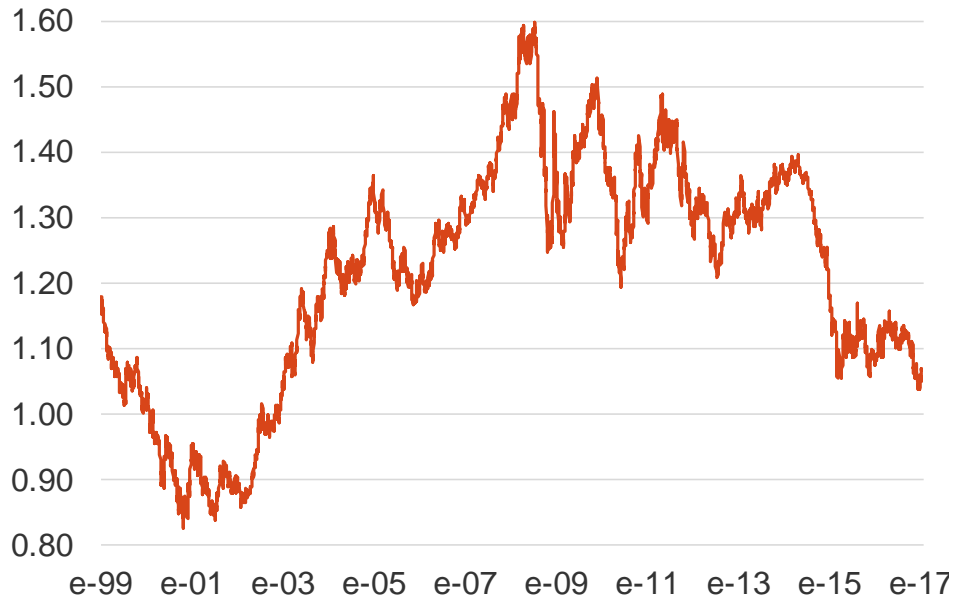
El efecto conjunto de (i) mayores tipos de interés libres de riesgo y (ii) ERP con cierta tendencia a la baja es una estabilidad en la tasa de descuento de la renta variable (coste del equity,  $K_e$ )



# 8.3. | Divisas

# Excesiva apreciación del USD y depreciación de GBP

## USD/EUR



## GBP/EUR



## 8.4. | Emergentes

# Elevamos a NEUTRAL la RV Emergente

## Recomendación AFI mercados emergentes:

### 1. Renta variable: **NEUTRAL**

- Ratios de valoración más atractivos, mejoría cíclica y entrada de flujos nos llevan a anticipar una revalorización.

### 2. Renta fija USD: **SOBREPONDERAR**

- El reciente repunte de spreads en renta fija vuelve a ofrecer posibilidades de inversión en renta fija USD

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

- Reducimos exposición, aunque los altos tipos de interés siguen ofreciendo buenas posibilidades de inversión



# Cambio en la percepción sobre los mercados financieros emergentes

## 2011-2015

### Factores de riesgo

- Taper tantrum de la Fed
- Hard landing en China
- Caída de las materias primas

Evolución del CRB



## 2015-2016

### ¿Qué ha cambiado?

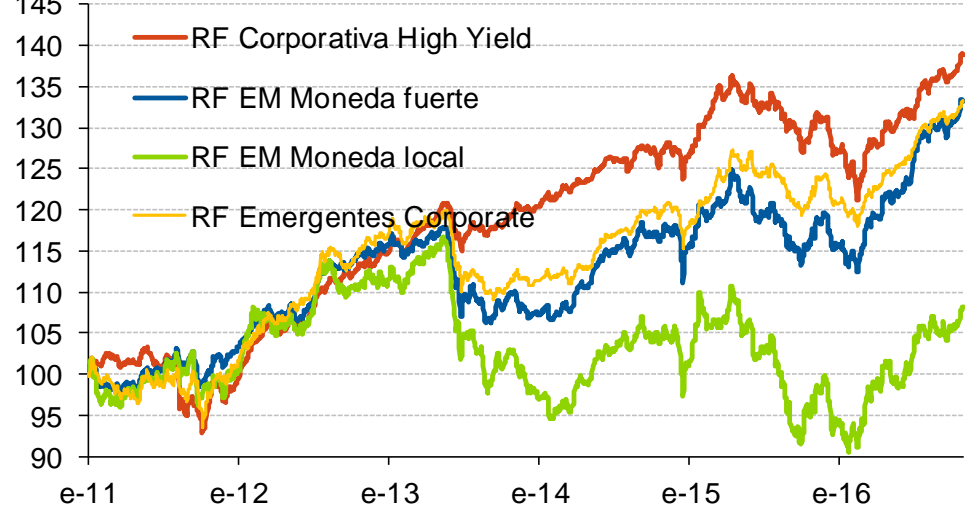
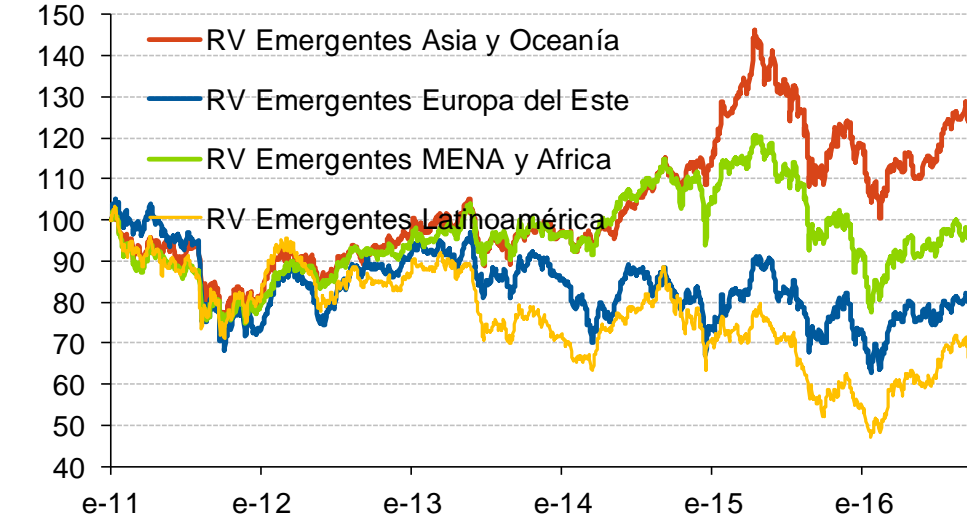
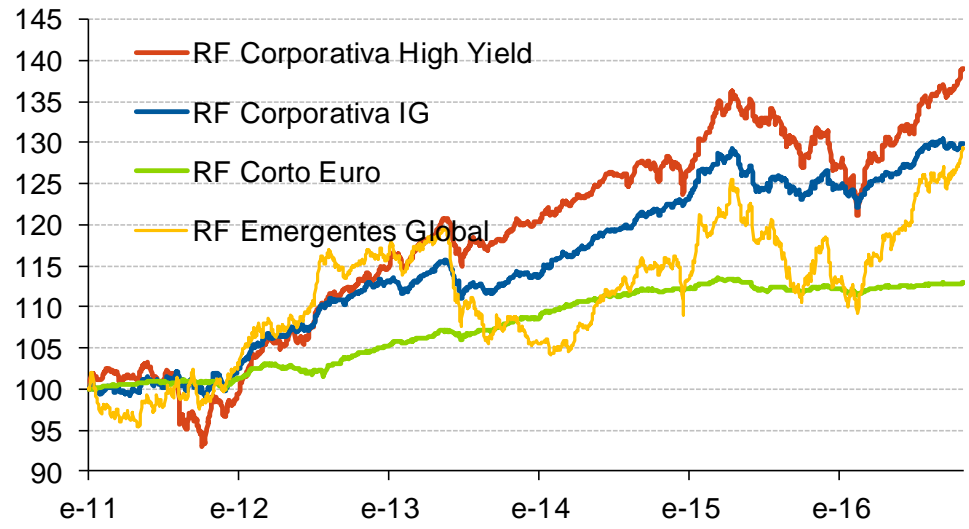
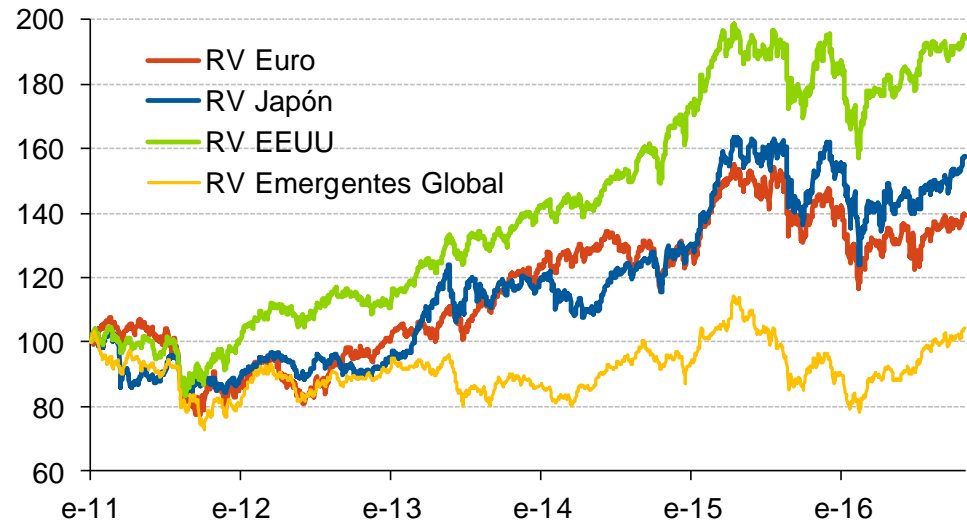
- Fed mantendrá el tamaño del balance y la subida de tipos será gradual
- Paulatina desaceleración económica en China
- Estabilización de las materias primas

### Además

- Intensa depreciación de las divisas (30%) genera mejoría de competitividad internacional que está permitiendo la recuperación económica.
- Menor déficit por cuenta corriente
- Y
- El peor comportamiento relativo de los mercados financieros emergentes es visto como una oportunidad dado la actual búsqueda de rentabilidad en RF por tipos bajos en emisores core y percepción de fair value en RV desarrollada

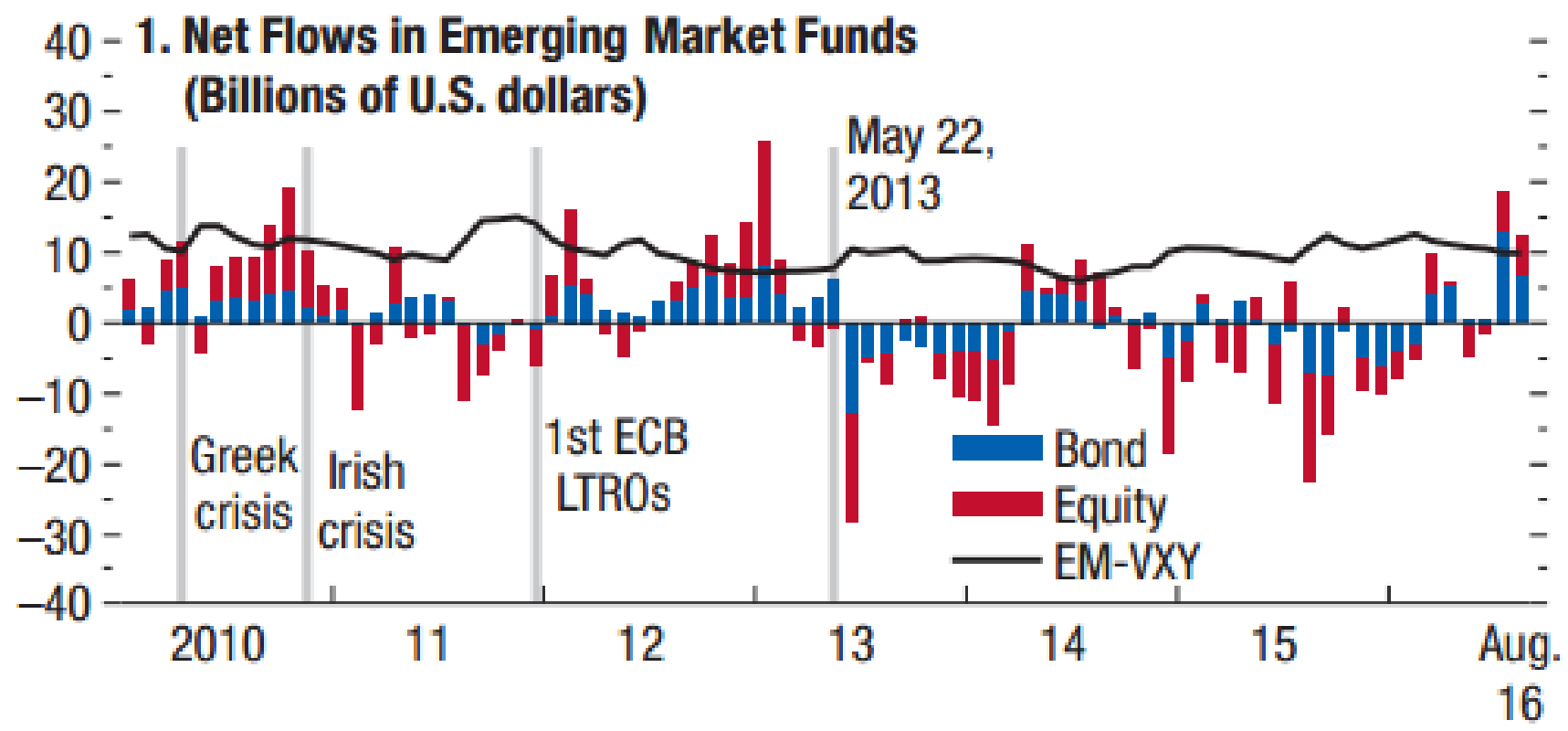
# Sobre el peor comportamiento relativo de los mercados emergentes

Evolución del índices Afi de fondos

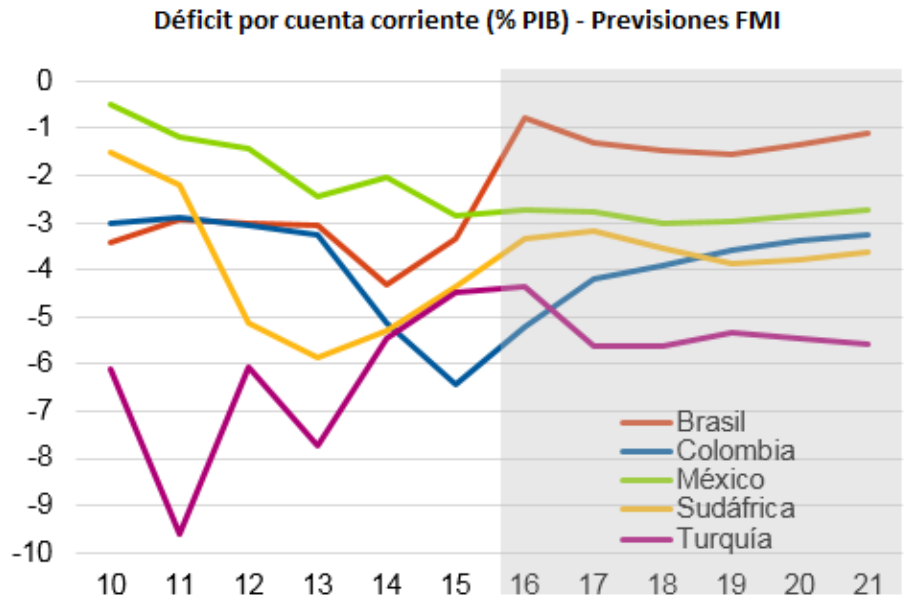




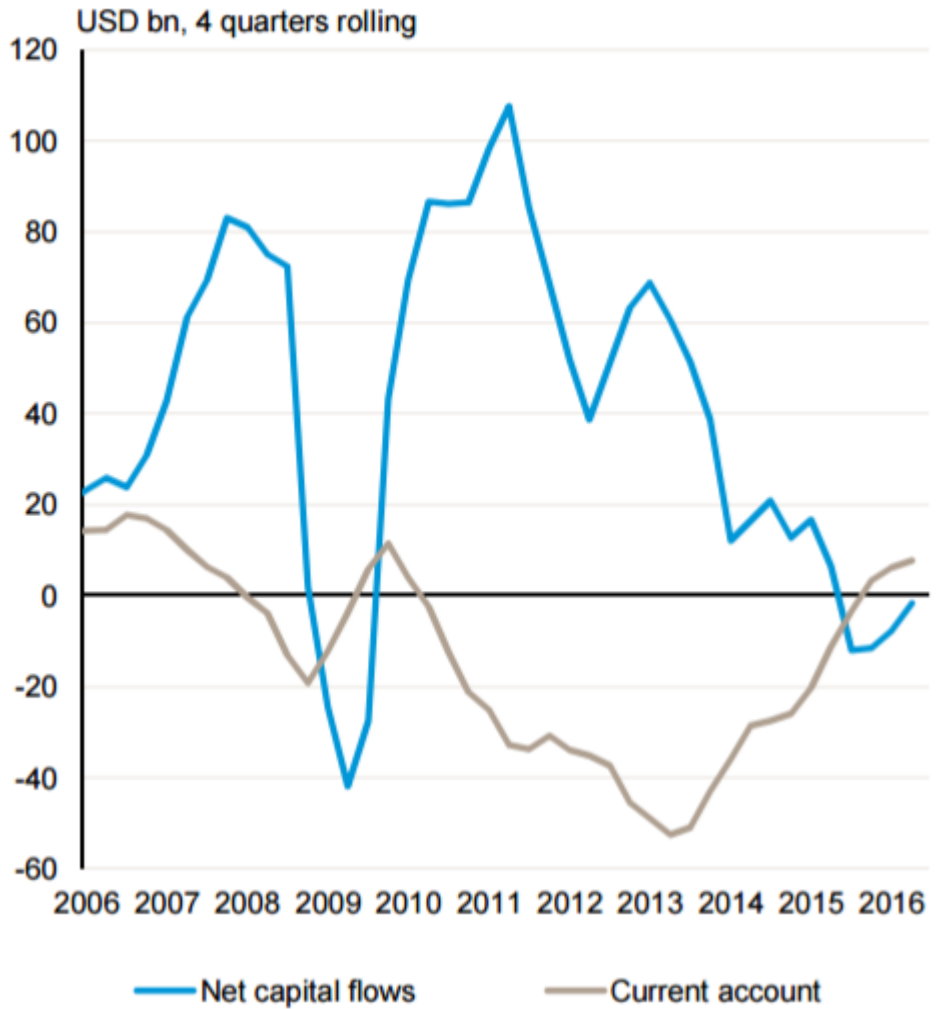
# Vuelven a entrar los flujos en los mercados financieros emergentes



# Ahora que “menos los necesitan”

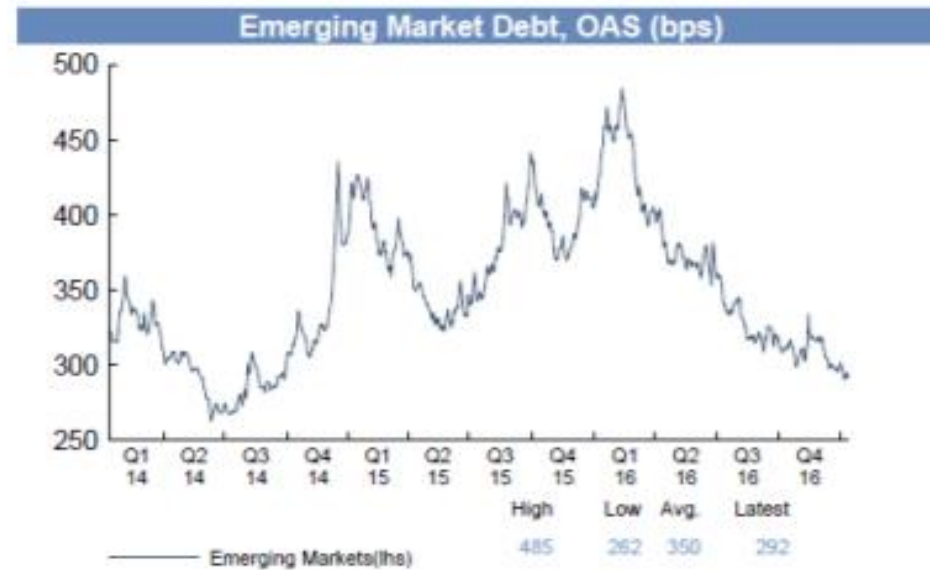
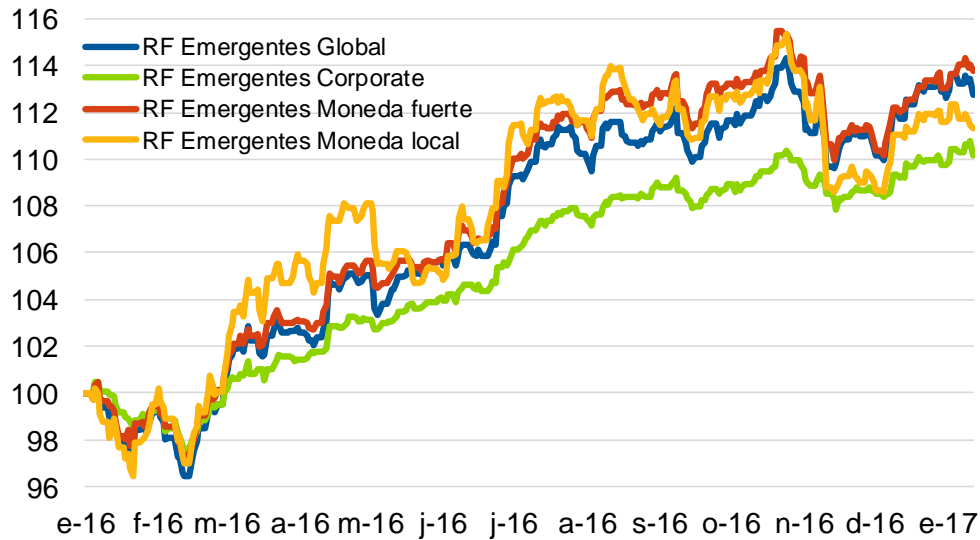


## EM C/A & capital flows ex China



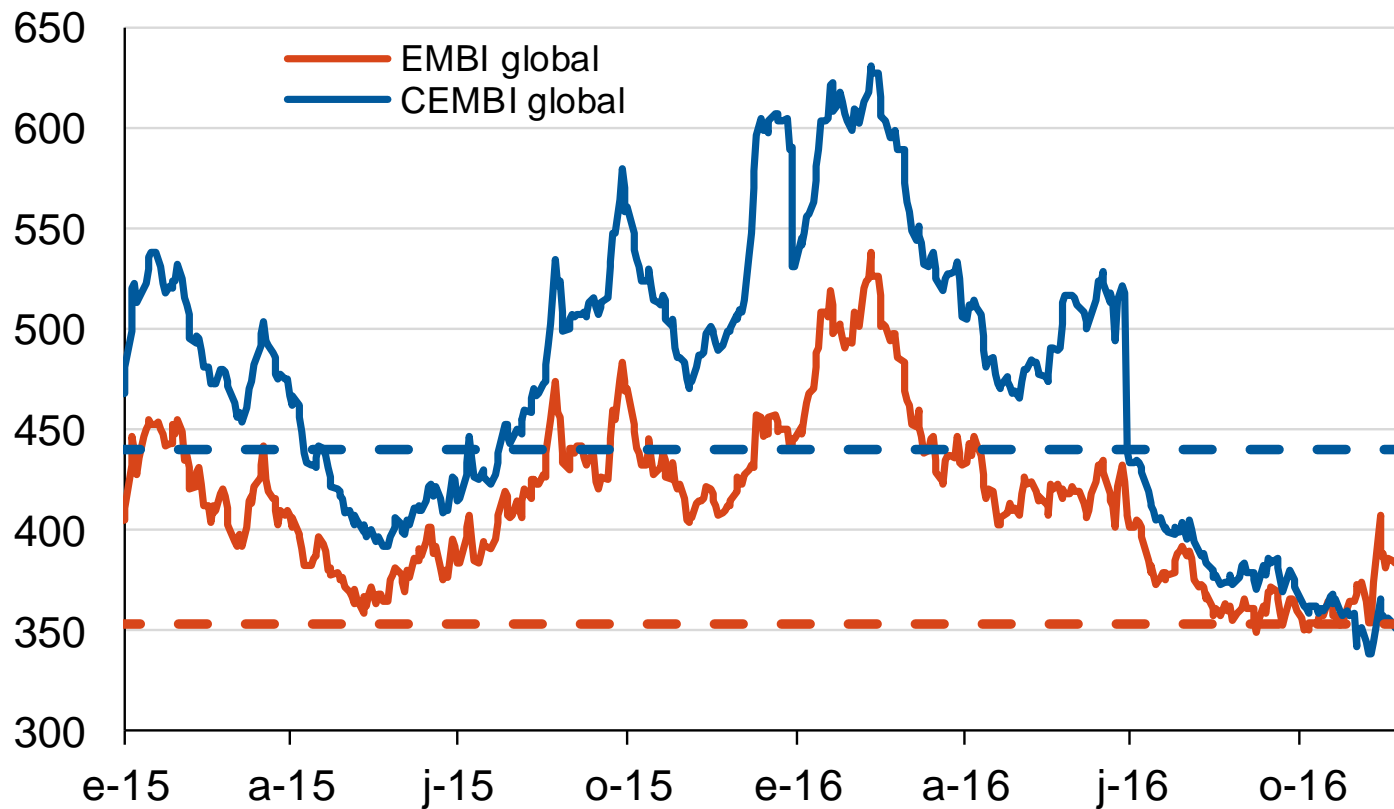
# La renta fija emergente, el activo más afectado por la victoria de Trump.

**Evolución en 2016 de los índices Afi de fondos de inversión**



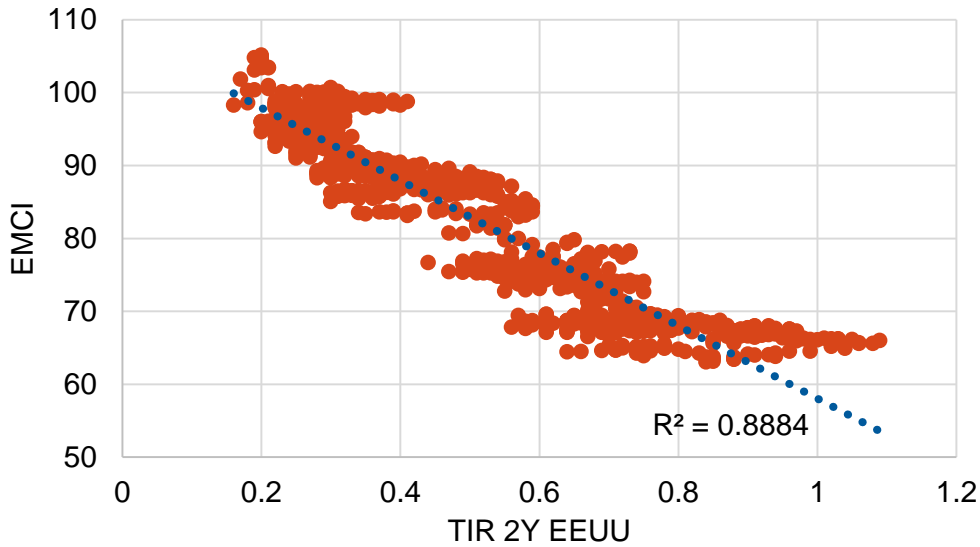
Source: Barclays as of January 12, 2017. Option adjusted spread (OAS).

# Importante repunte de los diferenciales, en mayor medida en los gobiernos...

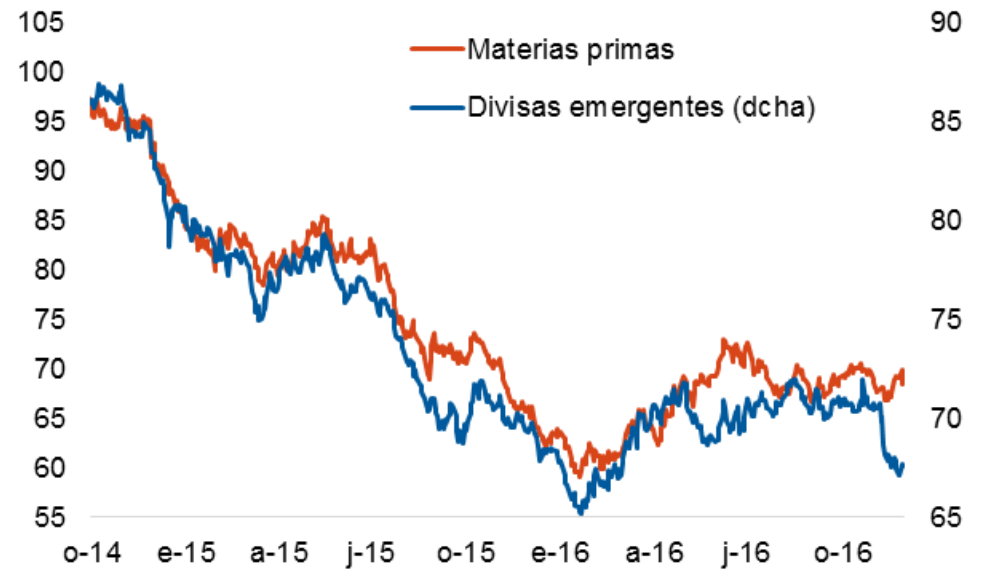


# ... a pesar de la recuperación del precio de las materias primas

**Tipo a 2 años del USD y tipo de cambio de las divisas de países emergentes**



**Precio de las materias primas y tipo de cambio de las divisas de países emergentes**



# 9 | *Asset allocation* recomendado

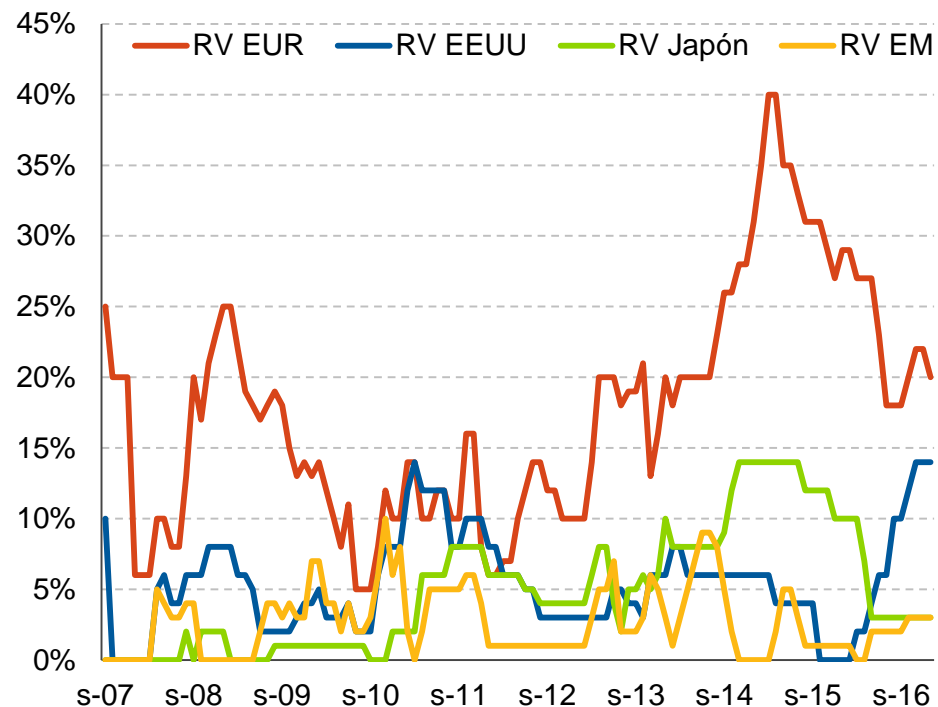
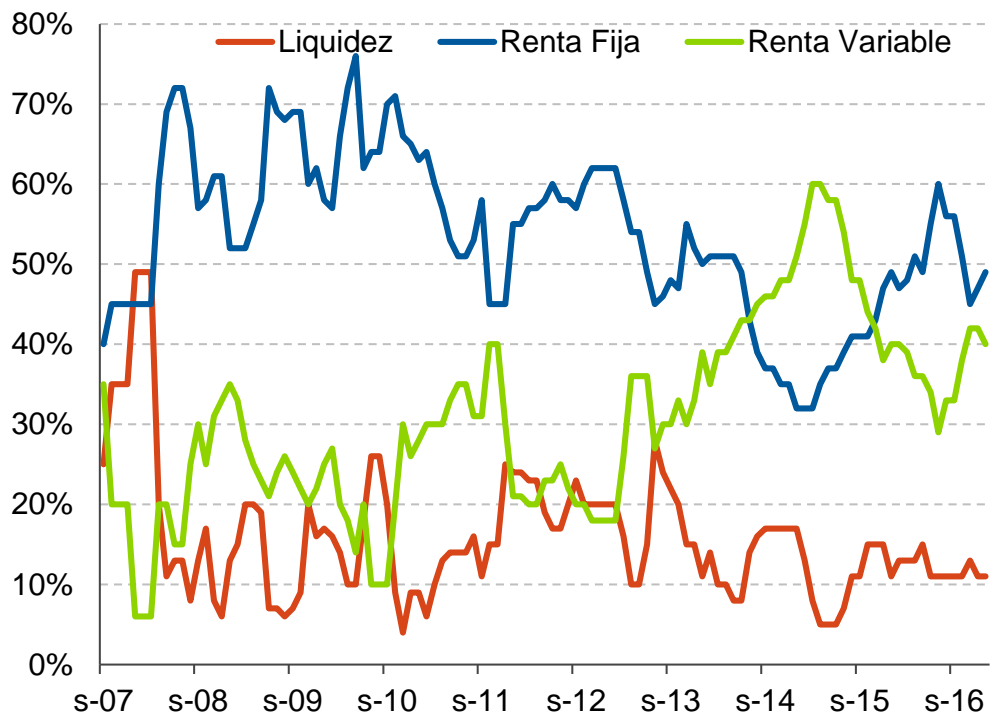
## AA recomendado Afi

Categoría	Jan-17	Dec-16	Jul-16	Jan-16	Jul-15	Jan-15	Jul-14	Var. mes	BMK	AFI vs BMK	Perfilados España
Liquidez	11%	11%	7%	5%	3%	3%	4%	0%	5%	6%	7%
Monetarios USD	0%	0%	0%	6%	4%	9%	7%	0%	0%	0%	0%
Monetarios GBP	0%	0%	4%	0%	0%	5%	3%	0%	0%	0%	0%
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>14%</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
DP Corto EUR	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	15%	-15%	8%
DP Largo EUR	4%	4%	8%	9%	15%	6%	7%	0%	10%	-6%	8%
DP USD	12%	10%	12%	0%	0%	0%	0%	2%	5%	7%	2%
RF Investment Grade	17%	17%	15%	11%	6%	13%	22%	0%	15%	2%	24%
RF High Yield	11%	11%	17%	19%	17%	11%	10%	0%	7%	4%	6%
RF Emergente	6%	6%	9%	7%	2%	3%	4%	0%	3%	3%	2%
<b>Renta fija</b>	<b>49%</b>	<b>47%</b>	<b>60%</b>	<b>49%</b>	<b>39%</b>	<b>32%</b>	<b>43%</b>	<b>2%</b>	<b>55%</b>	<b>-6%</b>	<b>50%</b>
RV EUR	20%	22%	18%	29%	33%	31%	20%	-2%	15%	5%	20%
RV EEUU	14%	14%	6%	0%	4%	6%	6%	0%	15%	-1%	11%
RV Japón	3%	3%	3%	10%	14%	14%	8%	0%	5%	-2%	3%
RV Emergente	3%	3%	2%	1%	3%	0%	9%	0%	5%	-2%	4%
<b>Renta variable</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>	<b>29%</b>	<b>40%</b>	<b>54%</b>	<b>51%</b>	<b>43%</b>	<b>-2%</b>	<b>40%</b>	<b>0%</b>	<b>38%</b>

Sube peso en el mes

Pierde peso en el mes

# AA recomendado Afi





# Afi

Calle Marqués de Villamejor, 5  
28006 Madrid España

## **Afi**

+34 915 200 100  
[www.afi.es](http://www.afi.es)  
[info@afi.es](mailto:info@afi.es)



## **Afi Escuela de Finanzas**

+34 915 200 150 / 180  
[www.afiescueladefinanzas.es](http://www.afiescueladefinanzas.es)  
[efa@afi.es](mailto:efa@afi.es)



## **Fundación Afi**

+34 915 200 100  
[www.fundacionafi.org](http://www.fundacionafi.org)  
[info@fundacionafi.org](mailto:info@fundacionafi.org)

