



# Cambio de ciclo en la economía mundial: ¿dónde están los riesgos?

## Perspectivas para los mercados

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

**Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)**  
**Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI**  
Barcelona, 17 de enero de 2019

---

# 1 | Claves

# Claves

## Política

### *Principal factor de riesgo*

1. **Presidencia de Trump. Tratados comerciales y proteccionismo**
2. **UE/UME: presidencia en Italia, migración y fortalecimiento de la UME**
3. **¿Francia?**
4. **BREXIT**
5. **Turquía y Argentina (¿Sudáfrica?)**
6. **Tensión en el Golfo Pérsico y guerra en Siria**
7. **¿Brasil y México?**

*Revisiones a la baja del crecimiento, que ya no se acelera, sino que estamos en un punto de inflexión. Ralentización más leve que la de 2015-2016 o 2011-2012. No estamos a las puertas de una recesión.*

## Economía

1. **Final de la aceleración de la economía mundial: pico en la tasa de crecimiento**
2. **EEUU ante un ciclo maduro**
3. **Incapacidad de la UME de crecer en línea con el potencial**
4. **Ordenada desaceleración en China, con la persistencia del principal factor de riesgo: elevado endeudamiento empresarial (160% del PIB)**
5. **La inflación ha tocado techo sin trasladarse a la subyacente**

# Claves

*Finalización de la subida de tipos de la Fed y sin alzas por parte del BCE. La RV debe recuperar la caída de los múltiplos de valoración.*

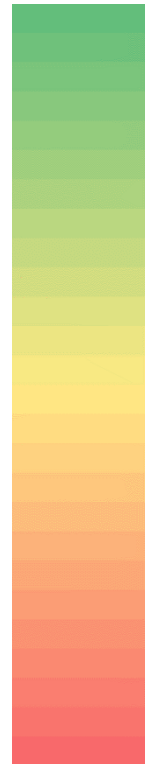
## Mercados

- 1. Final de las subidas de tipos de la Fed (en zona ligeramente restrictiva) y avance en la reducción del tamaño del balance**
- 2. Final del APP del BCE. Sin subidas de tipos (como mucho, de la FMD)**
- 3. Repunte de los tipos largos, con aumento de pendiente (Deuda Pública UME)**
- 4. Estabilidad de la curva de DP USD**
- 5. Estabilidad o ligera cesión de diferenciales (Renta Fija Privada, periferia UME y emergentes)**
- 6. Aumento del BPA y ligera expansión de múltiplos en RV**
- 7. Normalización de la volatilidad**

## Riesgos para un entorno económico positivo (aunque con señales de pérdida de dinamismo)

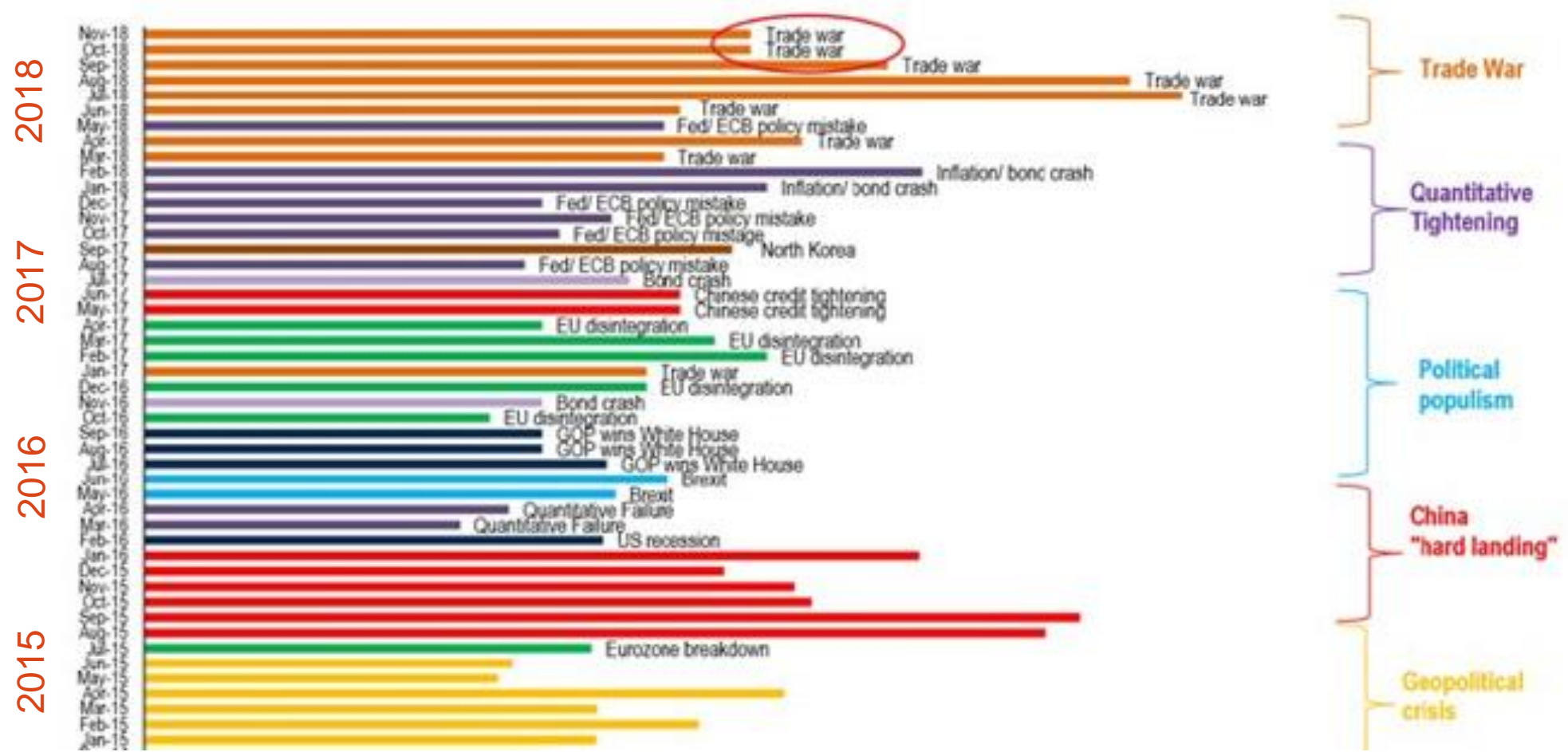
Probabilidad de ocurrencia

- ❑ **Salida de Italia de la UME: muy poco probable a corto plazo, pero con elevado carácter sistémico**
- ❑ **Elevado endeudamiento empresarial chino; riesgo de impago, poco probable a corto plazo, pero con carácter sistémico**
- ❑ **Repunte de la inflación: con cierta probabilidad (aunque decreciente), pero de poca intensidad**
- ❑ **Endurecimiento de la política monetaria: “cierto”, pero paulatino**
- ❑ **Tensión política y proteccionismo comercial: “cierto” pero de impacto negativo más incierto en magnitud**



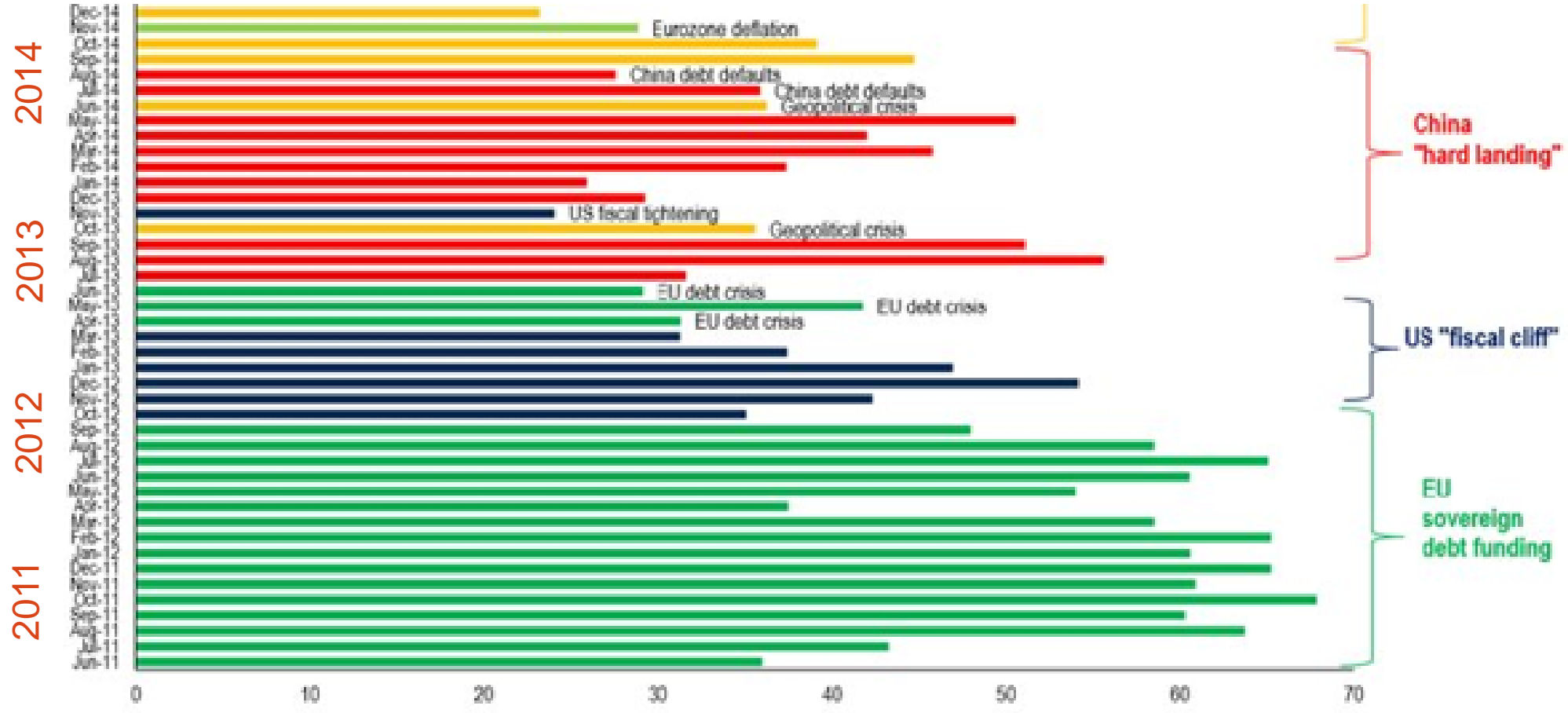
Los factores de riesgo han ido evolucionando a lo largo de estos años...

Principal factor de riesgo (*biggest tail risk*)



... y han variado desde UME, *fiscal Cliff*, *hard landing* en China a endurecimiento de la política monetaria y la tensión comercial.

Principal factor de riesgo (*biggest tail risk*)



# 2 | La geopolítica sigue siendo el principal factor de riesgo





## La geopolítica, principal factor de riesgo...

Política

### *Principal factor de riesgo*

1. **Elecciones (Italia) y en diversos países del Latinoamérica**
2. **Presidencia de Trump**
3. **Corea del Norte**

Política

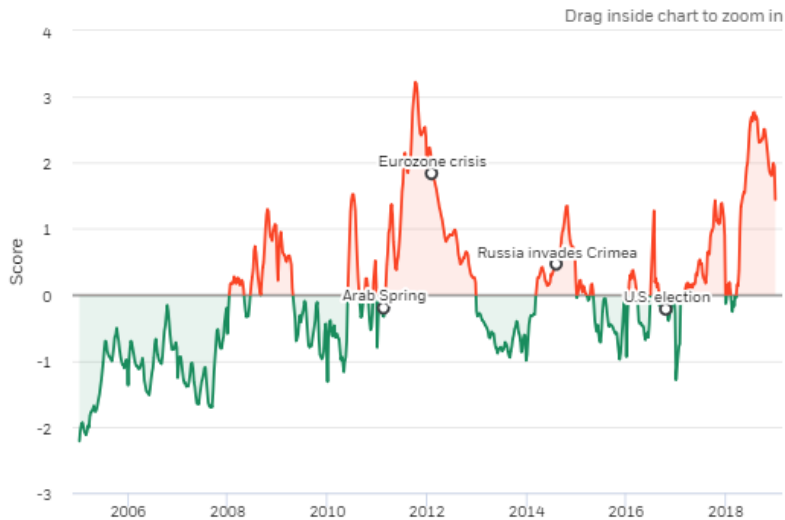
### *Principal factor de riesgo*

1. **Presidencia de Trump. Tratados comerciales y proteccionismo**
2. **UE/UME: presidencia en Italia, migración y fortalecimiento de la UME**
3. **¿Francia?**
4. **BREXIT**
5. **Turquía y Argentina (¿Sudáfrica?)**
6. **Tensión en el Golfo Pérsico y guerra en Siria**
7. **¿Brasil y México?**

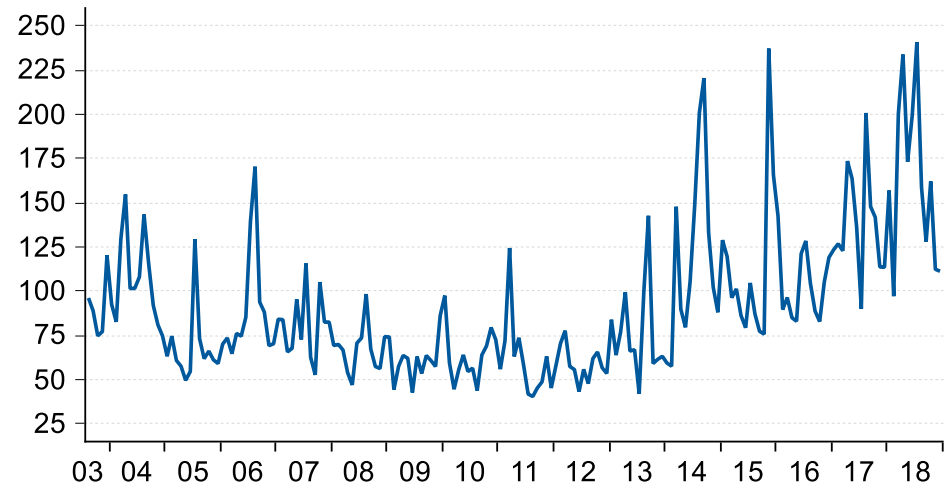
- Al igual que decíamos el pasado año, la geopolítica sigue siendo el principal factor de riesgo.
- Se cumplió el escenario de victoria electoral de los candidatos más extremos en Italia, México y Brasil. Si bien en los dos últimos casos (en especial en Brasil) la reacción del mercado ha sido positiva, en Italia se ha convertido en uno de los principales elementos generadores de volatilidad (DP ITA y RV Euro vía bancos).
- De forma similar, el endurecimiento de la posición de Trump respecto a China ha sido el otro gran factor director de las cotizaciones en 2018, en especial en el sector tecnológico a partir de octubre.
- Por último, respecto al Brexit podemos decir que el impacto ha sido “neutral”, salvo en la GBP.
- Corea del Norte no ha supuesto un factor de riesgo (tras la máxima tensión de verano 2017).

... aunque se haya moderado en las últimas semanas...

Global index



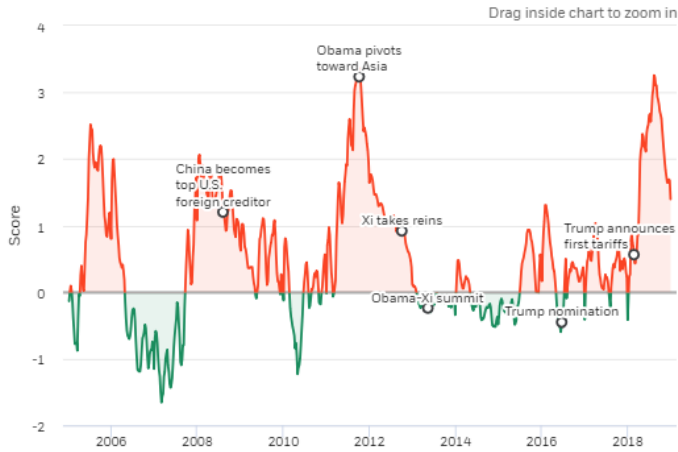
Índice de riesgo político global (GPR)



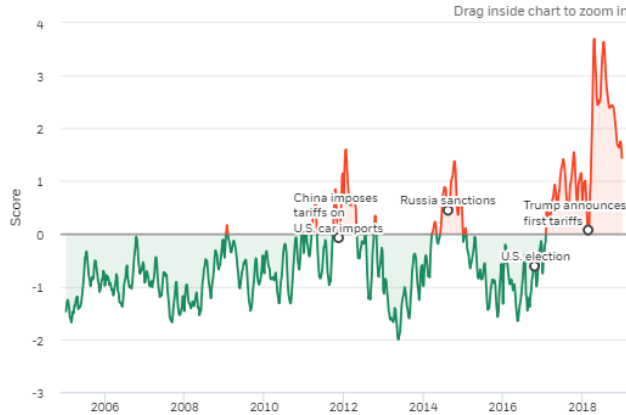
- En diciembre hemos contado con una relajación de los factores de riesgo políticos y geoestratégicos. Por un lado, China y EEUU anunciaban una tregua por un plazo de 90 días en su guerra comercial. Sin que sea el punto final, ni mucho menos, de la tensión, es un indicio sobre un potencial punto de inflexión en el conflicto entre las dos principales economías mundiales. Por otra parte, el gobierno italiano y la Comisión Europea llegaban a un principio de acuerdo ante la reducción del objetivo de déficit público hasta el 2,04% (desde el 2,40%). En este caso, sí consideramos que son señales claras de un “final” de la tensión dentro de la UME que amenazaba con un escenario muy preocupante. Sin que desde otros focos de riesgo (Brasil, México, Turquía, Argentina, Irán o Corea del Norte) tengamos novedades, es en el BREXIT donde la situación se ha deteriorado significativamente, al incrementarse el riesgo de una “abrupta” salida del Reino Unido de la UE. En conclusión, ligera mejoría del factor de riesgo geoestratégico, si bien con saldos desiguales en cada uno de ellos y a la espera de una resolución del más importante (la guerra comercial entre EEUU y China).

# ... en la práctica totalidad de componentes.

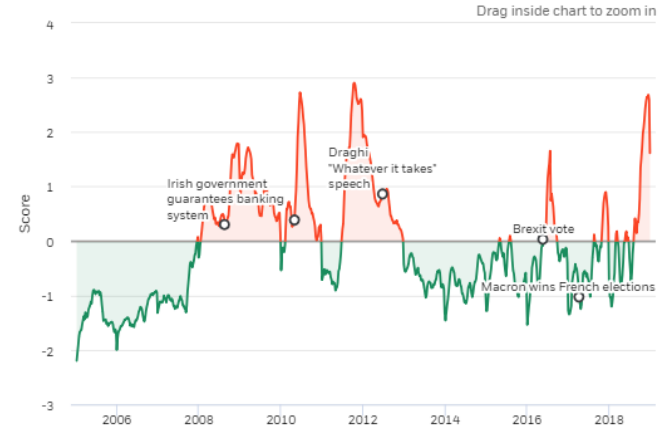
### U.S. - China relations



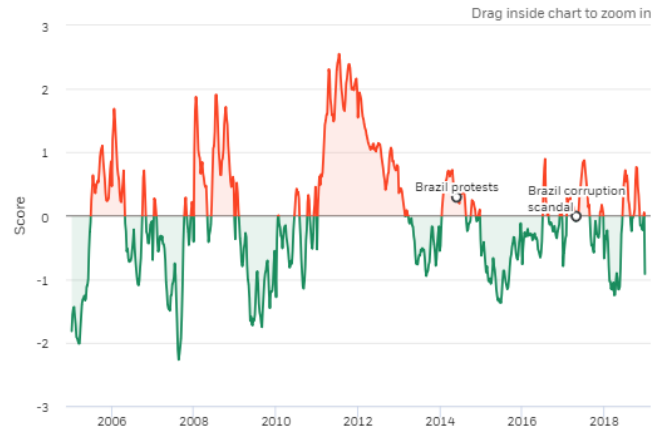
### Global trade tensions



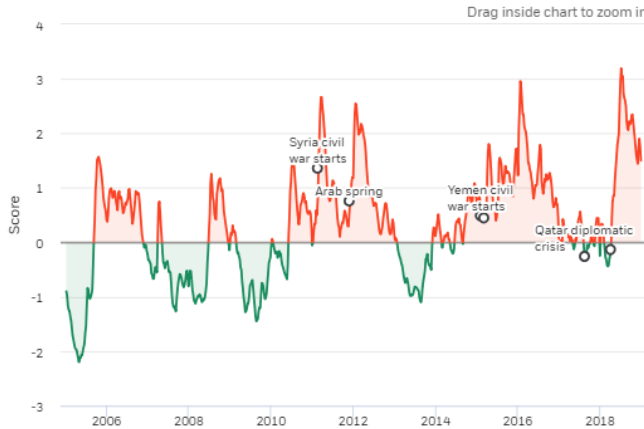
### European fragmentation



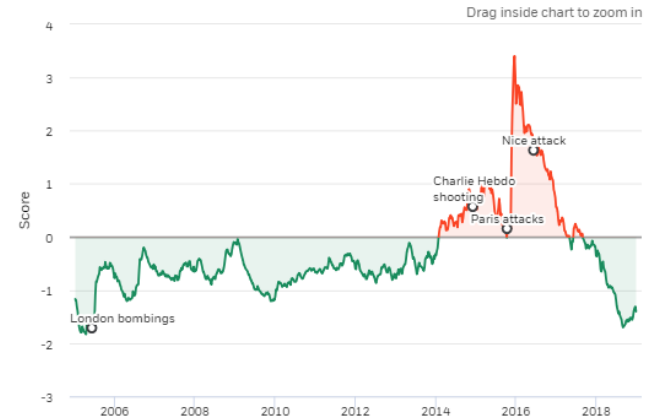
### LatAm populism



### Gulf tensions



### Major terror attack(s)

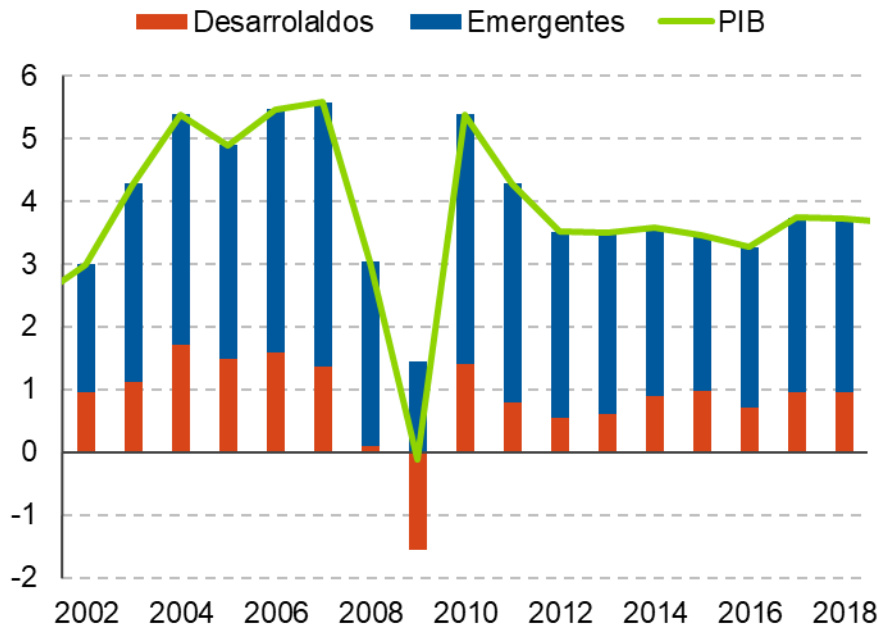


# 3 | Deterioro económico, pero no intenso

## El crecimiento mundial tocó techo a finales de 2017. En 2018 el avance siguió siendo notable aunque menos sincronizado.

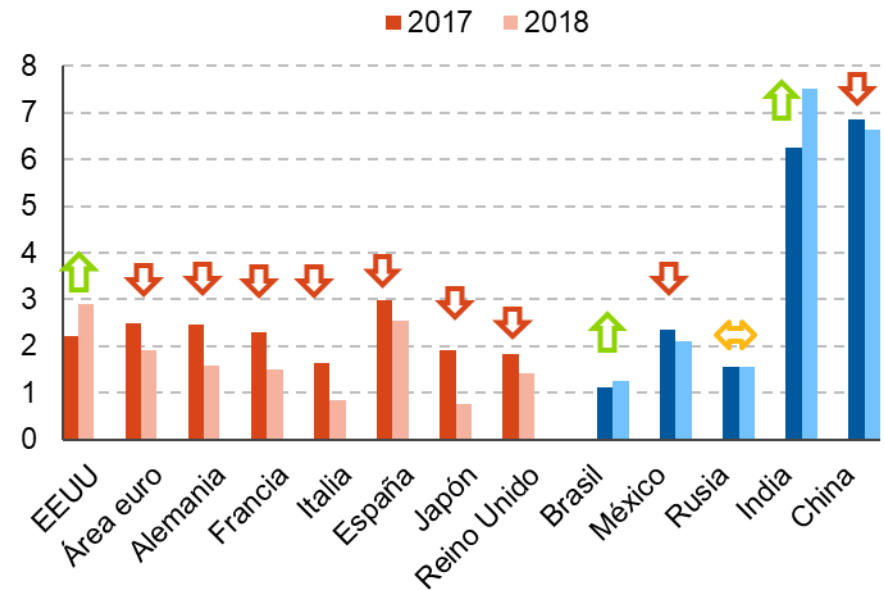
- El crecimiento global en su conjunto crecerá a tasas muy similares al 2017, no obstante, la tónica de desaceleración en el conjunto de las economías está presente.
- El año se caracterizó por las diferentes tendencias. Entre las grandes economías desarrolladas solo Estados Unidos crecerá por encima de lo observado en 2017. Entre las emergentes, el mayor dinamismo de India y Brasil compensa la desaceleración de China.

### Crecimiento mundial (% anual y aportaciones)



Fuente: Afi, FMI

### Crecimiento por países 2017 y 2018 (% anual)

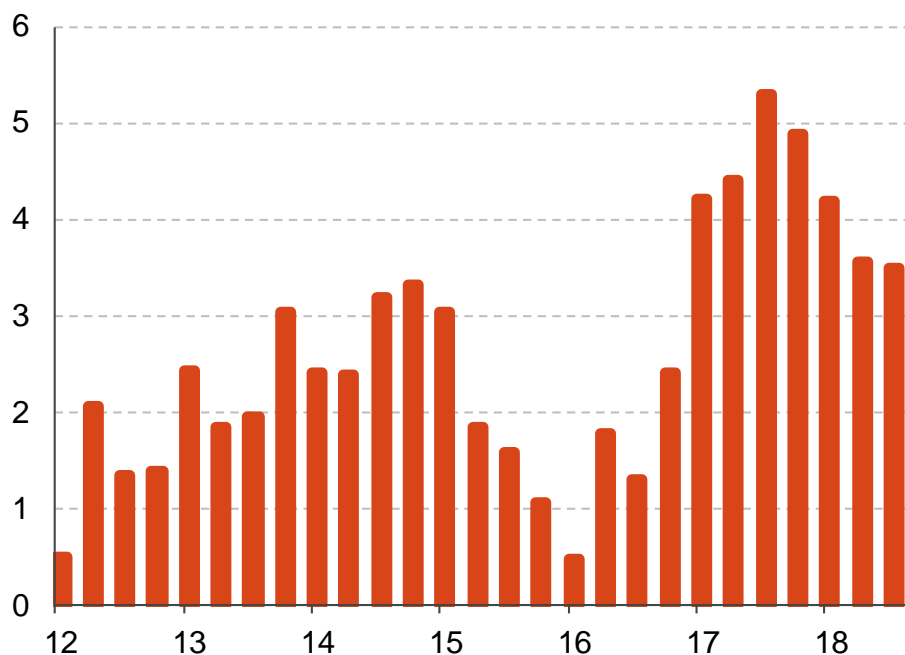


Fuente: Afi, FMI

# 2018 estuvo marcado por las tensiones comerciales entre China-EEUU y EEUU-UE, que han afectado a los flujos comerciales internacionales

- Las continuas disputas en materia comercial entre las grandes potencias se han visto reflejadas en el comercio mundial, que desacelera durante 2018 tras tocar máximos el pasado año.
- EE.UU ha implementado diferentes medidas proteccionistas destinadas a presionar al gobierno chino que a su vez ha contrarrestado. En diciembre se declara una tregua para retomar negociaciones.

### Comercio mundial (% ia)



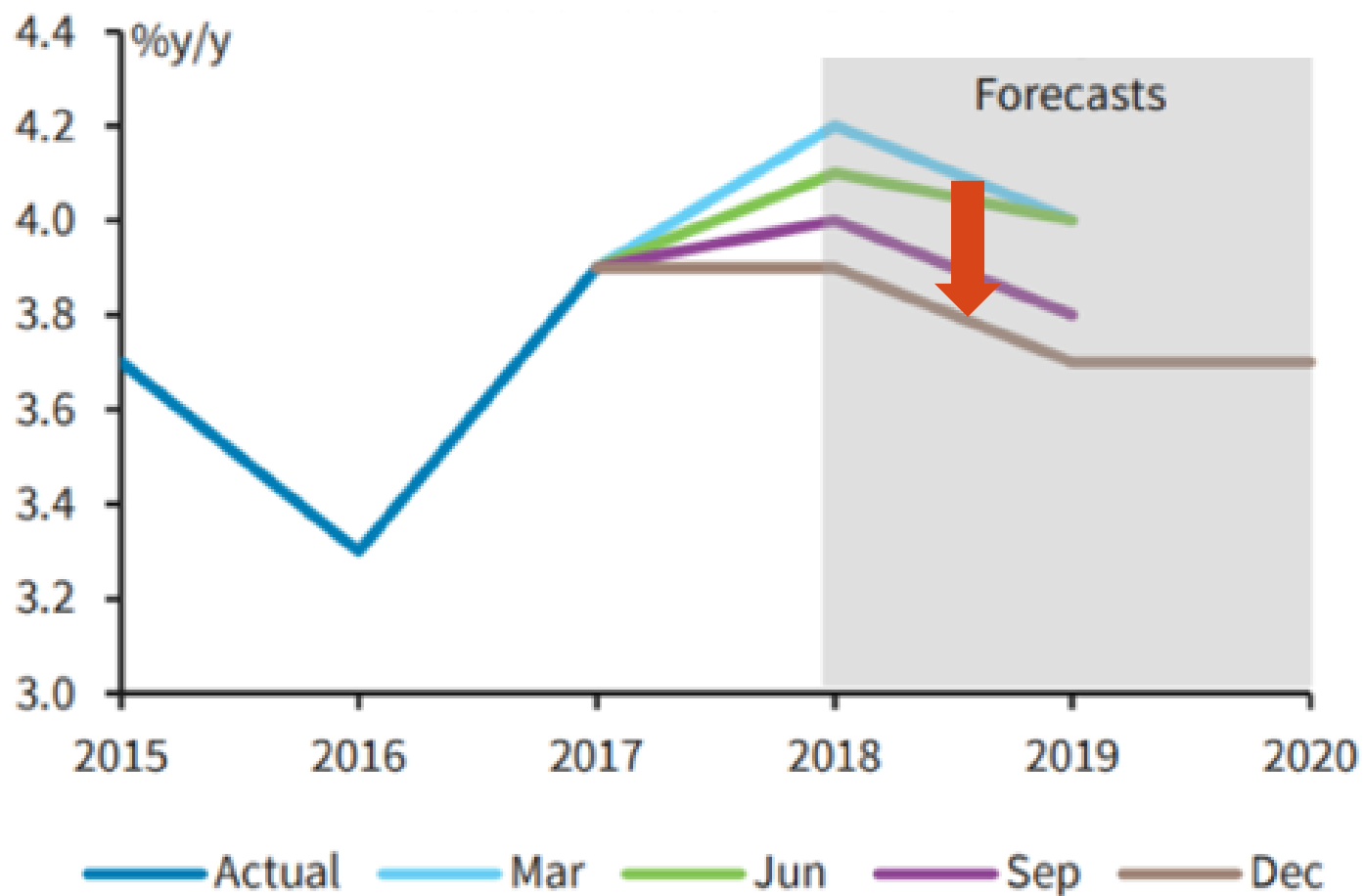
Fuente: Afi, CPB

### Medidas proteccionistas implementadas en 2018 China – EEUU



Fuente: Afi, Varias fuentes

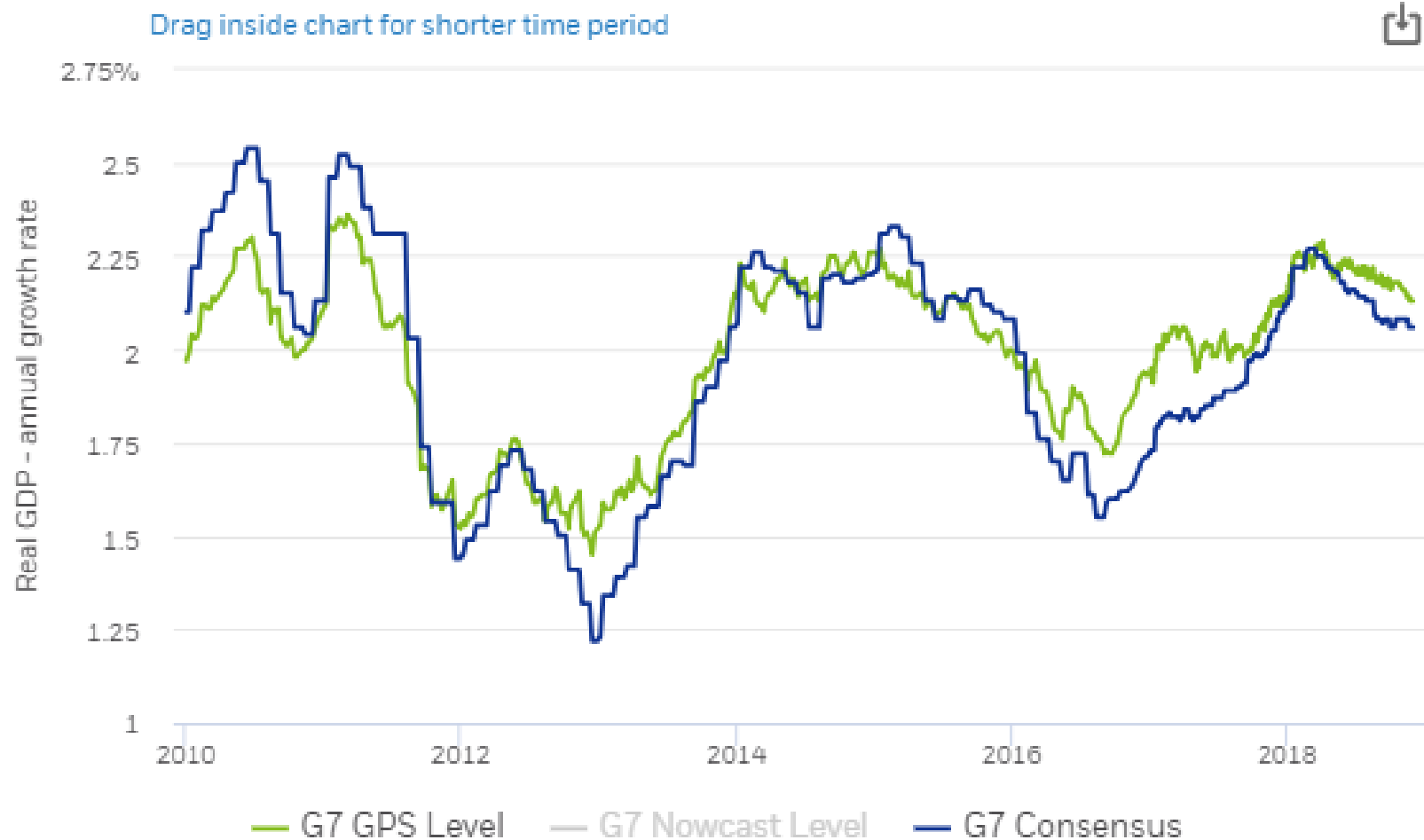
## Crecimiento del PIB mundial y previsiones



G7

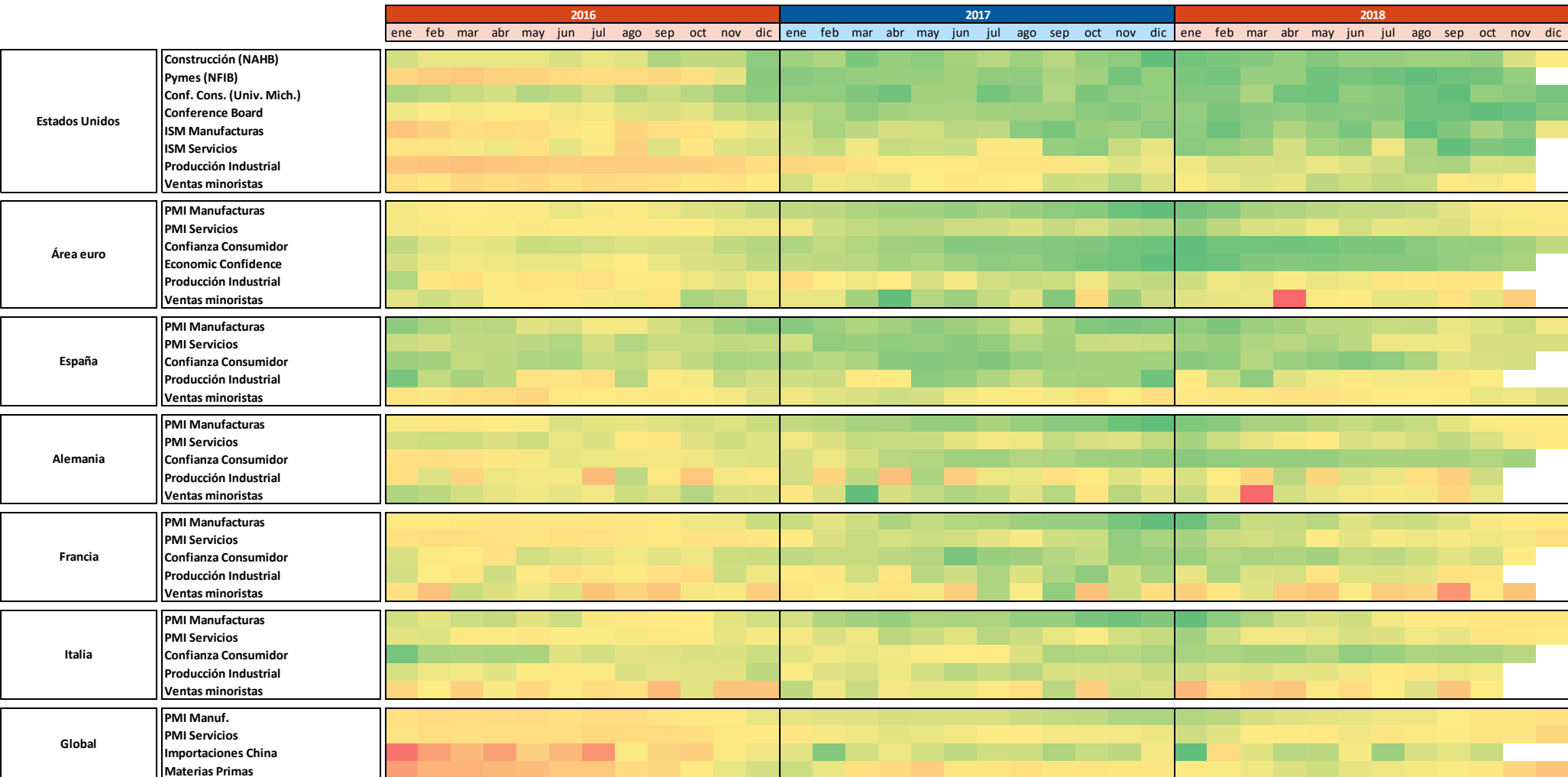
G7

Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates





# Monitor de ciclo de desarrollados



## United States



Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## China



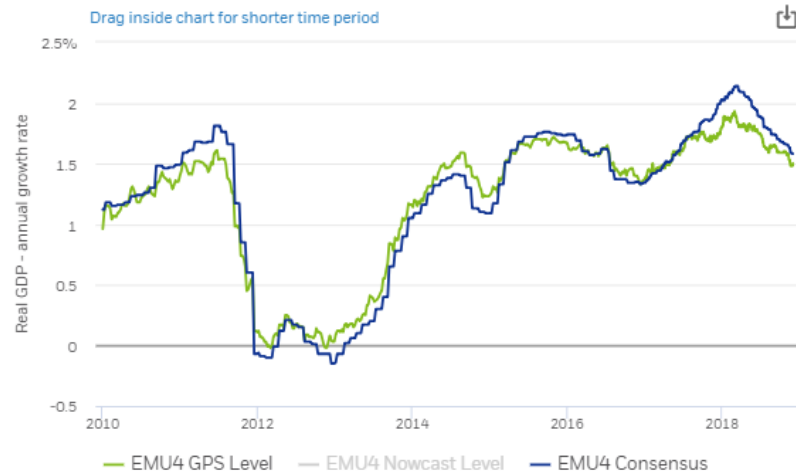
Future PMI implied by BlackRock Macro GPS vs. current



## Eurozone



Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Japan



Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates

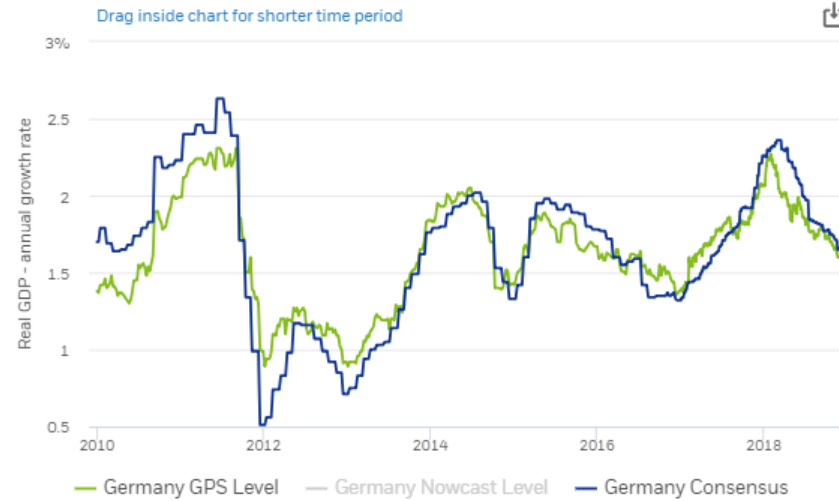




## Germany



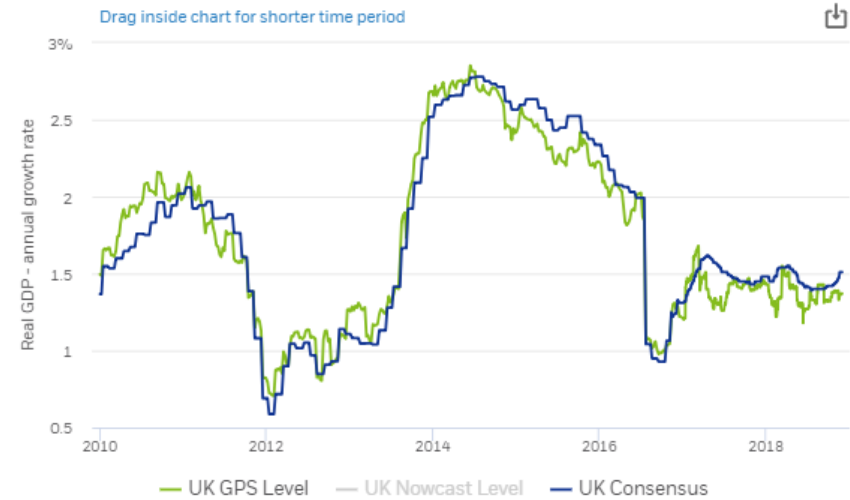
Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## United Kingdom



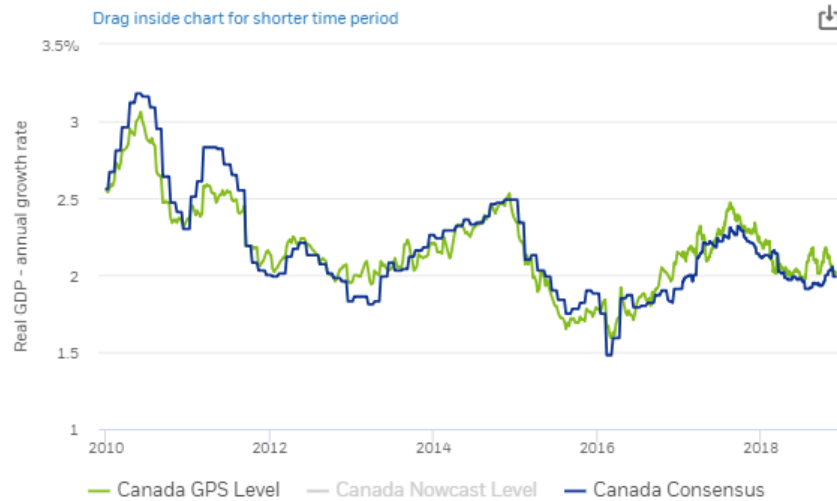
Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Canada



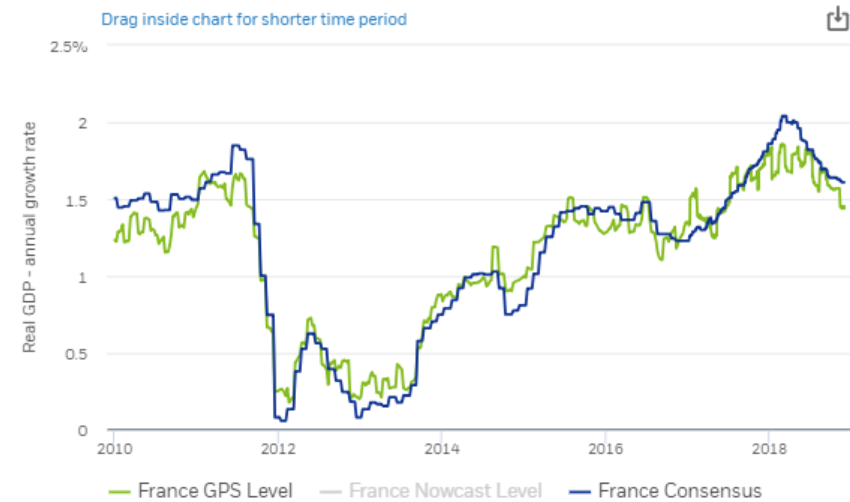
Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## France



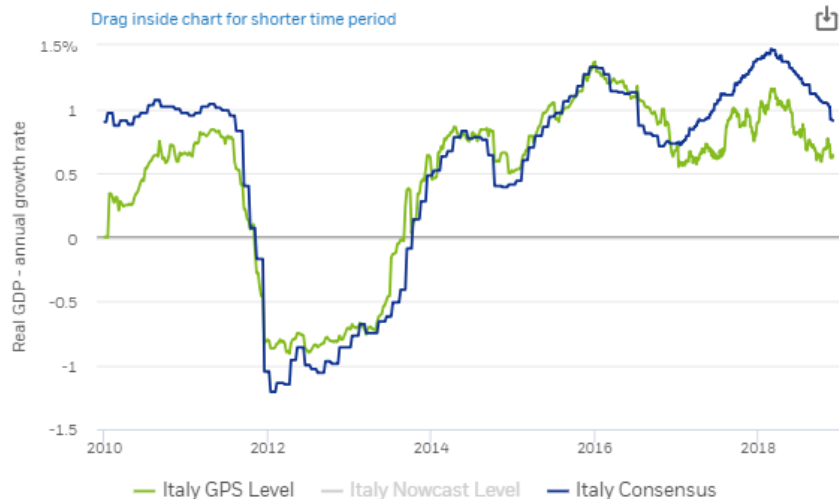
Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Italy



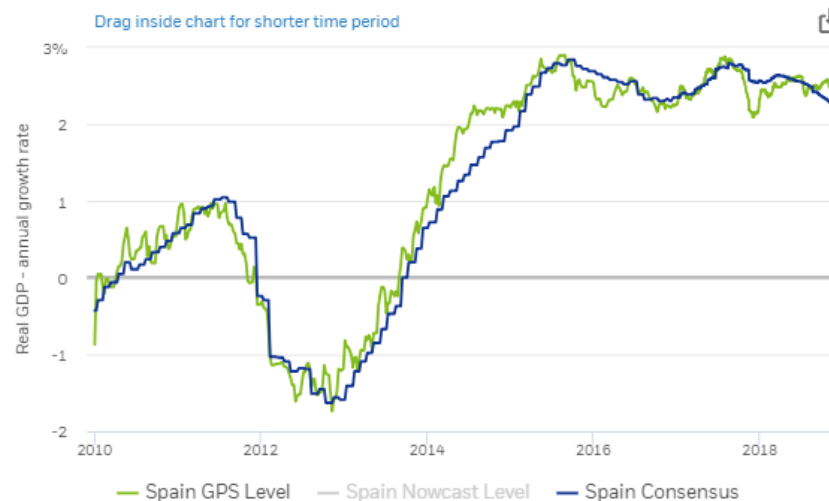
Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Spain



Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Australia



Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



## Escenario central: ligera pérdida de dinamismo

### Previsiones de crecimiento

% anual	AFI			Comisión EU		FMI (OCT18)			OCDE	
	2017	2018	2019	2018	2019	2017	2018	2019	2018	2019
<b>Mundo</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,5%</b>
<b>Desarrolladas</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	-	-
<b>EEUU</b>	2,2	2,9	2,7	2,9	2,6	2,3	2,9	2,5	2,9%	2,7%
<b>Área euro</b>	2,5	1,9	1,7	2,1	1,9	2,4	2,0	1,9	1,9%	1,8%
<b>Alemania</b>	2,5	1,6	1,6	1,7	1,8	2,5	1,9	1,9	1,6%	1,6%
<b>Francia</b>	2,3	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6	1,6%	1,6%
<b>Italia</b>	1,6	0,9	0,4	1,0	1,2	1,6	1,2	1,0	1,0%	0,9%
<b>España</b>	3,0	2,6	2,3	2,6	2,2	3,1	2,7	2,2	2,6%	2,2%
<b>Japón</b>	1,9	0,8	1,2	1,1	1,0	1,8	1,1	0,9	0,9%	1,0%
<b>Reino Unido</b>	1,7	1,3	1,5	1,3	1,2	1,7	1,4	1,5	1,3%	1,4%
<b>Emergentes</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	-	-
<b>Brasil</b>	1,1	1,3	2,0	1,1	1,9	1,1	1,4	2,4	1,2%	2,1%
<b>México</b>	2,3	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,2	2,5	2,2%	2,5%
<b>Rusia</b>	1,6	1,6	1,5	1,7	1,6	1,8	1,7	1,8	1,6%	1,5%
<b>India</b>	6,2	7,5	7,5	7,4	7,5	6,7	7,3	7,4	7,5%	7,3%
<b>China</b>	6,9	6,6	6,3	6,6	6,2	6,8	6,6	6,2	6,6%	6,3%

## Growing pains

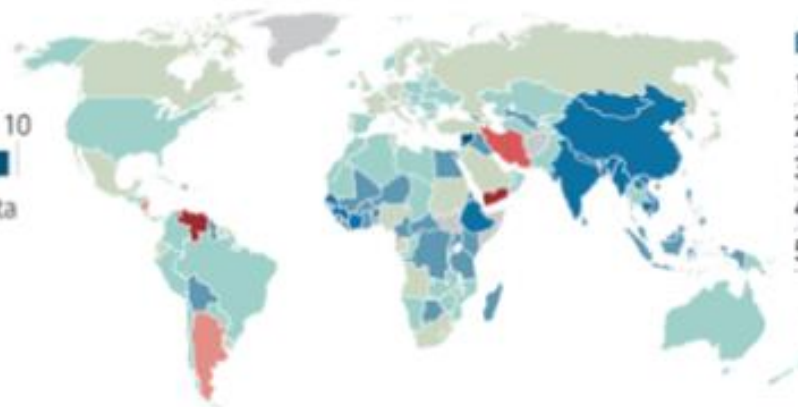
GDP forecasts, 2019

% change on year earlier



### Worst-performing

1 Venezuela	-5.7
2 Yemen	-4.2
3 Iran	-3.7
4 Equatorial Guinea	-2.5
5 Argentina	-0.8

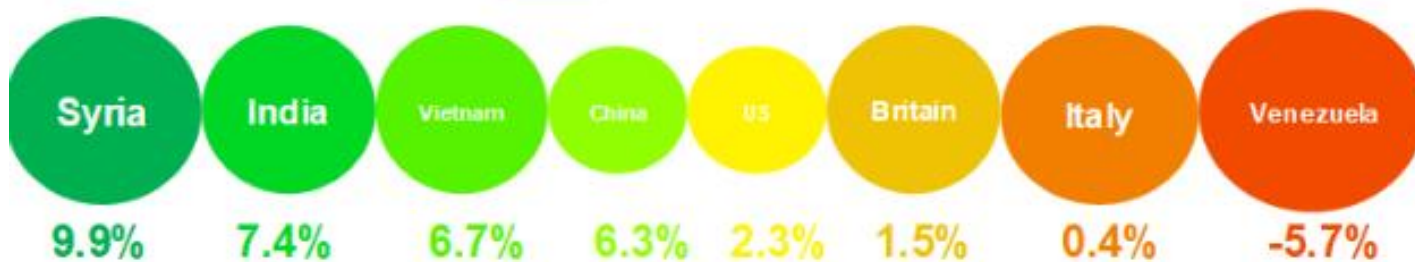


### Best-performing

1 Syria	9.9
2 Bangladesh	7.9
3 Bhutan	7.4
4 India	7.4
5 Rwanda	7.3



Keep an eye on



**4** | Sigue la corrección del precio de las materias primas y, con ello, de la inflación

# Corrección del precio de las materias primas, en especial, del petróleo....

## Evolución del precio del petróleo, oro y cobre



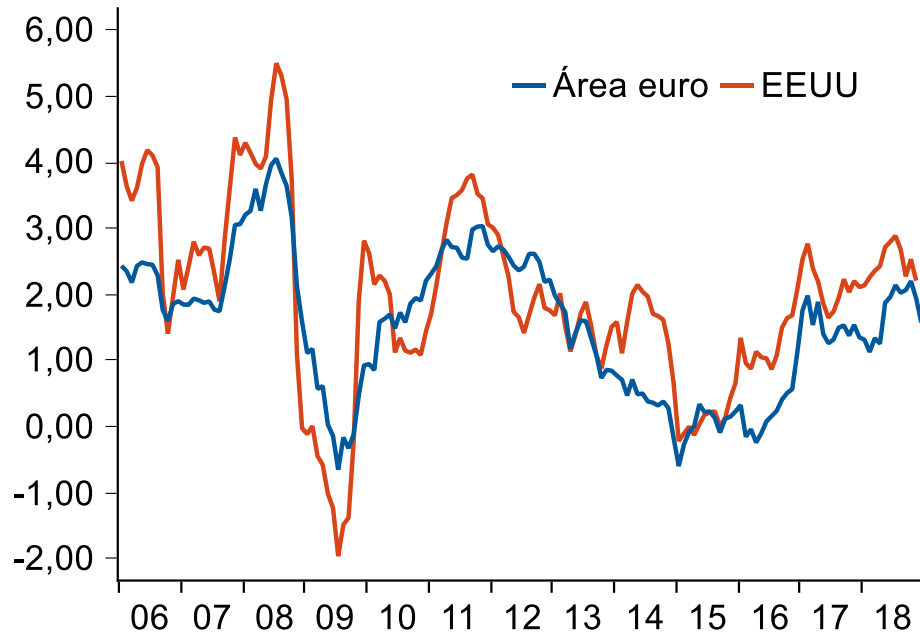
## Evolución del RICI y del CRB



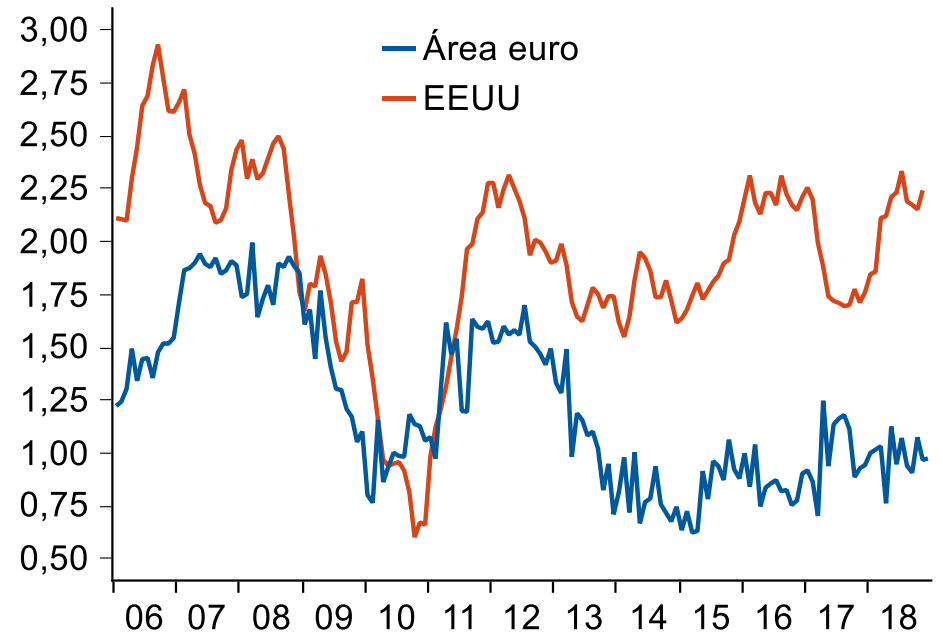


... por lo que se confirma el punto de inflexión en la inflación, sin que se haya observado un traslado a la tasa de inflación subyacente.

**Inflación general en Área euro y EEUU (%)**

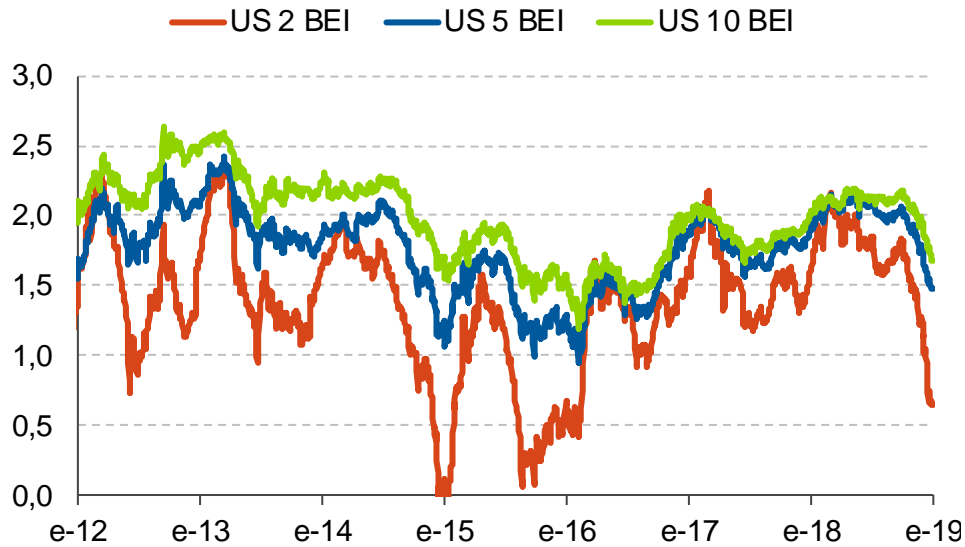


**Inflación subyacente en Área euro y EEUU (%)**

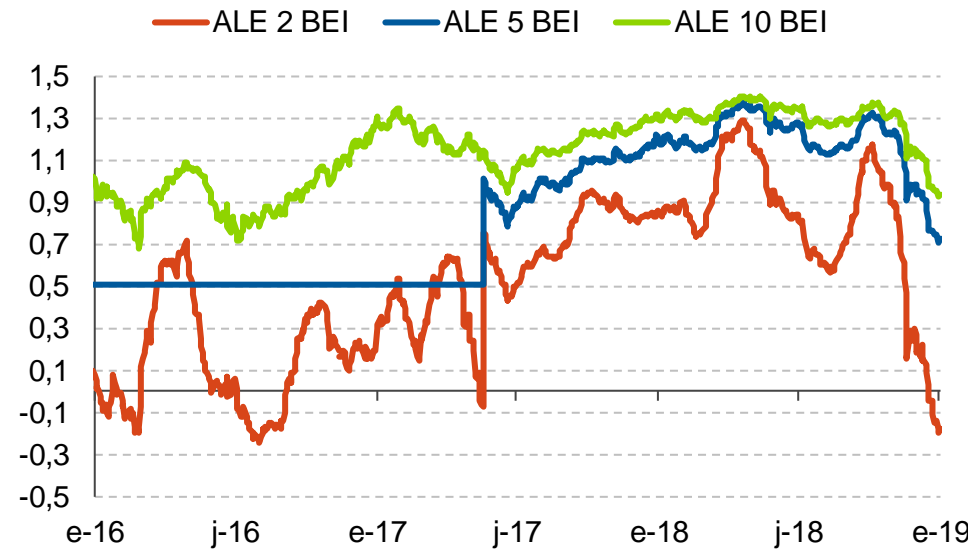


## Siguen moderándose los B/E.

### BEI EEUU (%)



### BEI Alemania (%)

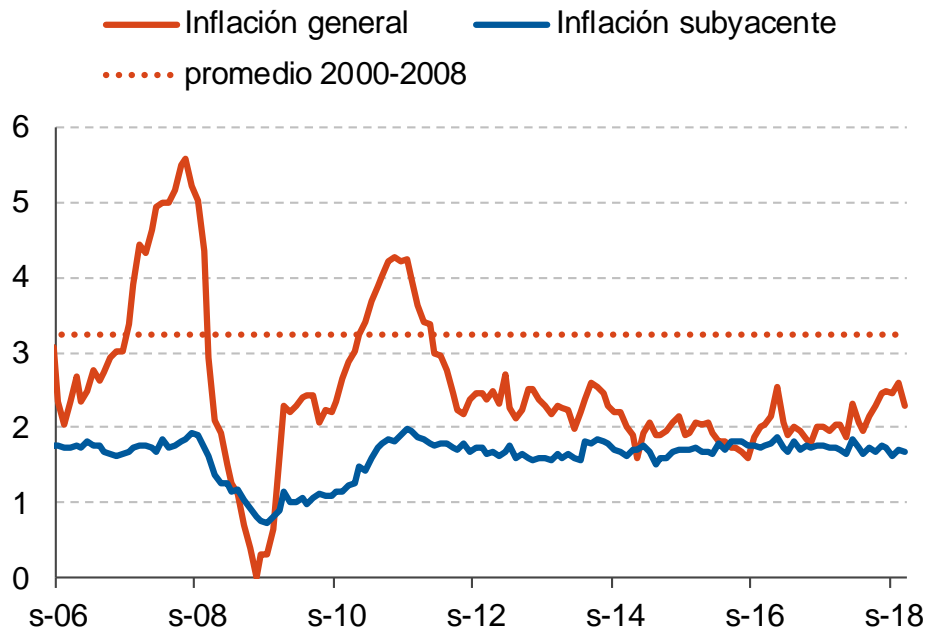


- Intensa caída de los breakeven de inflación desde primavera como reacción a las señales de pérdida de dinamismo de la economía mundial y, sobre todo, la cesión del precio del petróleo.

# La inflación no acompaña la madurez del ciclo y se mantiene en niveles moderados

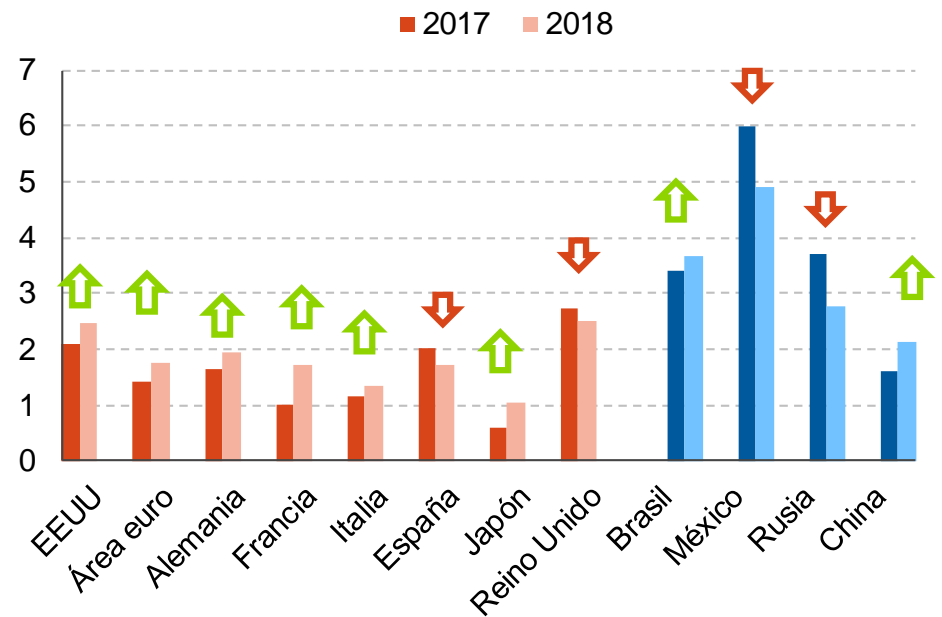
- La inflación global sigue lejos de los niveles del anterior ciclo, con un nivel de subyacente muy estable por debajo del 2%.
- A pesar de la madurez del ciclo, que ya ha tocado techo y empieza a desacelerarse, la inflación no refleja tensión para la mayoría de las economías, estando por debajo del 2% en el área euro y Japón y solo levemente por encima en EE.UU, RU y emergentes.

**Inflación global (% ia)**



Fuente: Afi, Macrobond

**Inflación por países (% ia)**



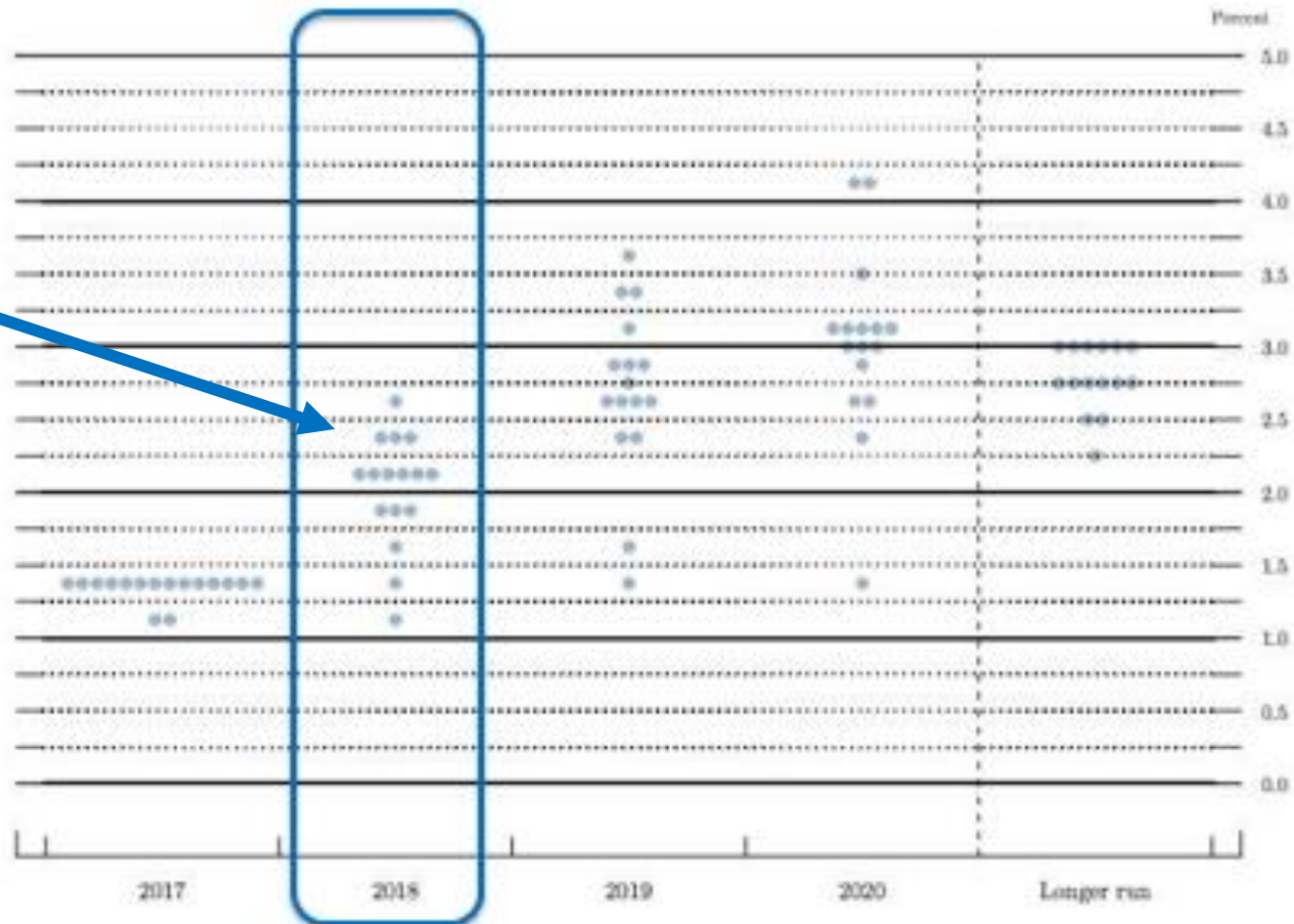
Fuente: Afi, Macrobond

**5** | La Fed eleva por novena vez los tipos de interés y anticipa más alzas, que cada vez parecen menos probables.

Hace un año existía dispersión en el seno de la Fed sobre las expectativas de subidas de tipos para 2018. Finalmente acertaron los más alcistas...

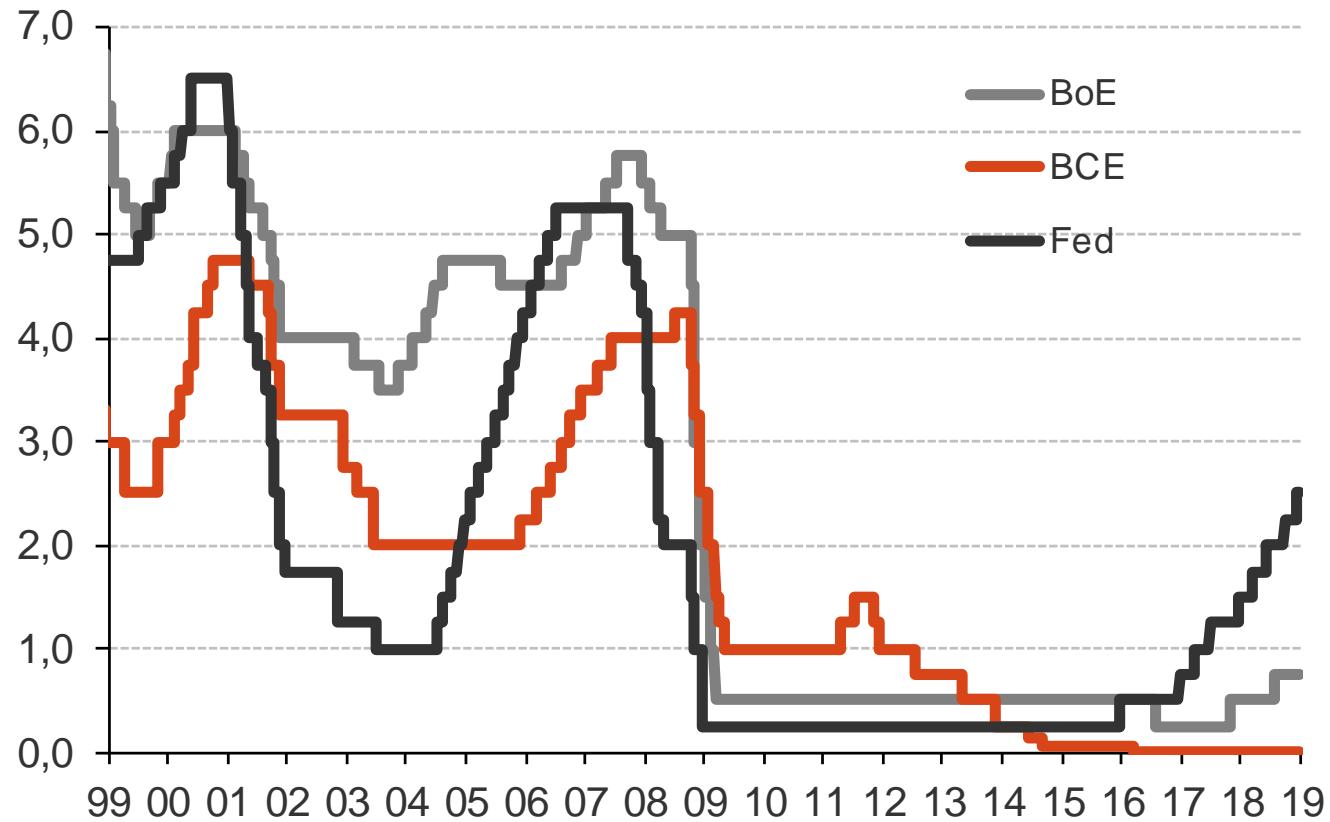
*Dot plot de la Fed (finales de 2017)*

*Nivel en el que acabó 2018*



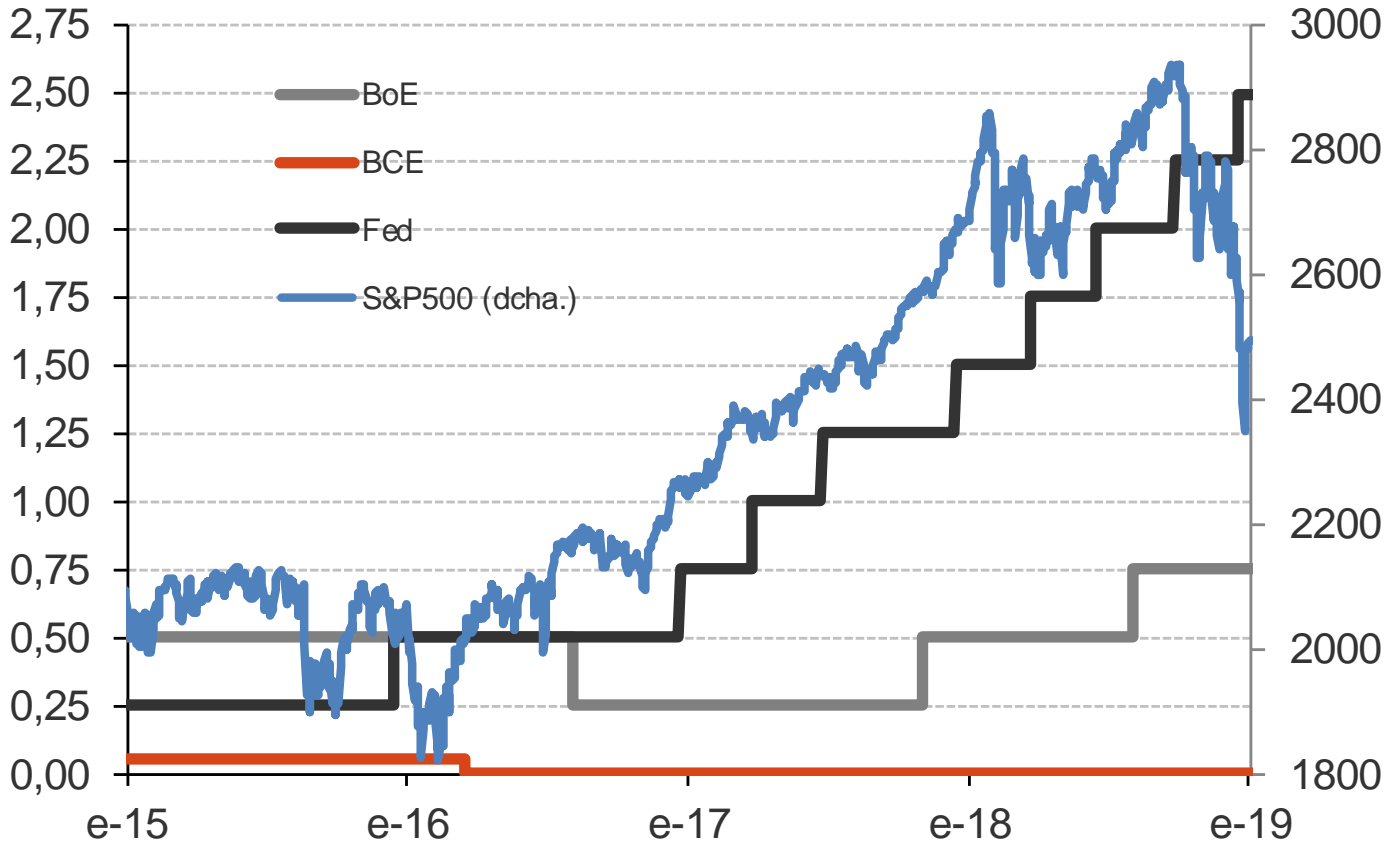
... al haberse decidido 4 alzas en 2018. Pero tras 9 subidas, el margen de nuevas subidas se reduce...

**Evolución de los tipos de interés de referencia**



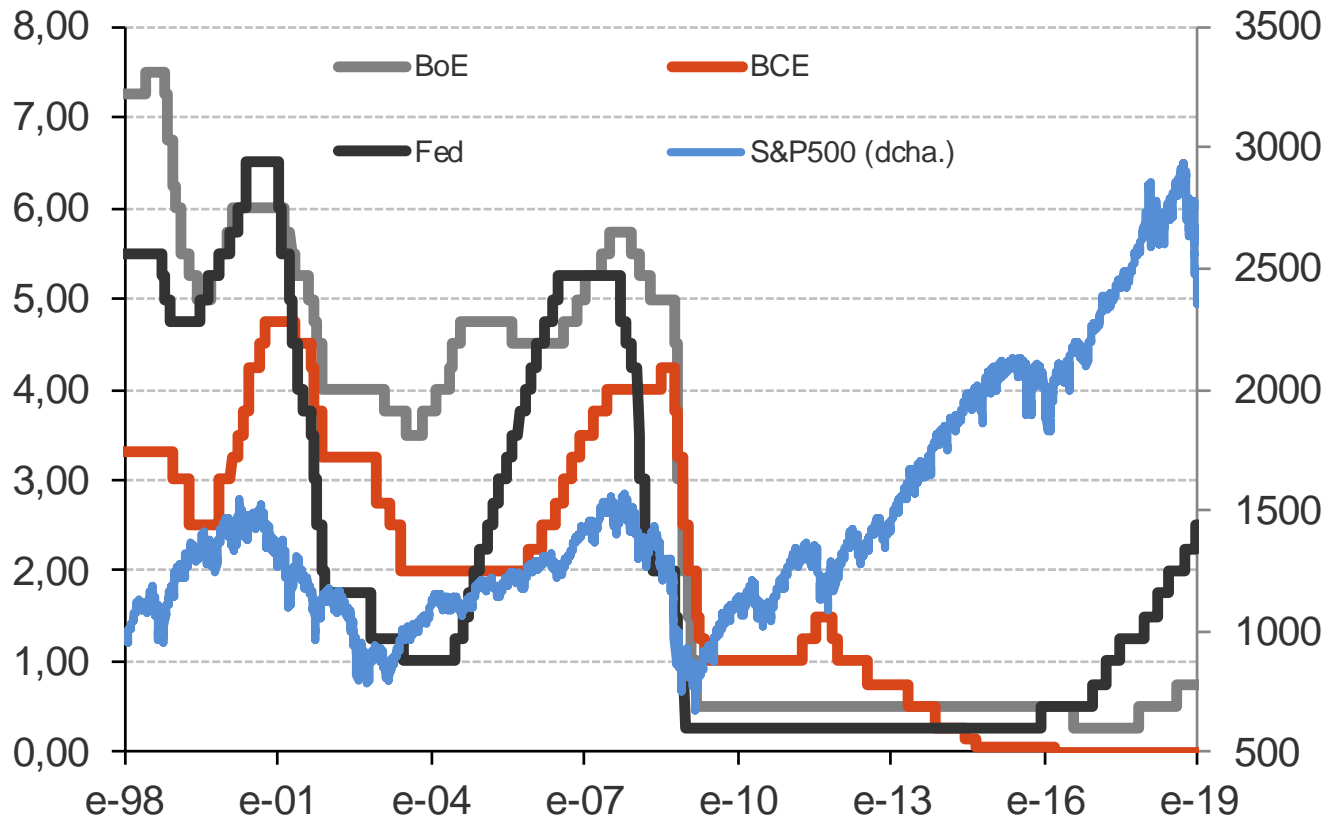
... sobre todo si tenemos en cuenta la evolución reciente del S&P 500...

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



... que ha sufrido una intensa caída.

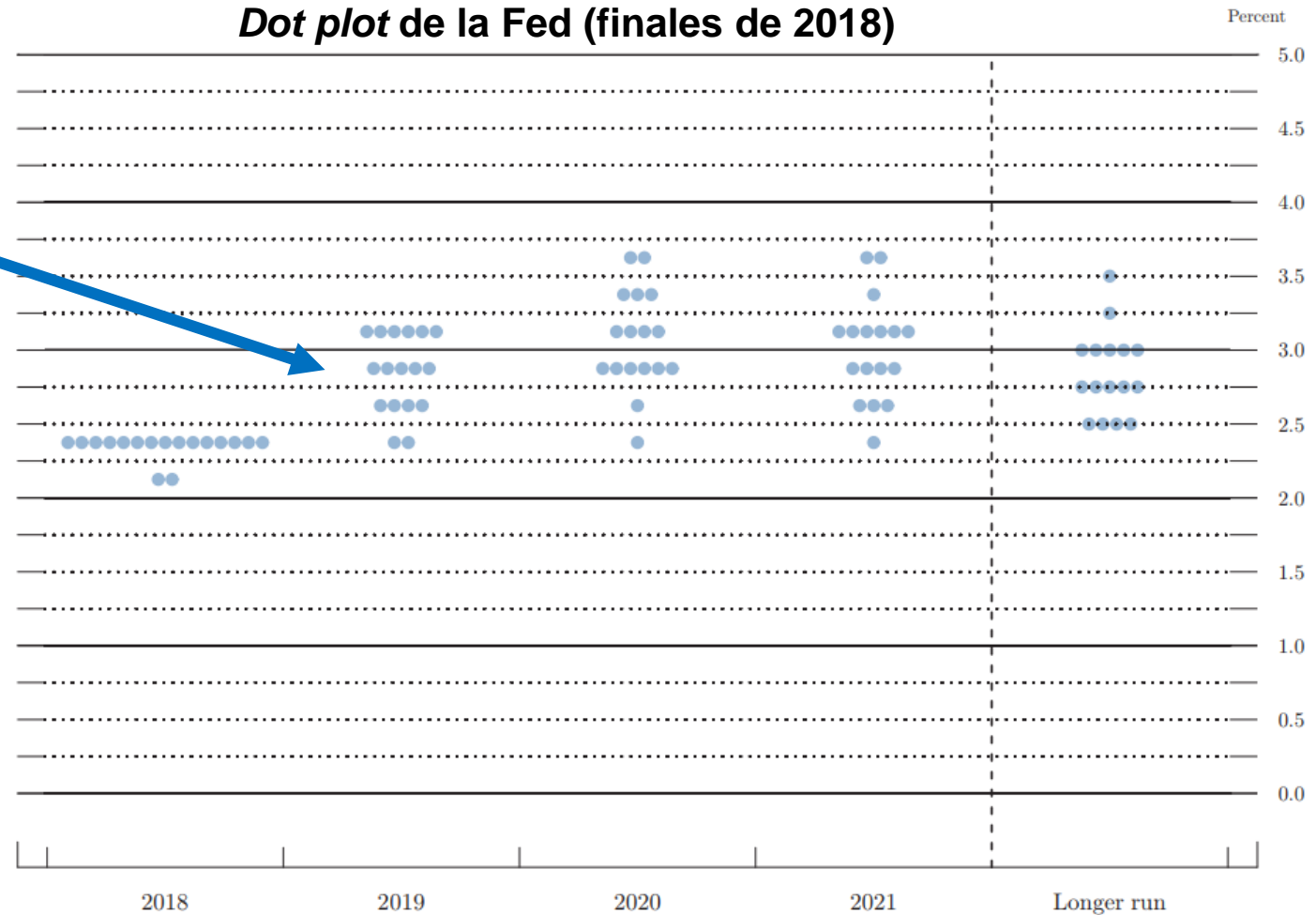
### Evolución de los tipos de interés de referencia y del S&P 500



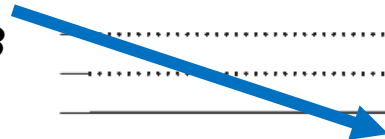


# Los miembros del FOMC contemplan entre 1 y 2 subidas más en 2019....

**Dot plot de la Fed (finales de 2018)**

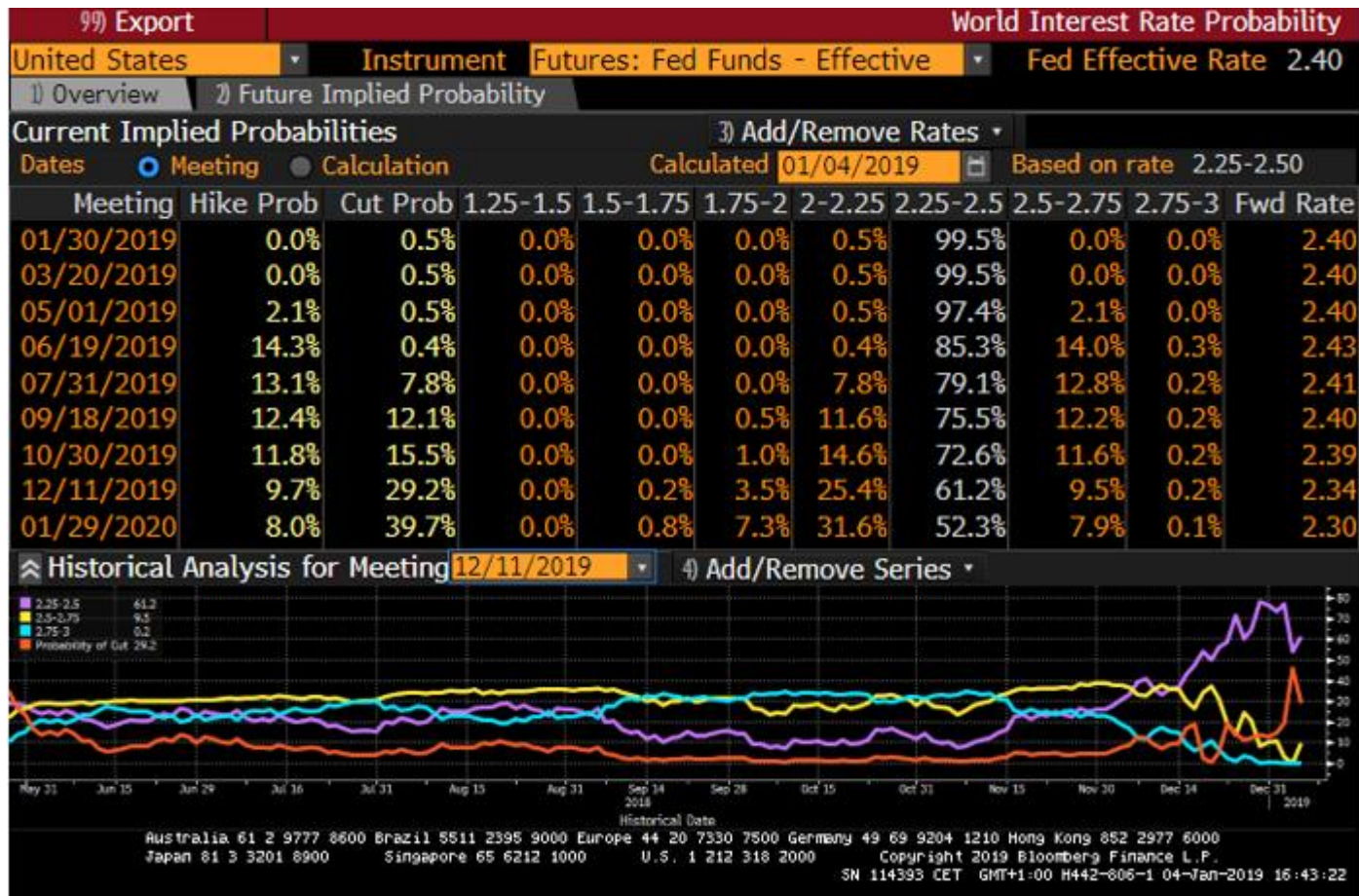


**Para 2019 se esperan entre 2 y 3 subidas más**

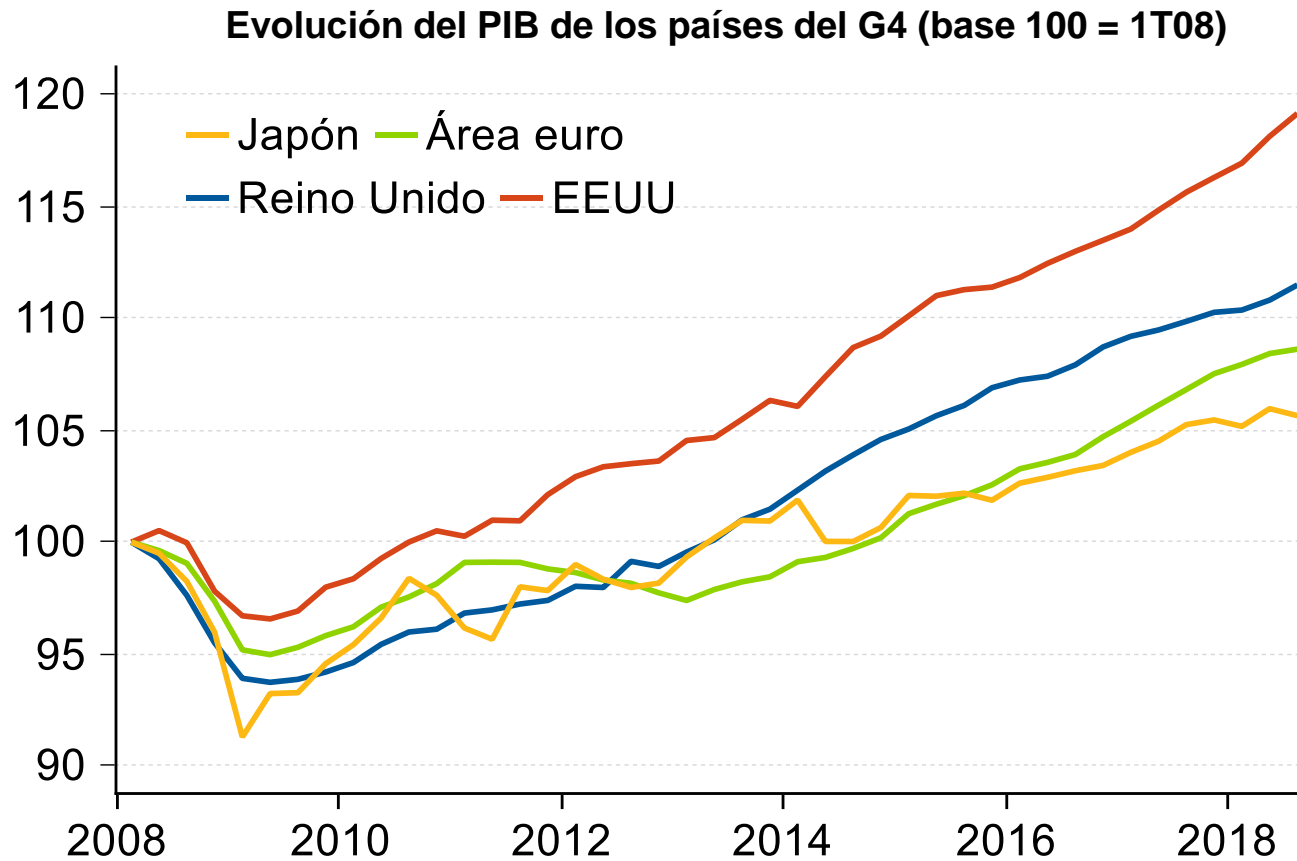


... pero el mercado apenas asigna un 10% de probabilidad a una subida y un 30% a una bajada.

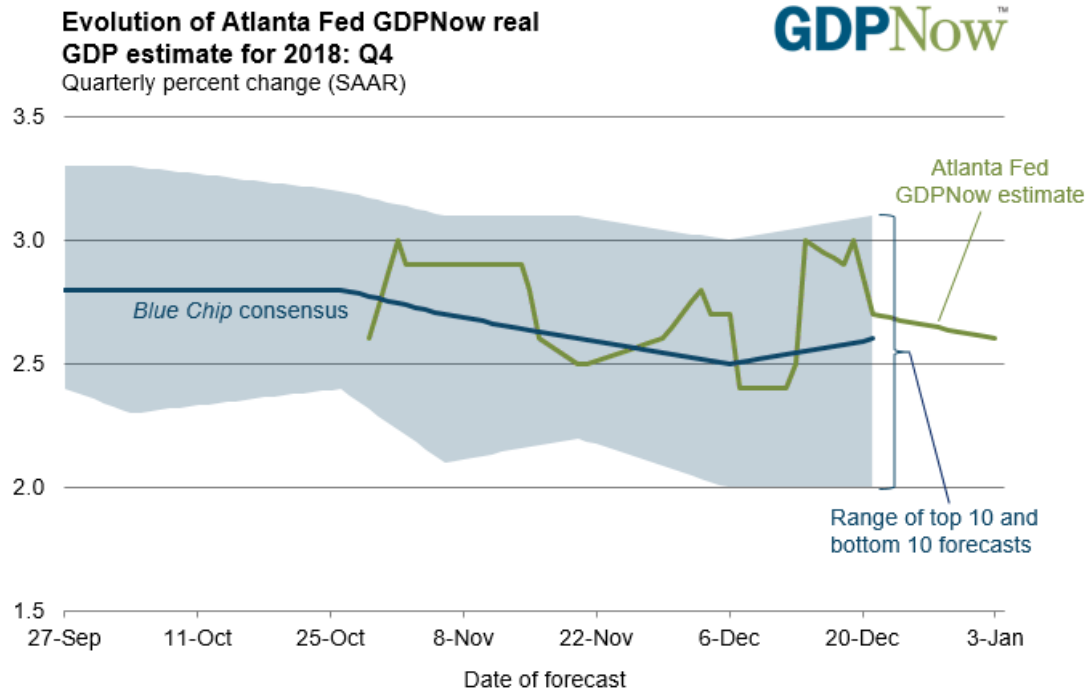
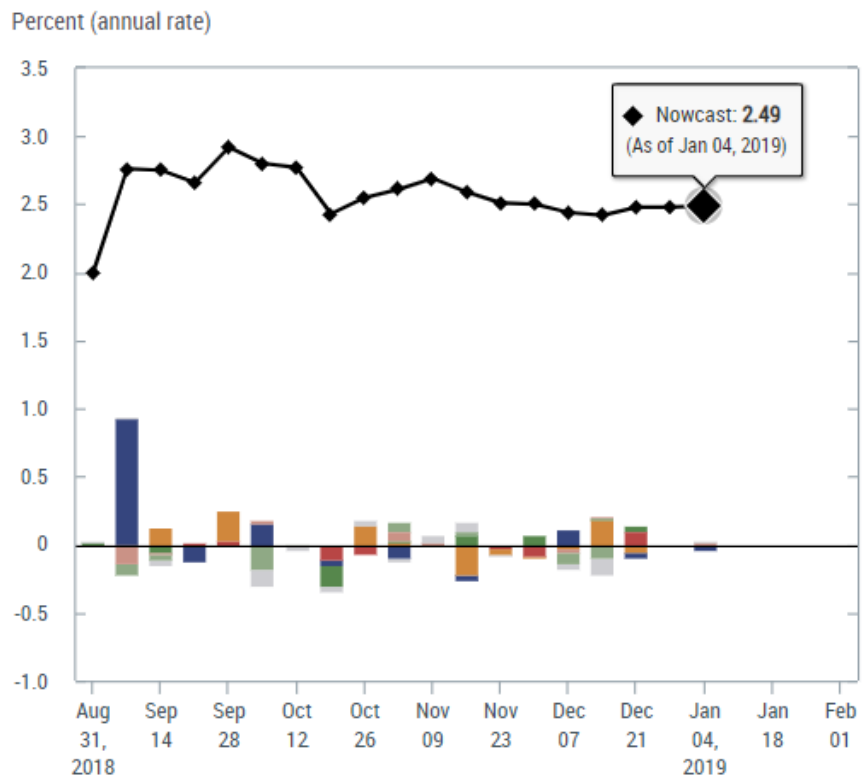
### Expectativas para el tipo de intervención de la Reserva Federal



## Punto a favor del actual ciclo: claro dinamismo de la economía de EEUU...



... que apenas sufre recortes en las previsiones de crecimiento...



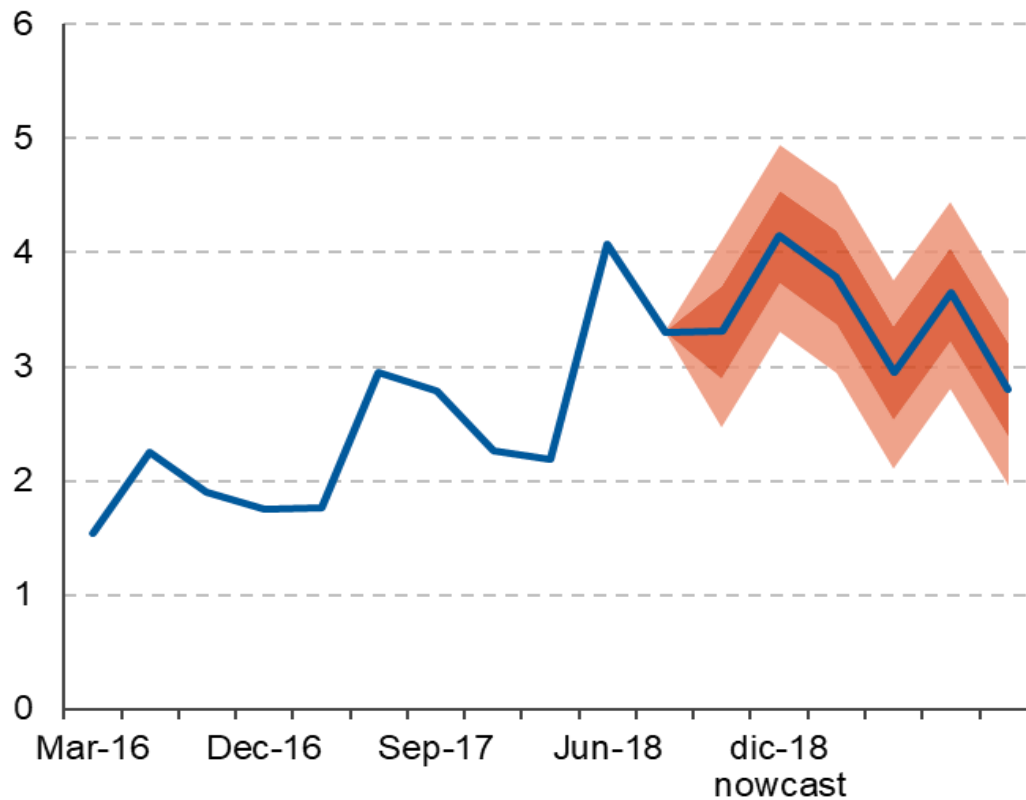
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

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

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

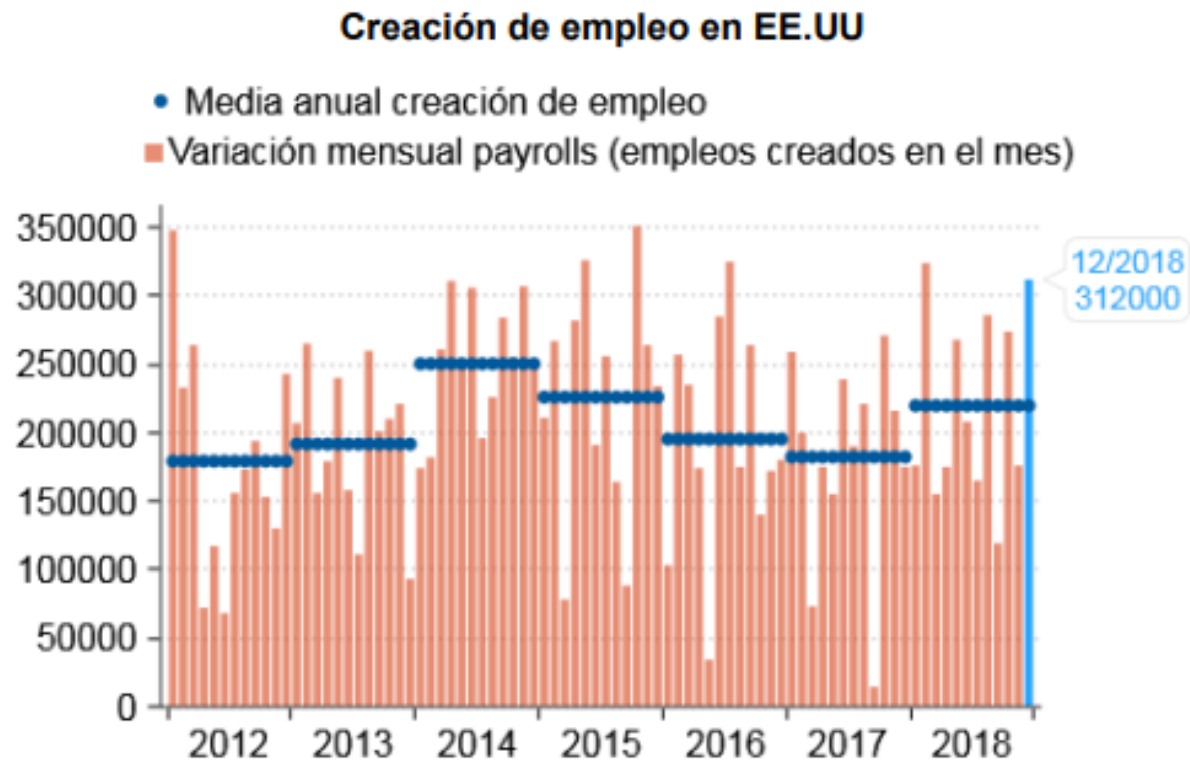
... manteniéndose en la zona del 0,7%...

**Previsión PIB EEUU en tiempo real (cuarto trimestre, % trimestral anualizado)**



## El mercado laboral de EEUU, la señal más positiva.

La creación de empleo sorprende al alza en diciembre en EE.UU. con 312.000 empleos creados, el segundo dato más fuerte del año y hace que la creación media se sitúe en casi 250.000 empleos mensuales. Lo que contrasta con los datos de los indicadores manufactureros que registraron caídas generalizadas. A pesar de esto, la tasa de paro se eleva al 3,9% desde el 3,7% de noviembre. Esta situación se produce por el incremento de la tasa de actividad que asciende al 63,1% desde el 62,9% del mes pasado, la más alta desde 2014. Por su parte los salarios también crecieron un 3,2% interanual, superior al 3,1% de noviembre. El 2018 cierra pues con 2,6 millones de nuevos empleos, superando así a 2017 que registró 2,2 millones.

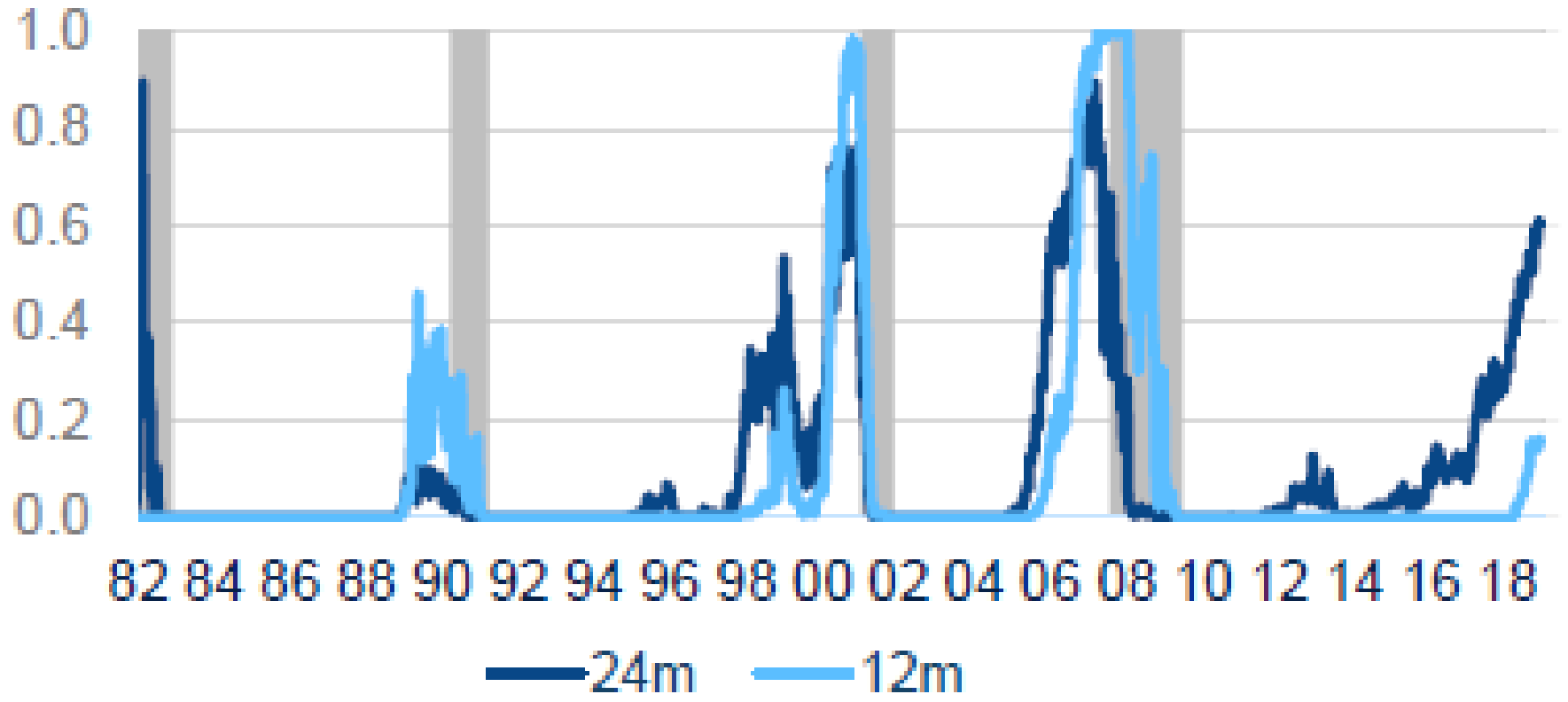


Fuente: Afi, BEA

Pero atención porque se incrementan las probabilidades de recesión...

# Recession Probability Factor

%, 12-months & 24-months ahead

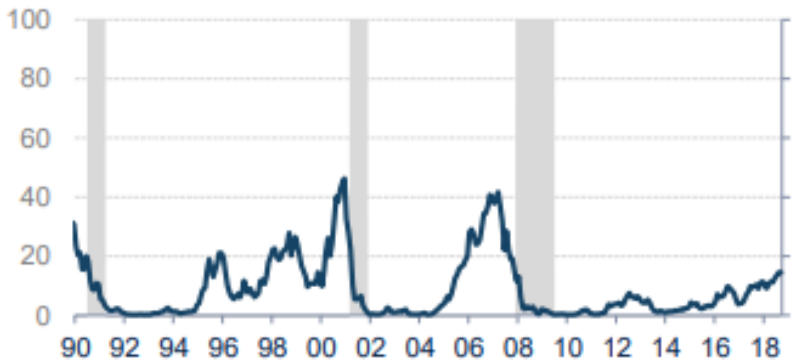


... si bien por las señales que proceden desde los mercados financieros

## Recession Probability Models and Surveys

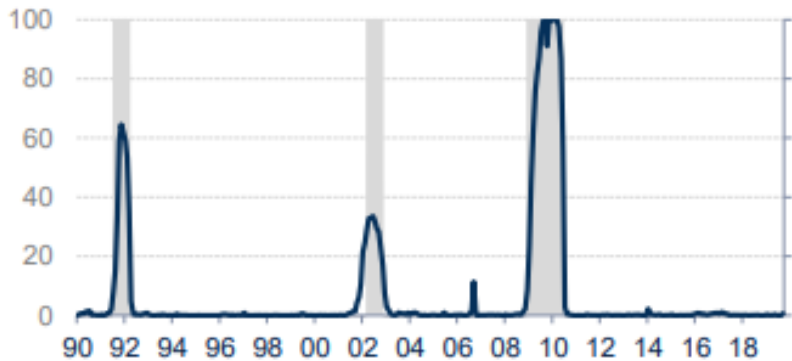
### Treasury Spread

%, 12-months ahead



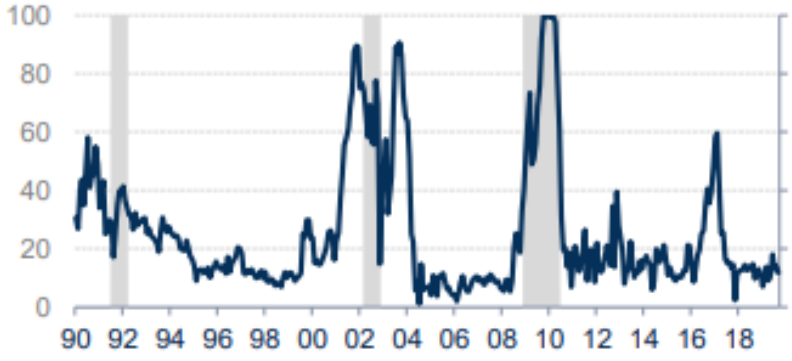
### Dynamic-Factor Markov-Switching

%, 12-months ahead



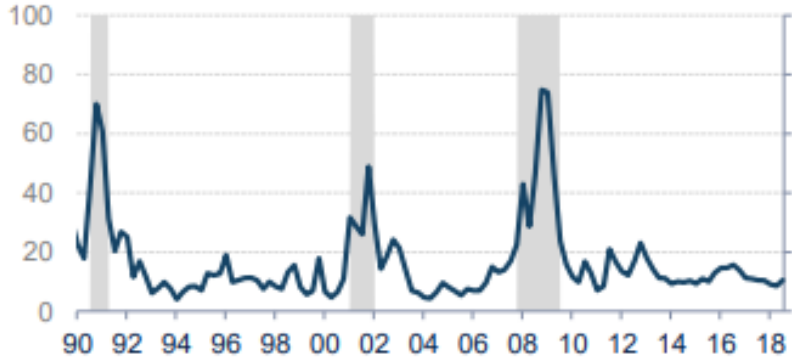
### Credit Spread

%, 12-months ahead



### Survey of Professional Forecasters

%, Decline in real GDP next quarter

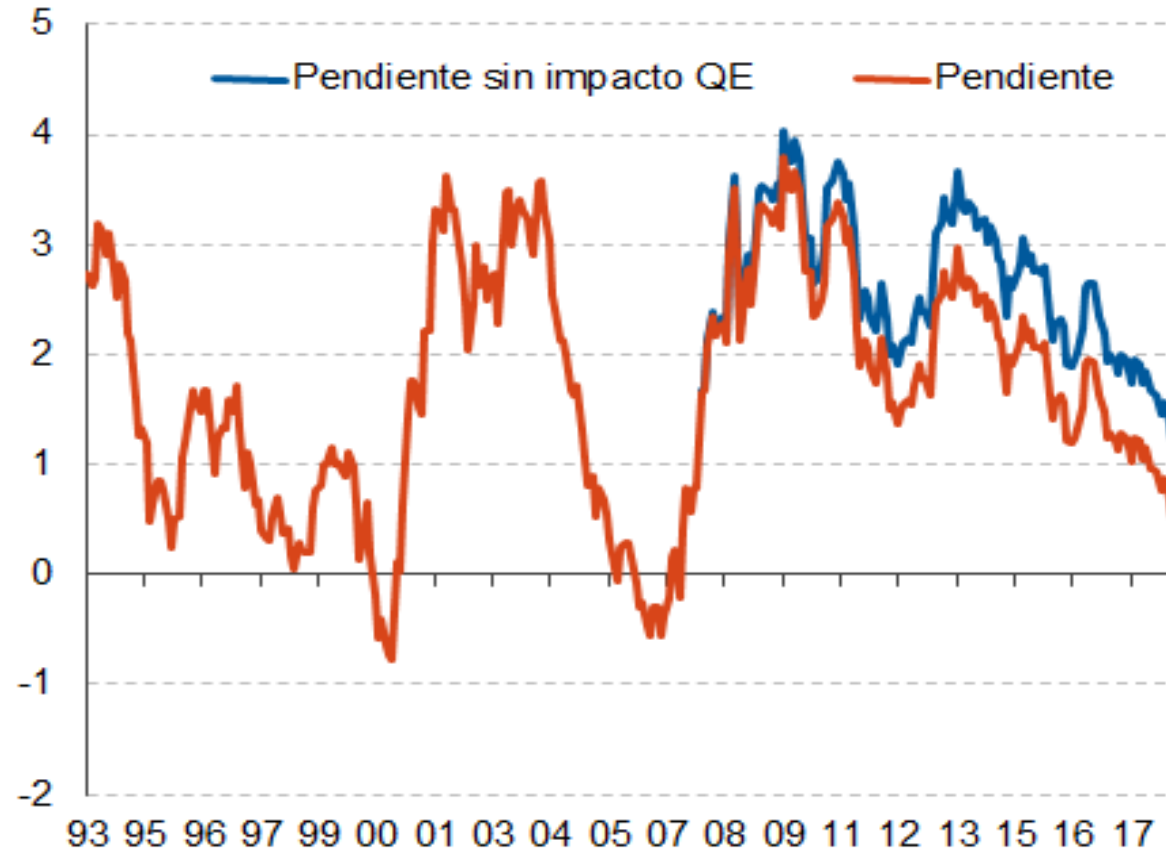


Source: BBVA Research, Federal Reserve Board, FRBNY, FRBSL, FRBP and Haver



## La pendiente de la curva del USD está distorsionada por el QE

**Pendiente deuda EEUU 3m-10y (%)**



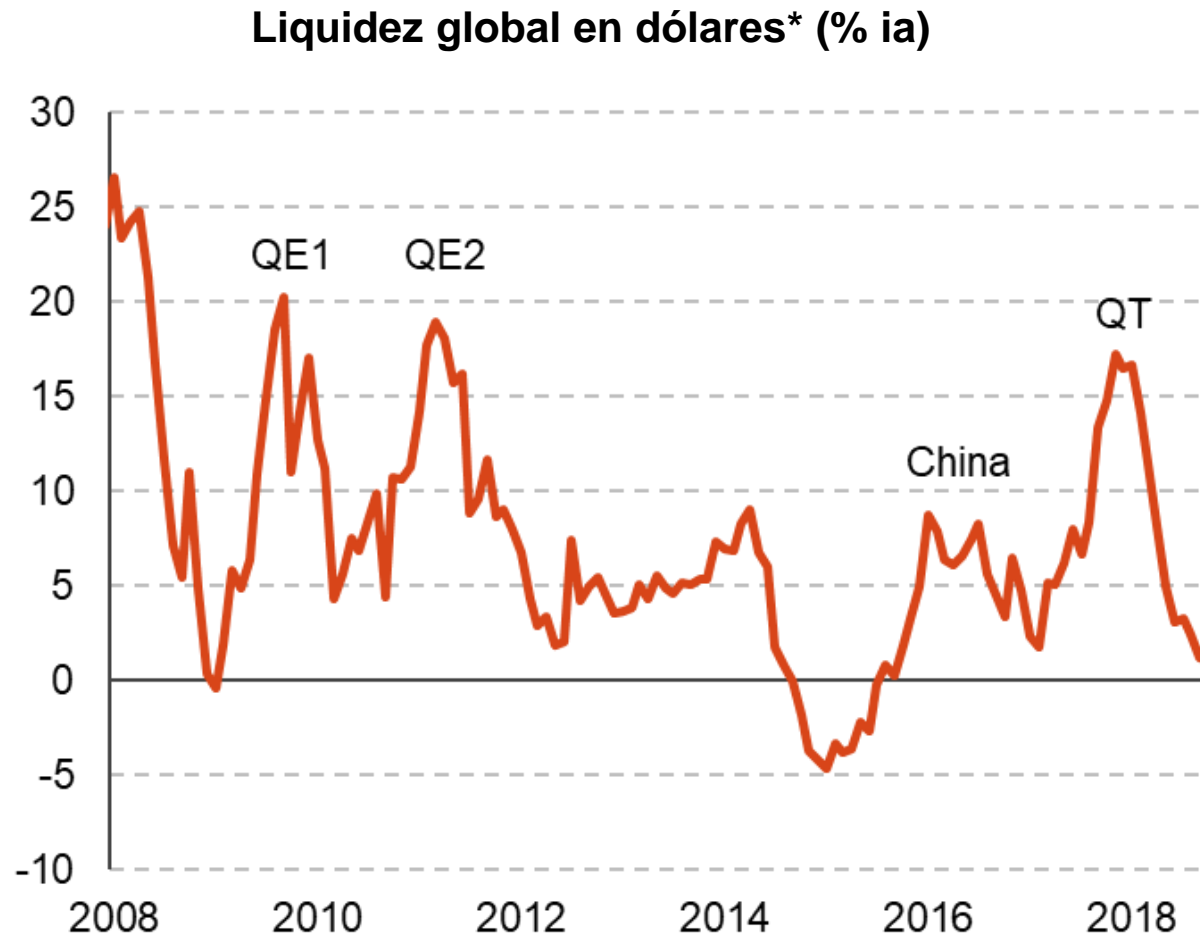
## CUADRO MACRO EEUU

% anual	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PIB real</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>
Consumo privado	2.7	2.5	2.6	2.5	2.0
Consumo e inversión pública	1.4	-0.1	1.4	1.3	1.0
Inversión privada	-1.3	4.8	5.6	5.4	4.3
Inversión capital fijo	1.7	4.8	5.5	5.5	4.4
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>
Exportaciones	-0.1	3.0	4.5	4.1	3.3
Importaciones	1.9	4.6	5.0	4.5	3.6
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>
IPC (media anual)	2.7	2.1	2.1	2.2	2.2
Tasa de paro	4.9	4.3	3.9	3.7	3.8
Saldo público (% PIB)	-5.5	-4.5	-6.0	-6.0	-5.5

(\*) Aportaciones al PIB

**6** | Continuará la gradual retirada de liquidez.

## Retirada de liquidez global...

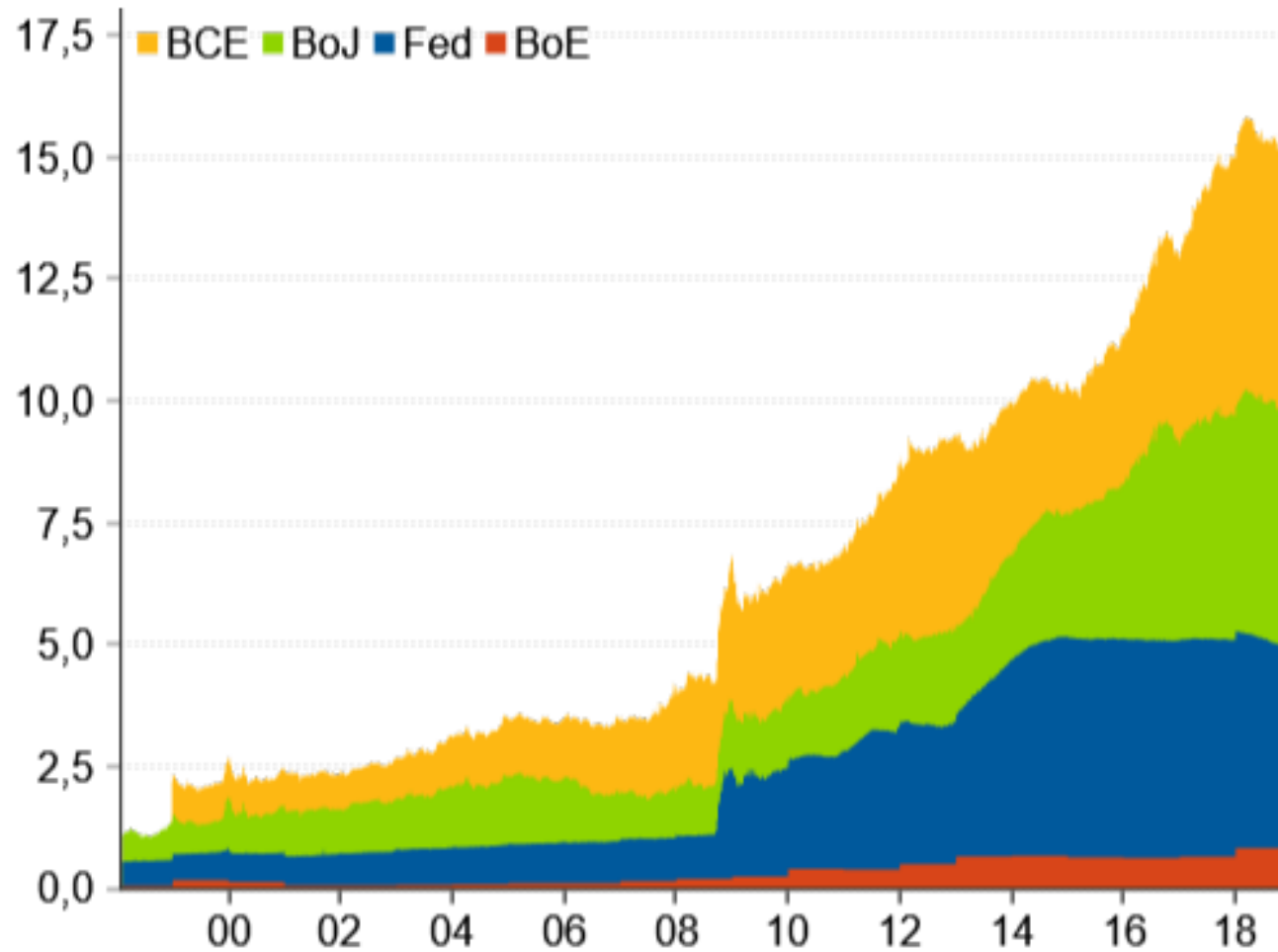


Fuente: Afi, varios

\*Oferta monetaria M2 agregada de área euro, Japón, Reino Unido, China, Rusia, India, Brasil y México. Diferencia con respecto a M2 de Estados Unidos.

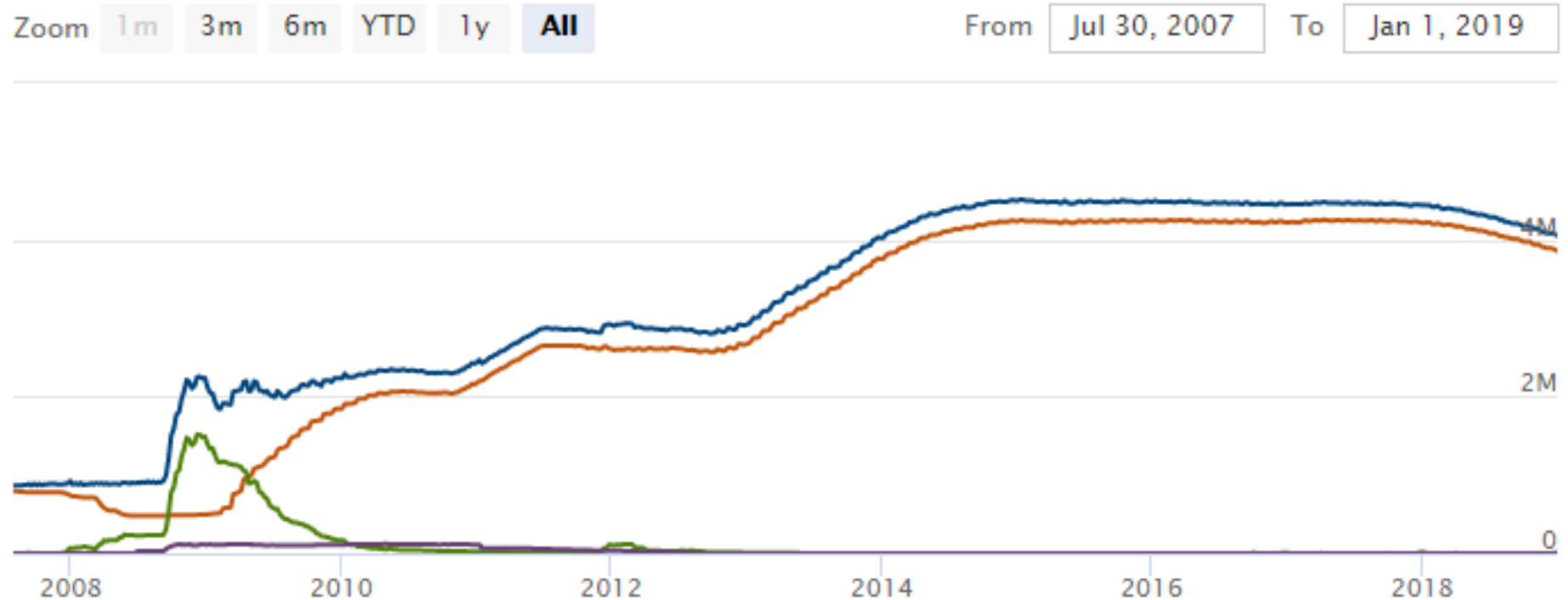
... aunque paulatina

Tamaño del balance de los bancos centrales (en trillones de USD)



## Más intensa en la Fed.

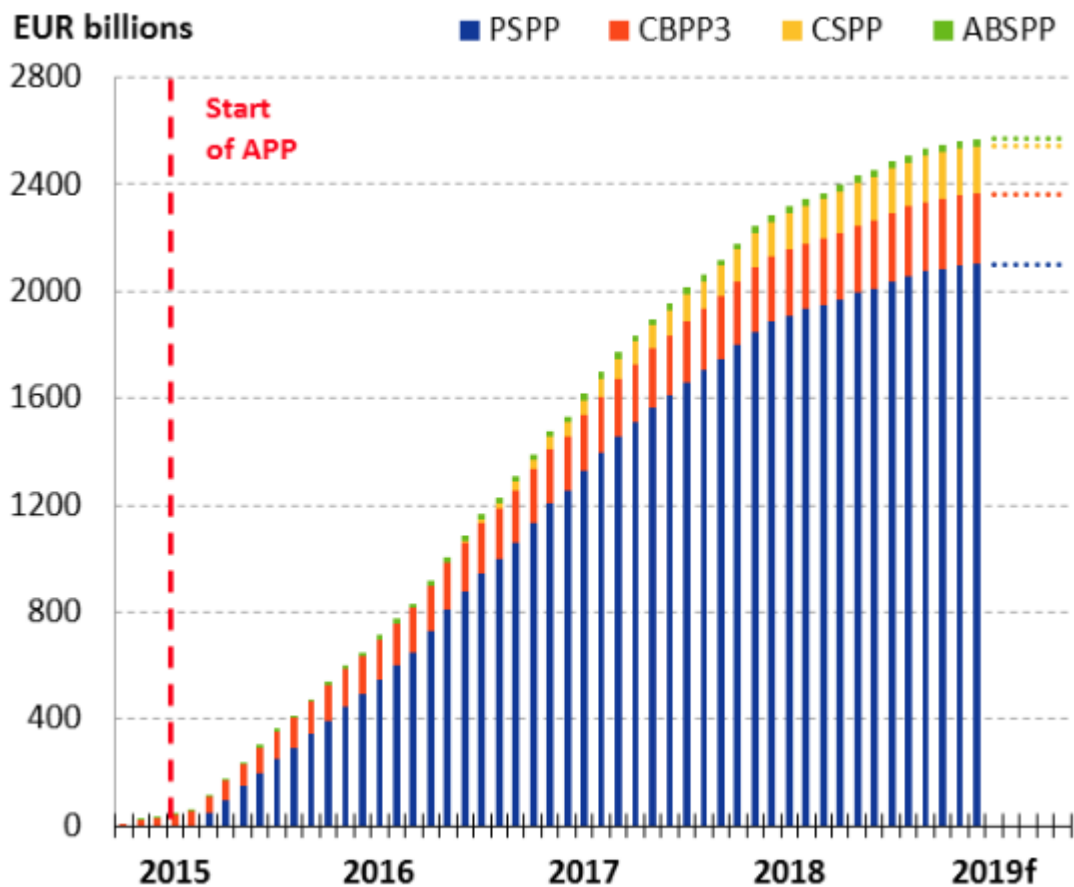
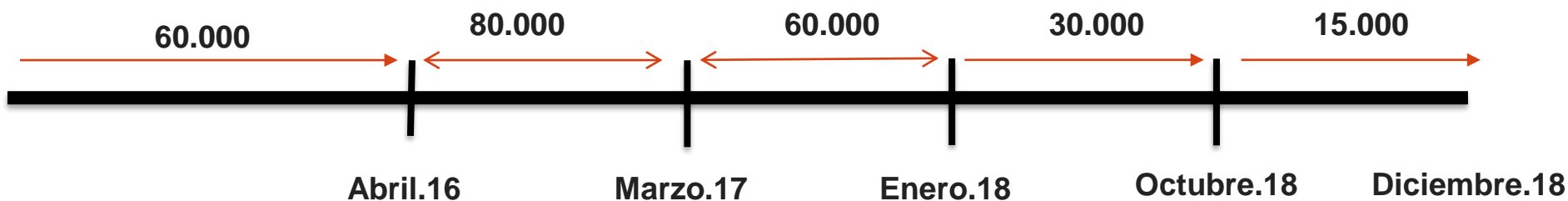
### Evolución del tamaño del balance de la Fed



[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)



# Afi | El BCE ya no aumentará el tamaño de su balance...



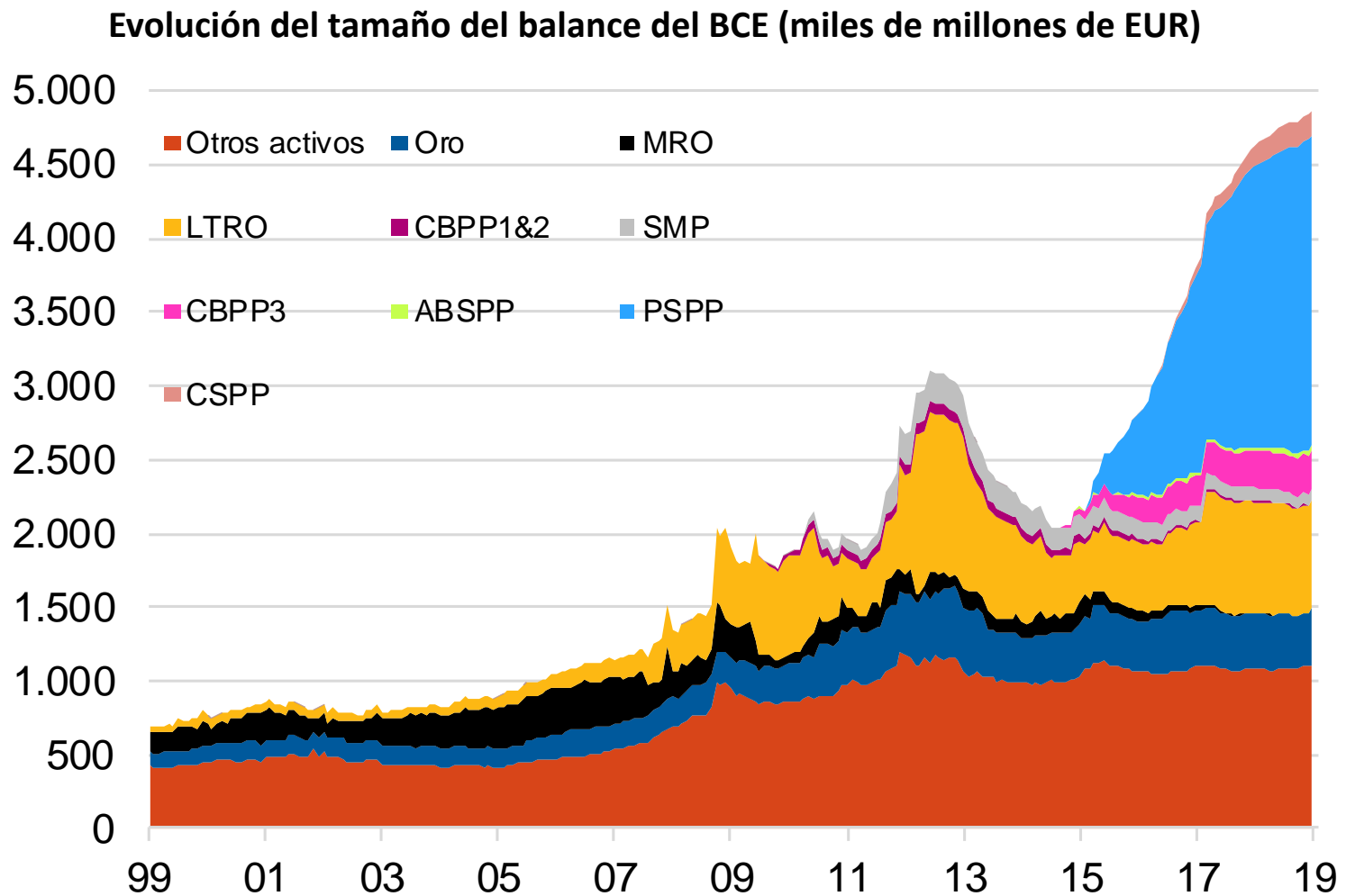
Source: ECB

... ahora “toca” reinvertir...



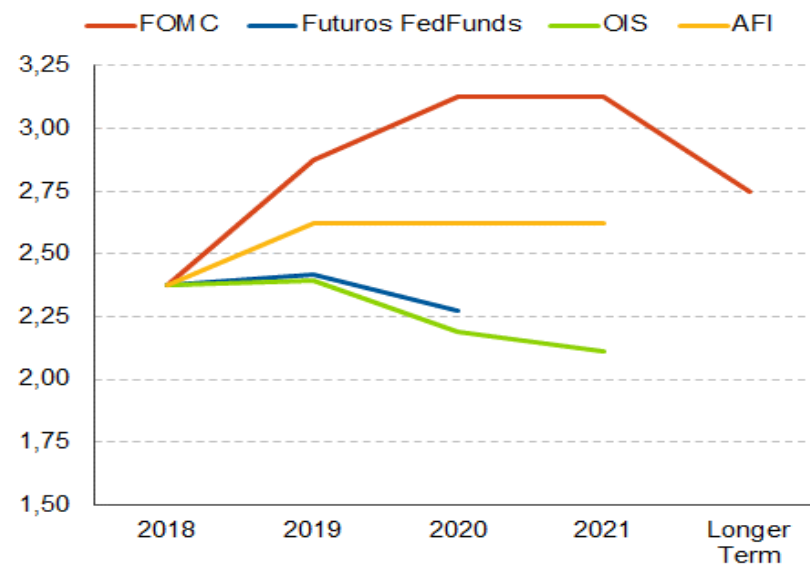


## ... tras el final del APP



## Previsiones Afi de tipos de interés USD

	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
<b>ene.-19</b>	<b>2,375</b>	<b>2,60</b>	<b>2,59</b>	<b>2,75</b>	<b>3,05</b>
mar-19	2,375	2,65	2,70	2,95	3,15
jun-19	2,625	2,75	2,80	3,05	3,20
sep-19	2,625	2,80	2,85	3,10	3,25
dic-19	2,625	2,85	2,95	3,10	3,25
mar-20	2,625	2,85	2,95	3,10	3,25
jun-20	2,625	2,85	2,95	3,05	3,20
sep-20	2,625	2,90	2,95	3,05	3,20
dic-20	2,625	2,90	2,95	3,00	3,15



El plan de salida del BCE se complica. El nivel alcanzado por el *bund* refleja que el mercado está poniendo en precio la probabilidad de un escenario recesivo.

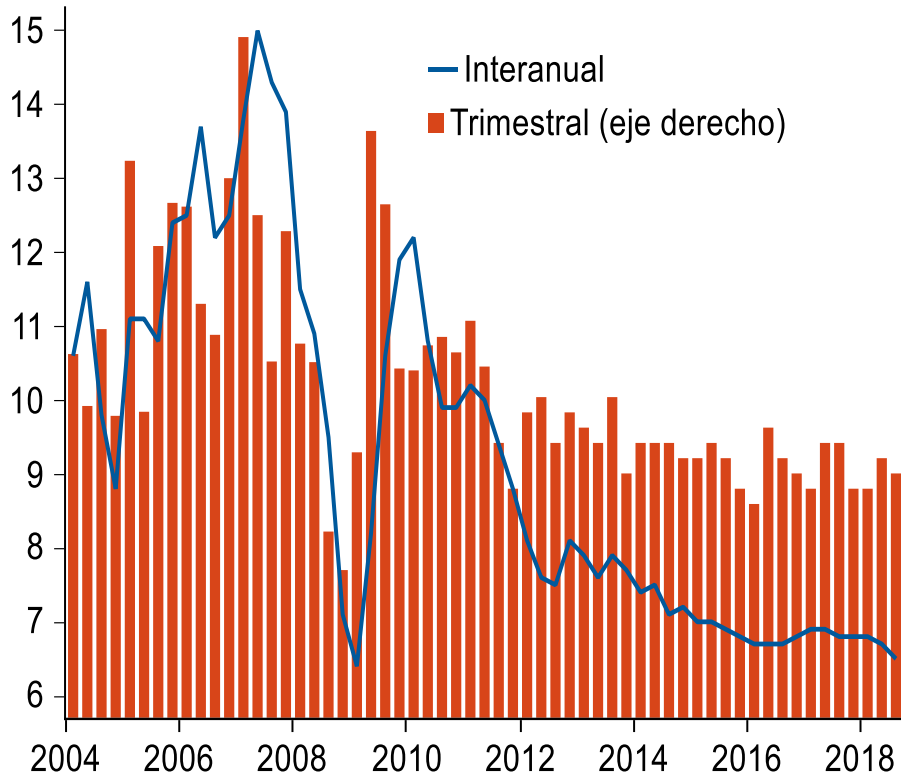
### Previsiones Afi de tipos de interés EUR

%	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)				Deuda Española (TIR, %)			
	BCE	FMD	3 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a	2a	5a	10a	30 a
<b>10-ene-19</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,32</b>	<b>0,19</b>	<b>0,84</b>	<b>-0,22</b>	<b>0,38</b>	<b>1,45</b>	<b>2,66</b>
mar-19	0,00	-0,40	-0,27	-0,10	-0,50	-0,13	0,45	1,10	-0,06	0,56	1,60	2,80
jun-19	0,00	-0,40	-0,25	-0,08	-0,40	0,00	0,58	1,25	0,09	0,77	1,88	2,85
sep-19	0,00	-0,40	-0,20	-0,05	-0,30	0,15	0,70	1,40	0,21	0,95	2,05	2,95
dic-19	0,00	-0,25	0,05	0,10	-0,15	0,35	0,80	1,50	0,34	1,12	2,10	3,00
mar-20	0,25	0,00	0,25	0,40	0,00	0,50	0,95	1,60	0,49	1,27	2,25	3,05
jun-20	0,25	0,25	0,40	0,50	0,15	0,65	1,05	1,70	0,62	1,39	2,30	3,15
sep-20	0,50	0,25	0,50	0,65	0,30	0,75	1,15	1,75	0,77	1,49	2,40	3,30
dic-20	0,50	0,25	0,60	0,65	0,40	0,85	1,25	1,85	0,87	1,59	2,50	3,35

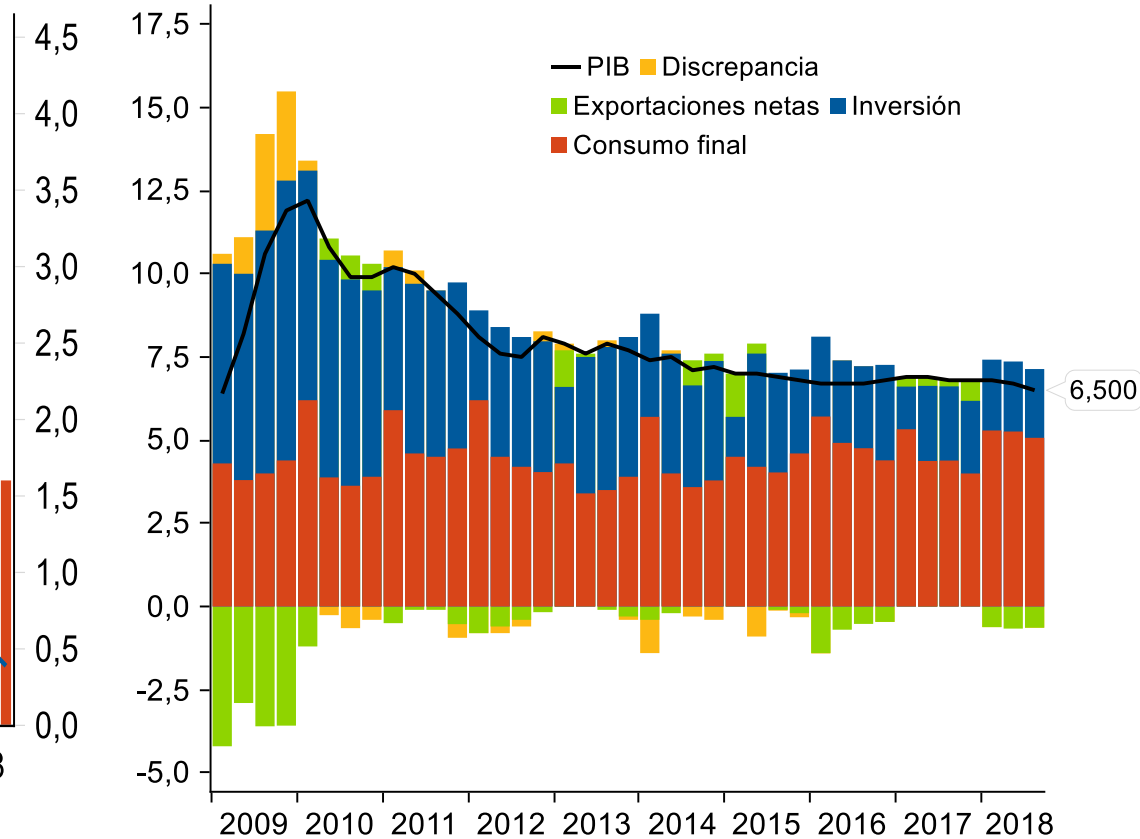
# 7 | China es un foco de incertidumbre

# El crecimiento del PIB de China sigue cediendo de forma muy gradual...

### Crecimiento del PIB de China (%)



### Contribuciones al crecimiento interanual del PIB de China (%)

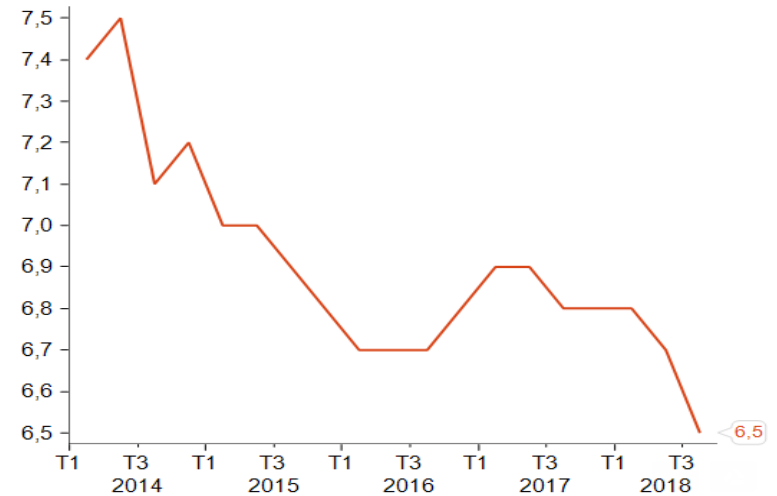


... por lo que, creciendo al 6,5%, también cumple con la previsión de “ordenada desaceleración” (en 2017 creció al 6,9%)

**Crecimiento interanual del PIB de China**

**Indicadores económicos de China**

	Mean	2018									
		Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov
Industrial Production	9.4	6.9	6.8	6.7	6.6	6.6	6.2	5.9	6.0	6.0	5.7
CPI	2.7	1.9	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.8	2.1	2.3	2.2
Retail sales	14.4	7.0	5.4	5.1	4.7	4.2	4.1	3.7	3.9	3.6	4.4
Auto Sales	10.0	0.9	1.8	7.0	10.1	9.1	3.4	-1.5	-7.1	-9.5	-12.5
Exports	8.9	17.7	15.3	17.5	10.2	11.7	11.7	10.9	12.0	13.4	11.9
Imports	8.9	14.6	17.9	19.2	20.9	20.7	22.5	20.4	21.1	18.7	12.9
Manufactory PMI	-0.4	-0.7	-1.0	-0.9	0.4	0.5	0.2	-0.5	-1.4	-2.2	-3.1
Non-manufactory	-0.5	0.9	0.2	0.3	0.4	0.8	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-1.4
Caixin PMI	-0.2	0.0	0.1	0.3	1.4	1.9	1.2	-0.5	-1.5	-1.9	-1.6
P/E ratio	-0.1	13.4	16.5	5.9	0.3	-7.3	-14.6	-20.1	-21.6	-25.3	-26.6
Real estate sales	23.7	14.7	13.6	11.6	10.4	12.6	12.9	14.0	14.5	14.5	13.8
Credit	17.0	12.9	12.9	12.8	12.7	12.7	12.9	13.0	13.2	13.2	13.1
MICA Forecast		6.90%			6.70%			6.60%		6.50%	
GDP YoY		6.80%			6.70%			6.50%			
		Contraction		Slow-down		Growth		Boom			

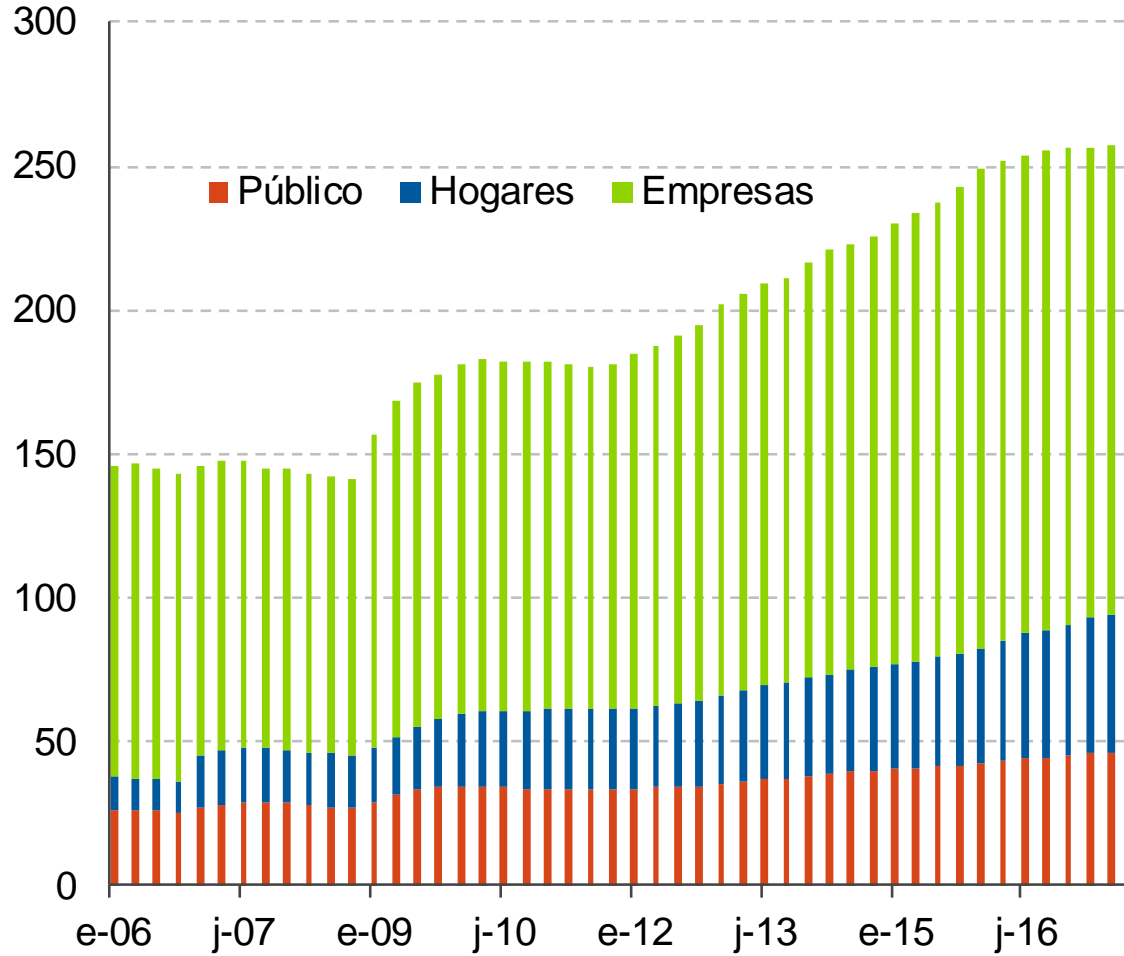


- China va a cumplir con la previsión que teníamos en el Estratégico 2018, pero con una desaceleración en la parte final del año más intensa de lo esperado. Por ejemplo, la producción industrial crece a la menor tasa desde 2008 o las ventas al por menor desde 2003.
- La guerra comercial con EEUU está afectando negativamente la actividad económica del país, en un contexto de lento, pero progresivo reducción del apalancamiento.

\* Series are non-calendar adjusted \*\*BBVA Research monthly GDP is dynamic factor model synthesizing high-frequency indicators to proxy monthly GDP

## Parece que se avanza en el desapalancamiento...

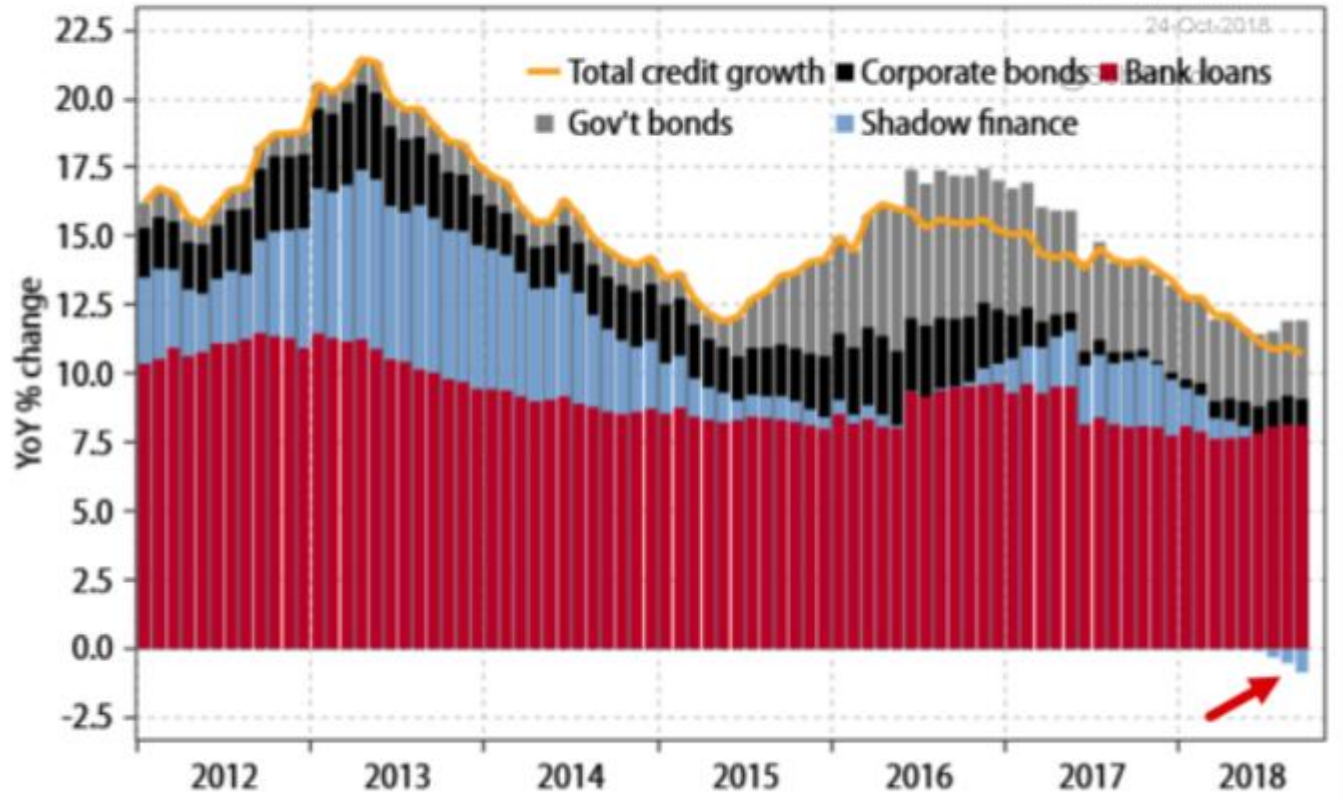
**Evolución de la deuda en China (% del PIB)**



... especialmente en el *shadow banking*.

### The crackdown on shadow finance still drags on credit growth

Contribution to total (private + gov't) credit growth, by source  
Posted on WSJ: The Daily Shot 24-Oct-2018

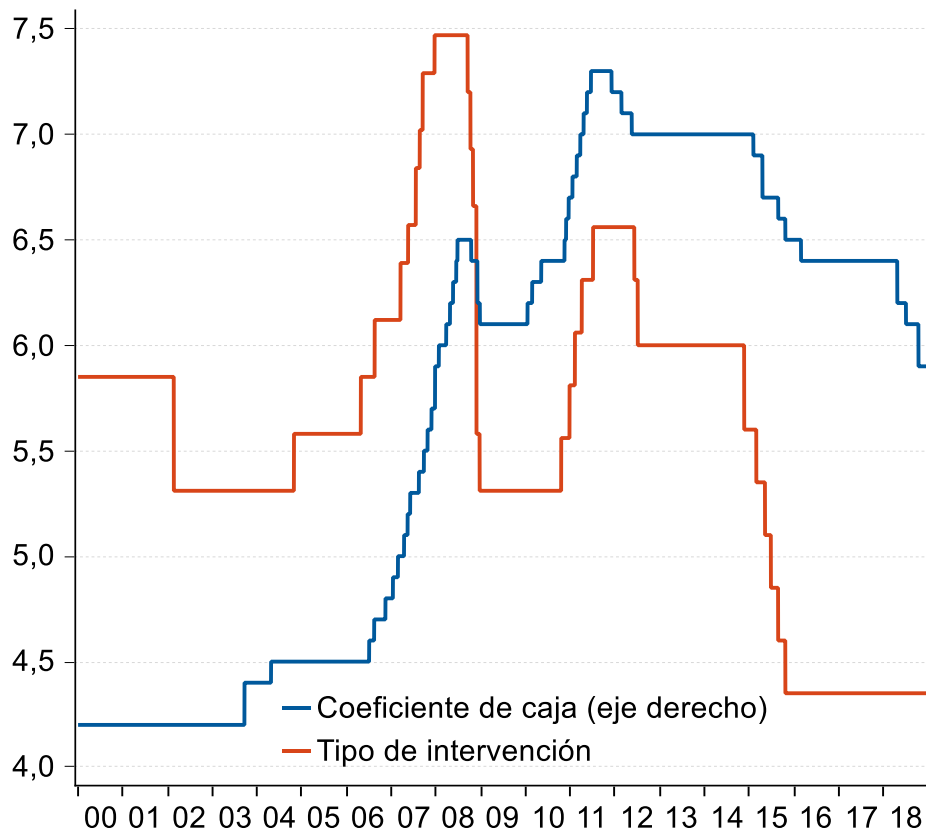


CEIC, Gavekal Data/Macrobond

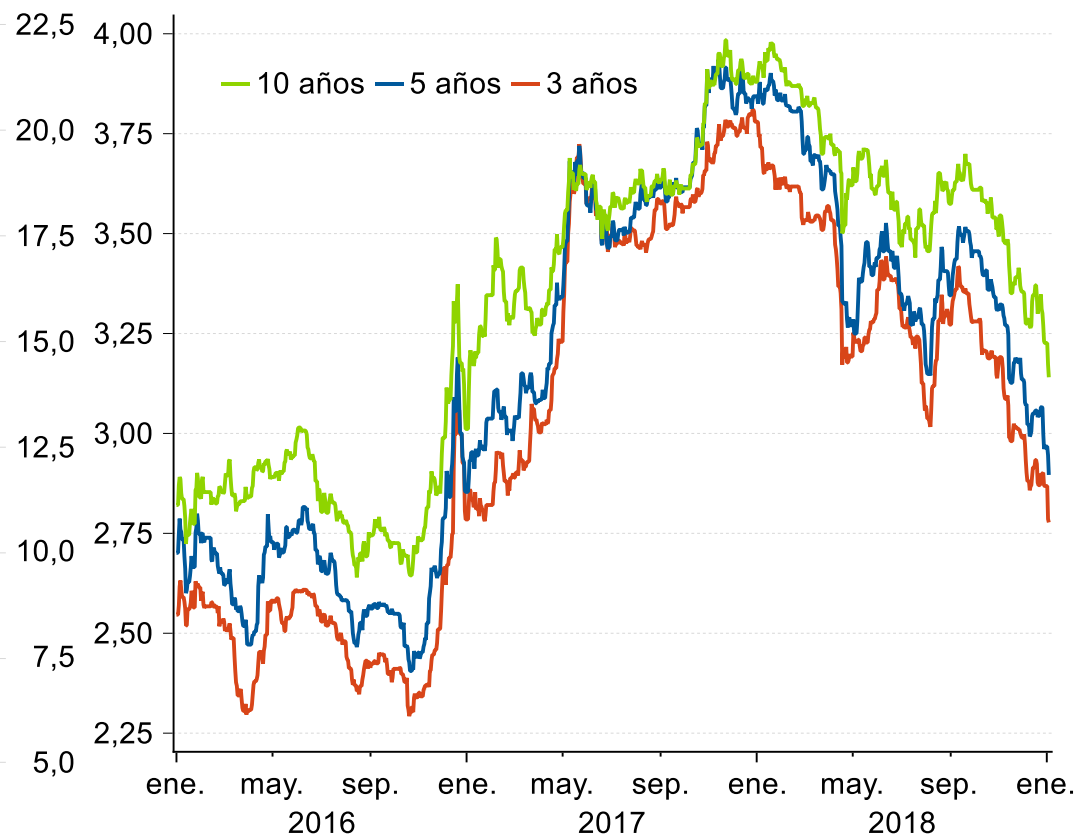


# Sin nuevos recortes del coeficiente de caja, los tipos de interés siguen cayendo...

### Tipo de intervención y coeficiente de caja



### Tipos de interés del CNY

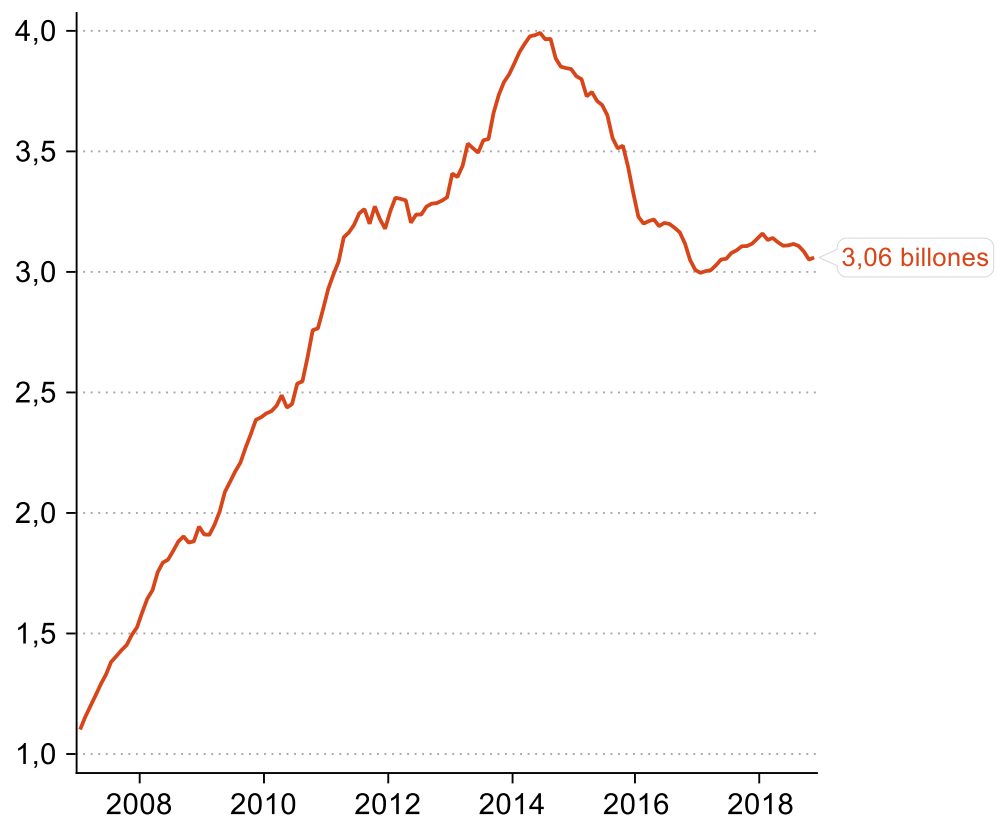


... si bien el CNY ya no se deprecia más...

CNY/USD



Volumen de reservas de China (miles de millones USD)



# La bolsa intensifica la corrección

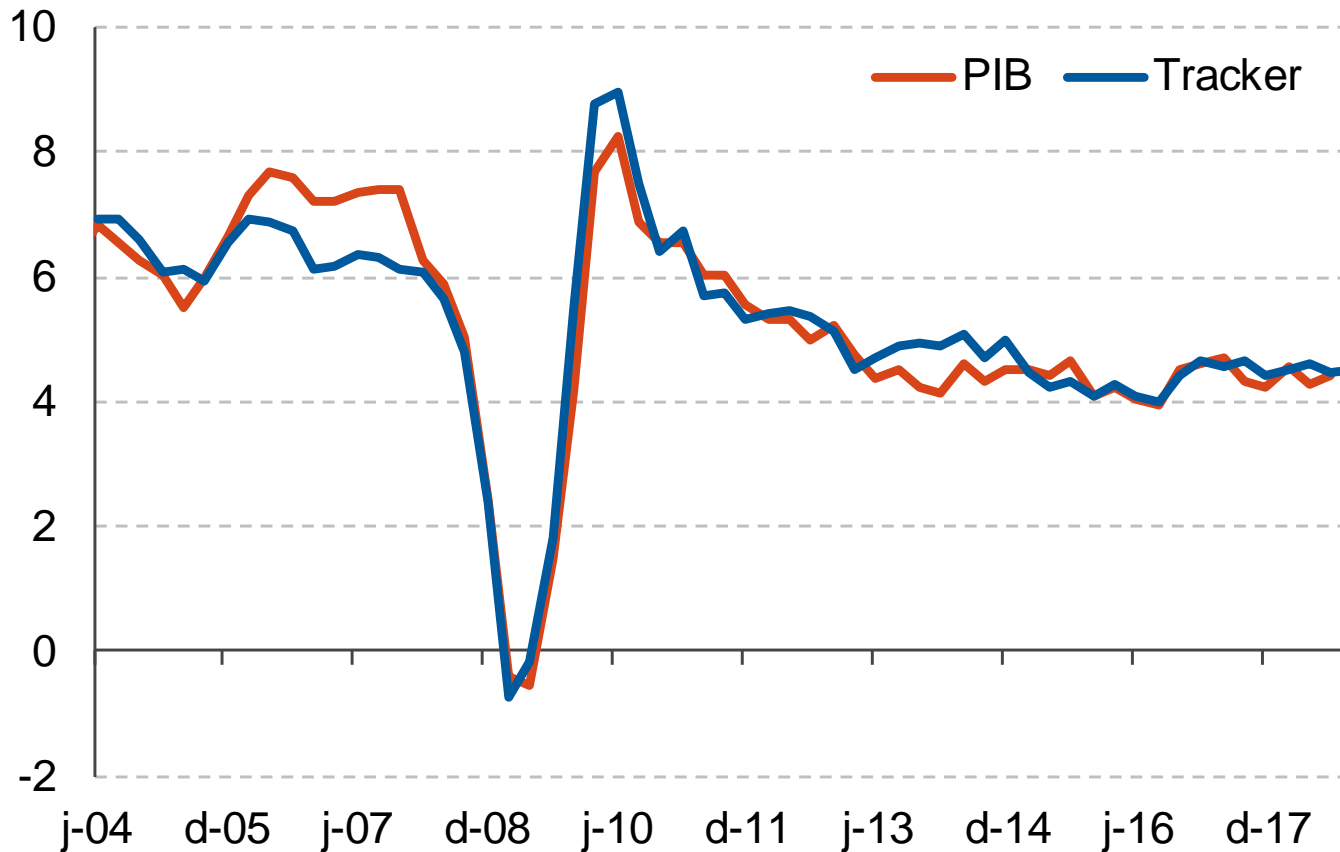
## CSI 300



**8** | El ciclo de los emergentes resiste, a pesar de presentar vulnerabilidades (desiguales por países)

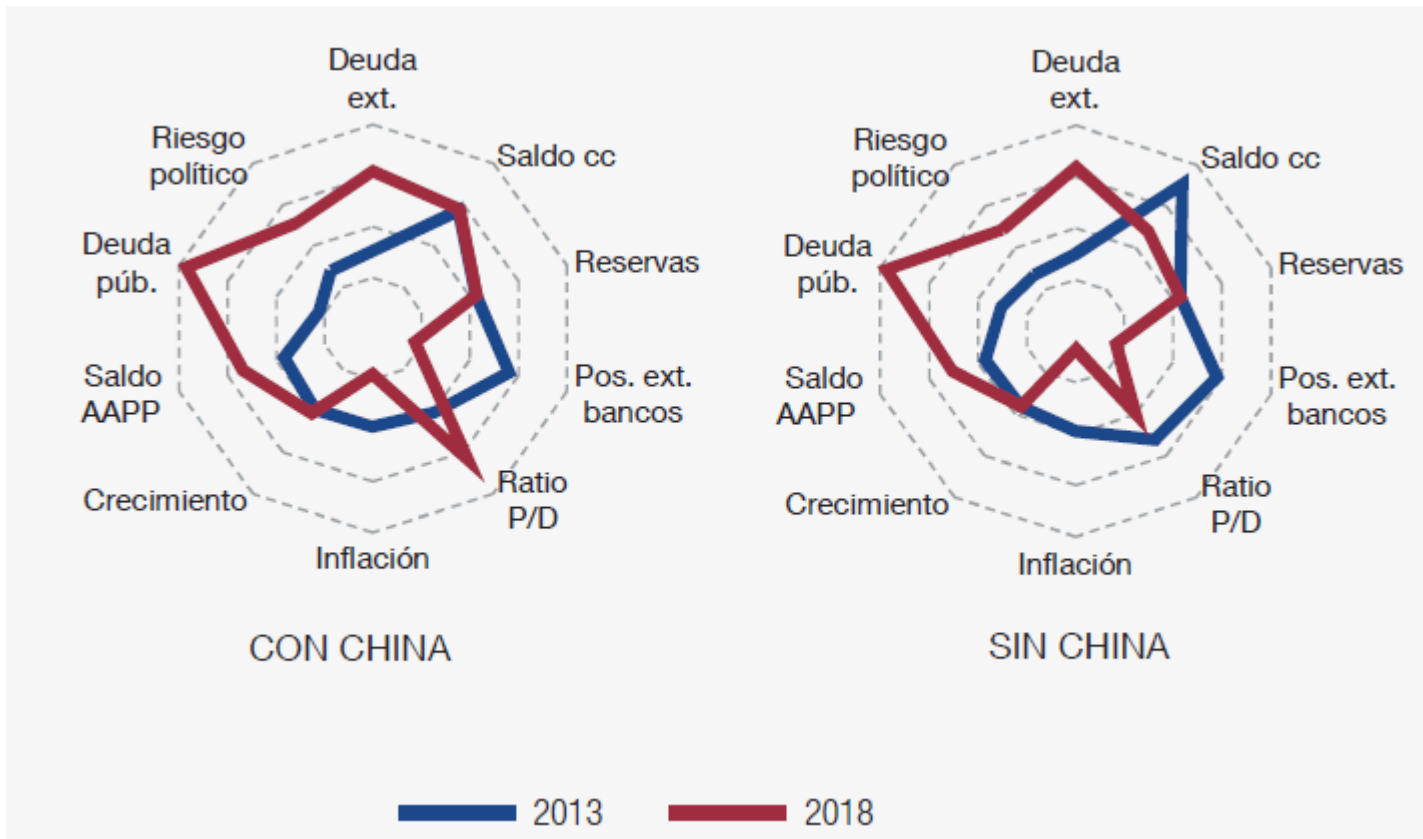
## El pulso económico de los emergentes, de momento, resiste...

**Crecimiento del PIB de economías emergentes y *tracker* Afi (% interanual)**



... pero es obvio que persisten vulnerabilidades.

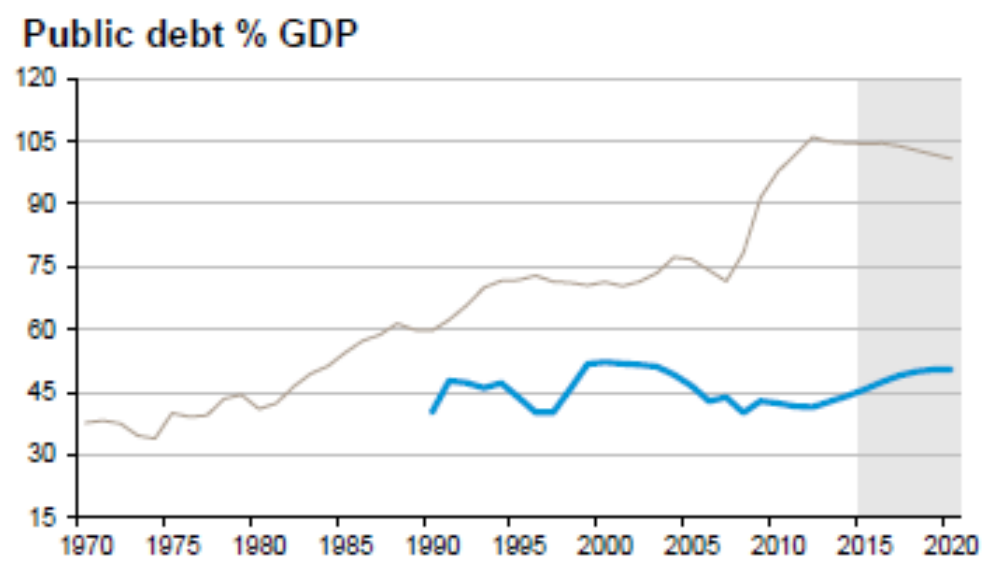
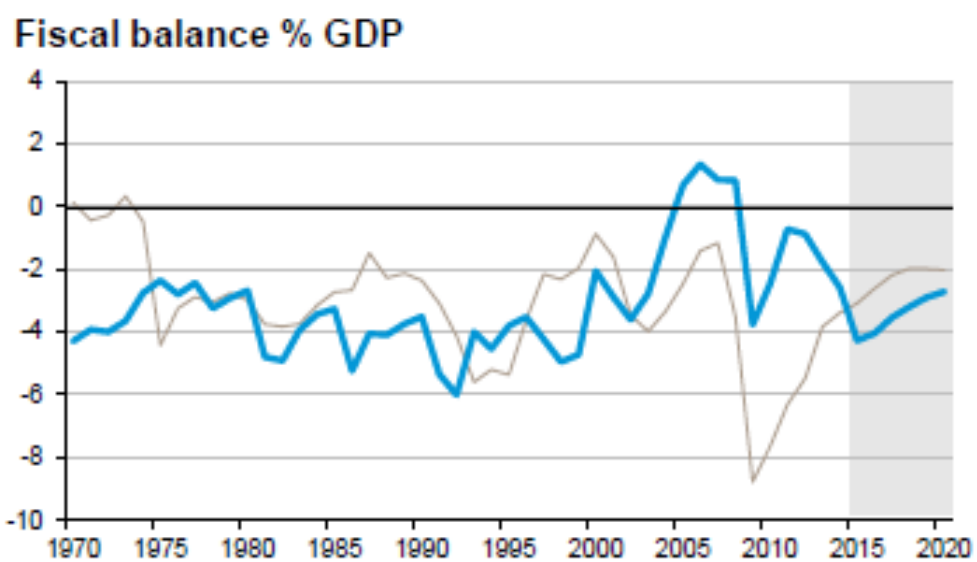
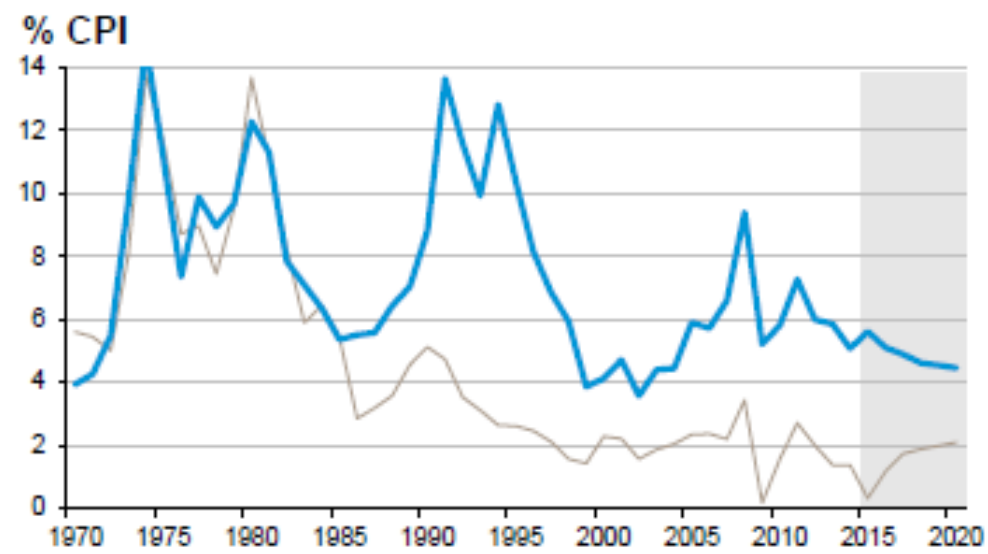
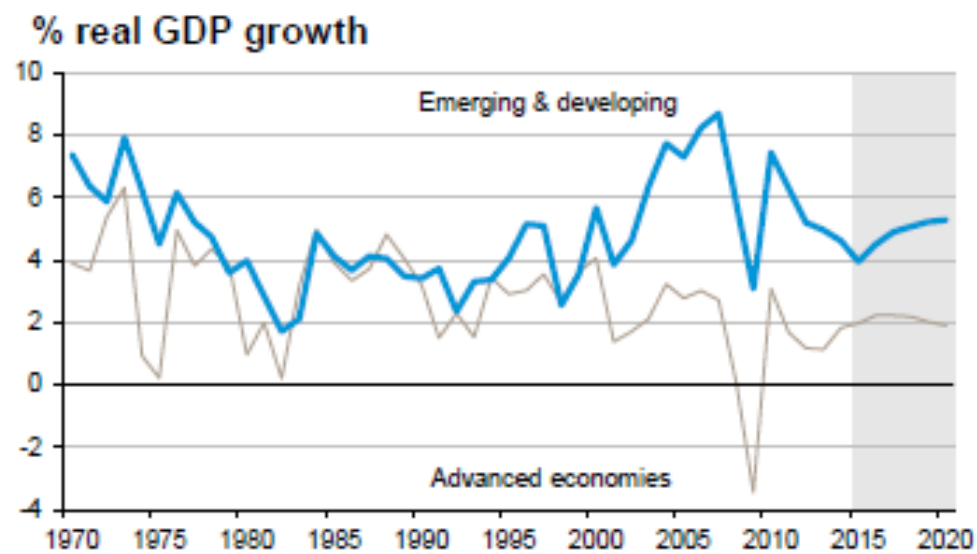
## Indicadores de vulnerabilidad de las economías emergentes



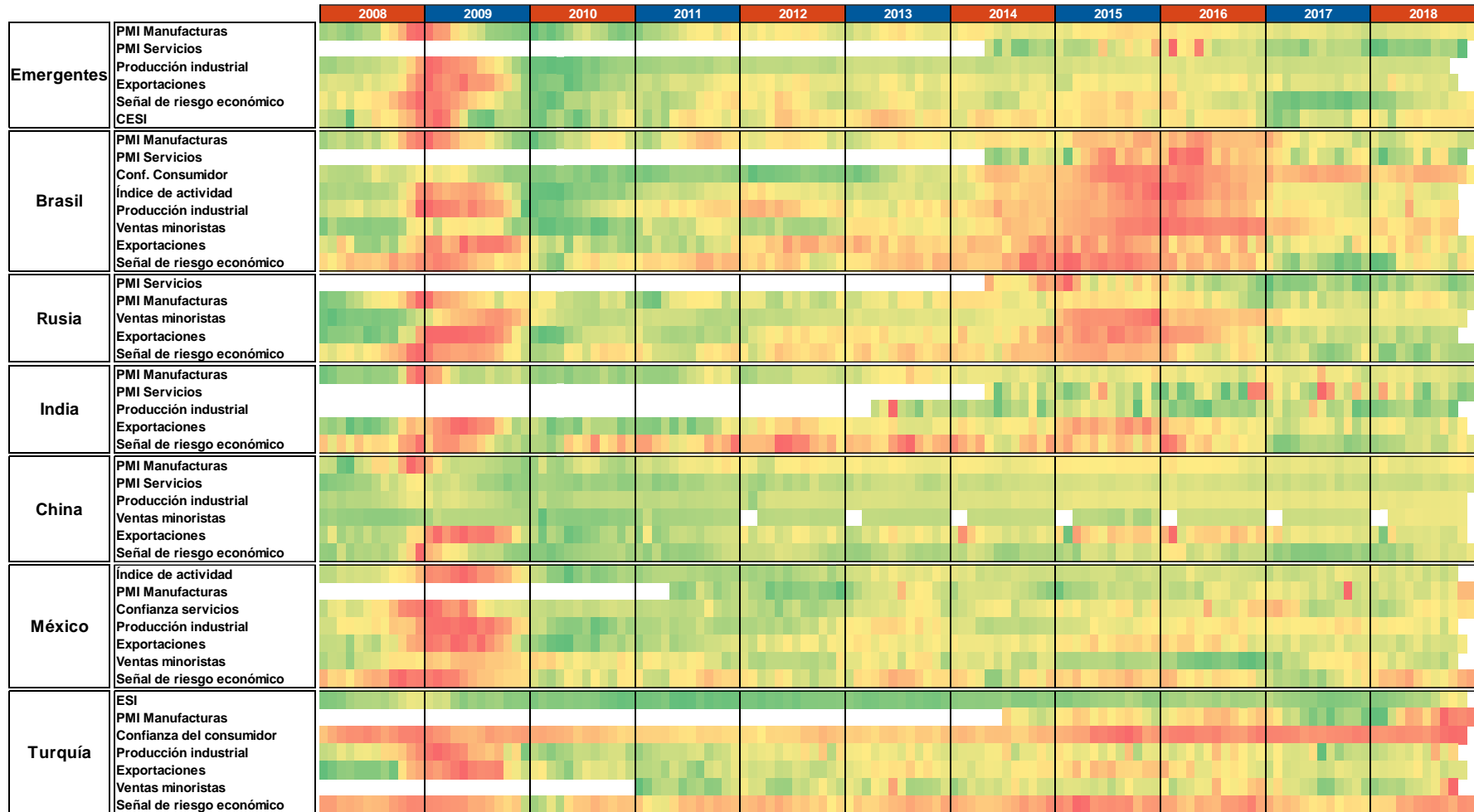
*Actual vs 2013*

- ❑ **Menor inflación (3,8% vs 5,0%)**
- ❑ **Se ha mantenido alta tasa de crecimiento (5,0%)**
- ❑ **Posición más sólida de los bancos (mayores activos netos exteriores).**
- ❑ **Mayor déficit público (-3,5% vs -2,1%)**
- ❑ **Más deuda pública y más deuda externa**
- ❑ **Menores reservas**
- ❑ **Mayor riesgo geoestratégico y mayor tensión política interna.**

Series estandarizadas con la media y la desviación típica desde 2008. Un movimiento hacia afuera de las variables implica una mayor vulnerabilidad.



# Monitor de ciclo de emergentes







## Menor entorno de riesgos para emergentes en 2019

2018 ha sido un **año negativo para los activos de países emergentes**, donde los **riesgos de corte geopolítico** y las **subidas de tipos** de la Fed han llevado a cesiones del orden del 6,0% de las divisas emergentes frente al EUR, un repunte de 112pb de los spreads soberanos (EMBI) y cesiones del 10% en renta variable. No obstante, **2019 se plantea con menores riesgos**:

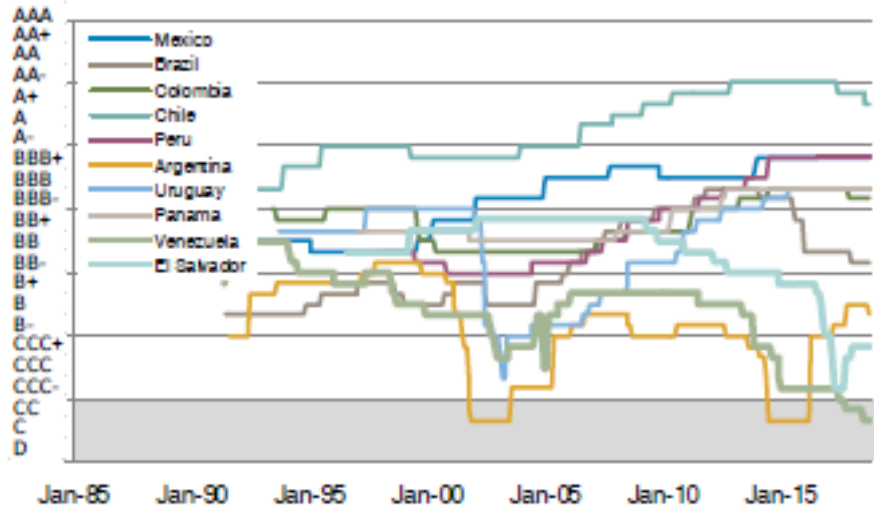
- **Crecimiento**: las **señales de actividad apuntan a una estabilización del crecimiento** en 2019, con disparidad entre países (desaceleración de Turquía y Argentina, frente a recuperación del crecimiento en Brasil o India). Asimismo, esperamos que se produzca un punto de inflexión en el proteccionismo si bien, en este caso, los riesgos son dos: que se profundice y, sobre todo, que se noten los efectos negativos de las medidas de 2018 sobre el PIB.
- **Liquidez global**: la **retirada de liquidez** por parte de los bancos centrales de países desarrollados continuará con el **fin de las compras de activos por parte del BCE** y la menor reinversión de vencimientos por parte de la Fed. No obstante, el **impacto por áreas puede ser diferencial**. Por un lado, la Fed ha anunciado **menores subidas de tipos** de cara a 2019, lo que reduce la presión sobre países de LATAM, más dependientes de flujos desde EEUU. Por otro lado, los países de Europa del Este podrían dejar de beneficiarse del exceso de liquidez del área euro.
- **Eventos geopolíticos**: tras el cargado calendario electoral que tuvimos en 2018, **las citas con las urnas son más reducidas**. Uno de los principales focos de atención serán las **elecciones de la India**, donde Modi empieza a perder apoyo y cuya victoria sería necesaria para mantener las reformas que este presidente ha hecho en los últimos cuatro años. Hacia finales de año, la atención se centrará en **Argentina** y **Polonia**. Por otro lado, **los cambios de gobiernos en Brasil y México** serán clave. En el primero, la atención se centrará en las medidas de ajuste del gasto, y en el segundo, el gobierno de AMLO seguirá siendo un punto de incertidumbre para los mercados.

- **Divisas:** la menor presión en subida de tipos de interés por parte de la Fed será un elemento de apoyo para las divisas de países emergentes que se sitúan, además, en niveles de elevada infravaloración con respecto a periodos de incertidumbre previos y frente a sus PPA relativas. Los altos tipos de interés de estas divisas seguirán apoyando una apreciación de las mismas por recepción de flujos, especialmente en aquellos países cuyos riesgos puedan ser limitados.
- **Renta variable:** dentro de la preferencia por activos de renta variable de países desarrollados frente a emergentes (más volátiles), detectamos oportunidades en determinados países. Para ello, desarrollamos un modelo de países emergentes basado en ratios de valoración desde una perspectiva *value*, la evolución del tipo de cambio y el nivel de riesgo económico y financiero. De este modo, obtenemos que la mejor combinación de valoraciones atractivas con nivel de riesgo reducido se percibe en **Indonesia, Malasia, Colombia, Rusia y Tailandia**.

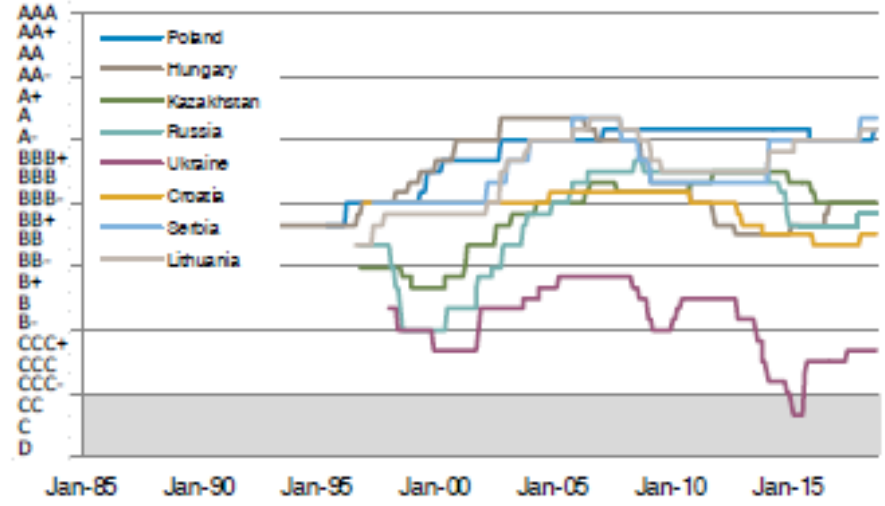
Ratios de valoración de renta variable de países emergentes

	Peso en MSCI	PER 12m fwd		PB		DY		ROE		EPS 1M (%)		Var. FX (%)		EWS		Ranking
		dic-18	media	dic-18	media	dic-18	media	dic-18	media	dic-18	media	1M	3M	dic-18	media	
Rusia	3,5	5,0	6,4	0,7	0,8	7,8	4,1	14,0	12,3	2,0	0,8	1,5%	-0,2%	0,40	0,00	1
Polonia	1,2	10,7	12,2	1,1	1,2	3,2	3,6	10,3	10,1	2,6	0,2	-0,4%	2,2%	0,41	0,01	2
Malasia	2,5	15,5	15,0	1,4	1,7	3,5	3,4	9,2	11,5	-2,5	0,3	-0,3%	0,7%	0,43	-0,06	3
China	31,5	11,9	16,8	1,6	2,3	2,6	1,8	13,6	13,9	-1,4	0,6	-0,8%	0,4%	0,47	0,04	4
Turquía	0,8	5,7	9,2	0,8	1,3	5,7	3,6	14,0	14,1	3,5	1,1	-0,8%	-15,8%	0,73	0,01	5
Colombia	0,5	10,3	14,4	1,4	1,9	4,8	3,9	13,9	14,1	-5,3	1,4	0,6%	6,1%	0,58	0,04	6
Brasil	6,7	12,4	12,2	1,9	1,7	3,9	3,9	15,6	13,6	2,2	0,3	2,6%	-5,6%	0,51	0,01	7
India	8,1	17,7	14,9	2,5	2,2	1,6	1,7	14,3	15,0	0,3	0,6	-1,3%	-2,0%	0,46	0,02	8
Corea	15,2	8,9	9,9	0,9	1,1	2,4	1,6	9,8	10,9	-3,6	0,7	-0,3%	0,3%	0,53	0,03	9
México	2,7	12,4	16,4	1,6	2,3	3,3	2,1	12,9	14,1	0,0	0,6	-0,8%	5,6%	0,63	0,10	10
Sudáfrica	6,6	12,4	12,7	1,7	2,0	4,0	3,8	13,6	15,7	-0,1	0,4	1,2%	-3,4%	0,71	0,03	11
Tailandia	2,4	13,9	12,8	1,8	1,7	3,5	3,8	12,6	13,8	-0,5	0,6	-0,8%	0,3%	0,47	0,09	12
Indonesia	1,8	15,6	14,7	2,4	2,6	2,7	2,6	15,0	17,4	-1,2	0,7	-0,9%	-2,4%	0,63	0,11	13
Chile	1,2	14,5	14,2	1,6	1,7	3,1	3,3	11,0	11,9	-1,7	0,3	1,0%	0,6%	0,75	0,15	14

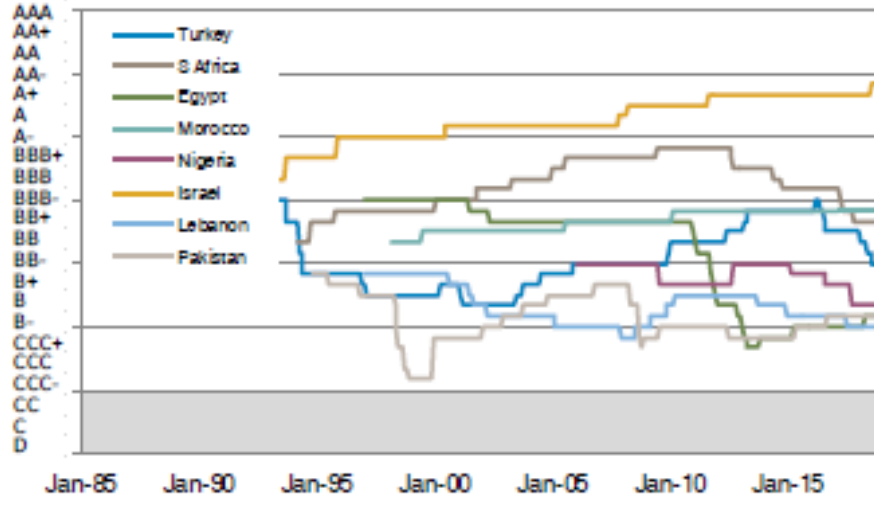
### Americas



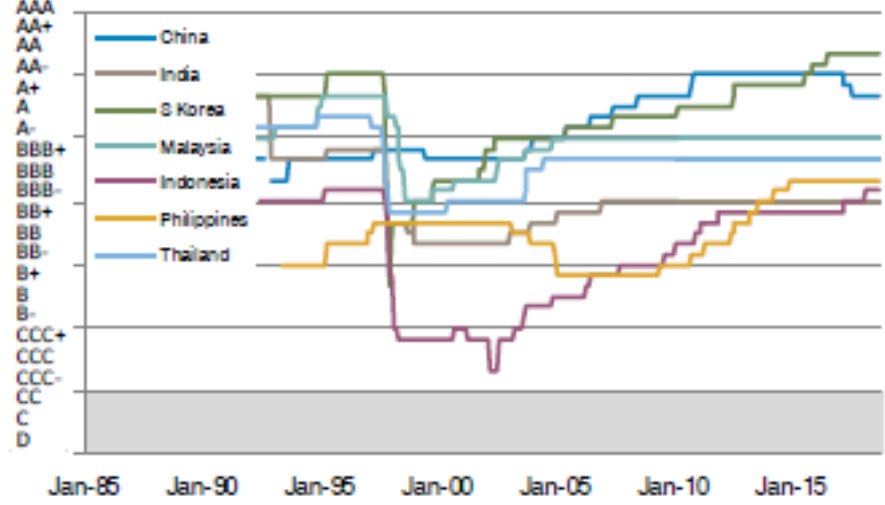
### Europe



### Middle East & Africa



### Asia



# 9 | Mercados financieros

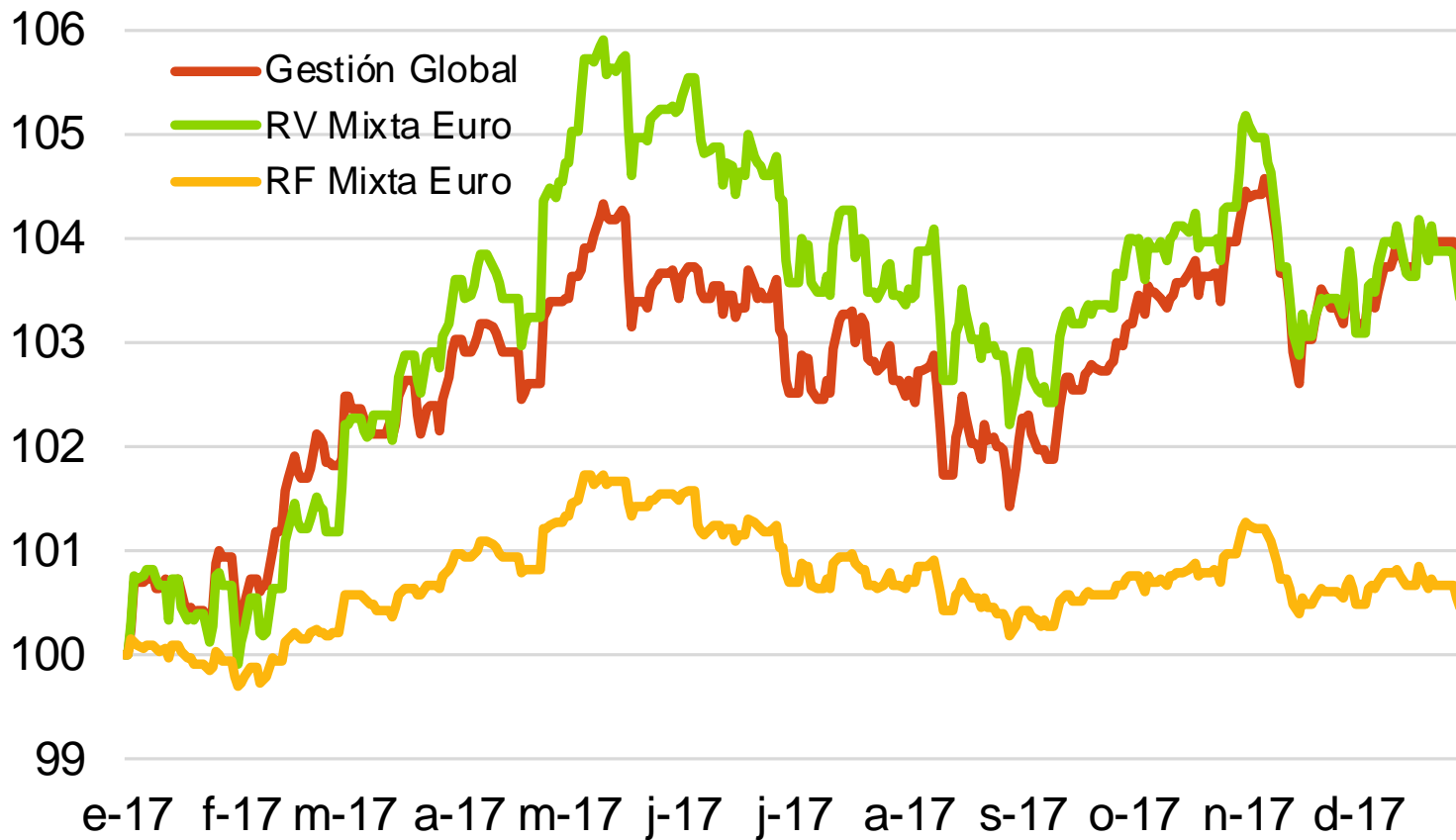
## Tras un 2017 positivo, si se asumió riesgo...

### Evolución en 2017 de índices AFI de fondos de inversión

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

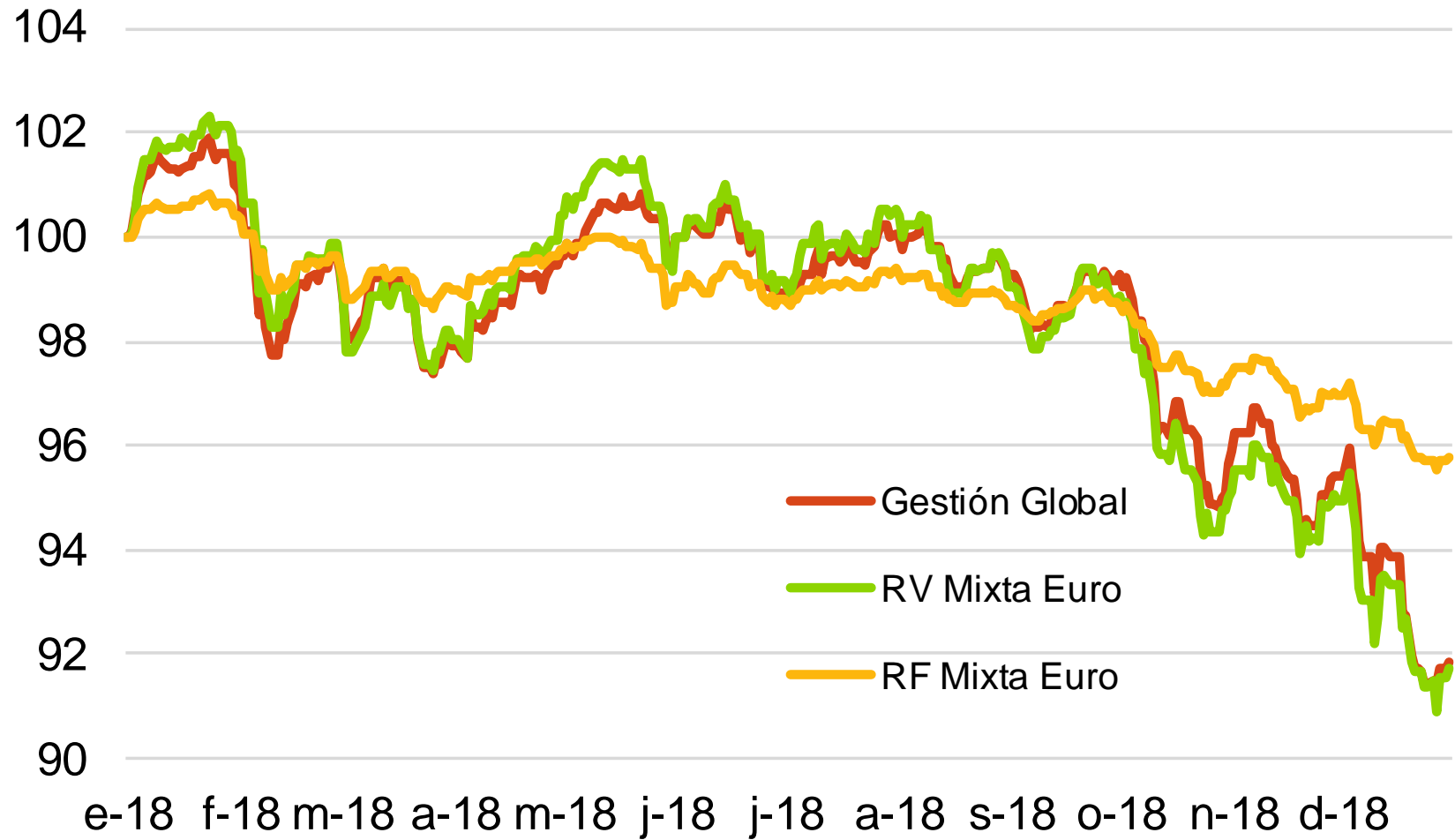
... y se acertó con el *timing*...

Evolución en 2017 de índices AFI de fondos de inversión



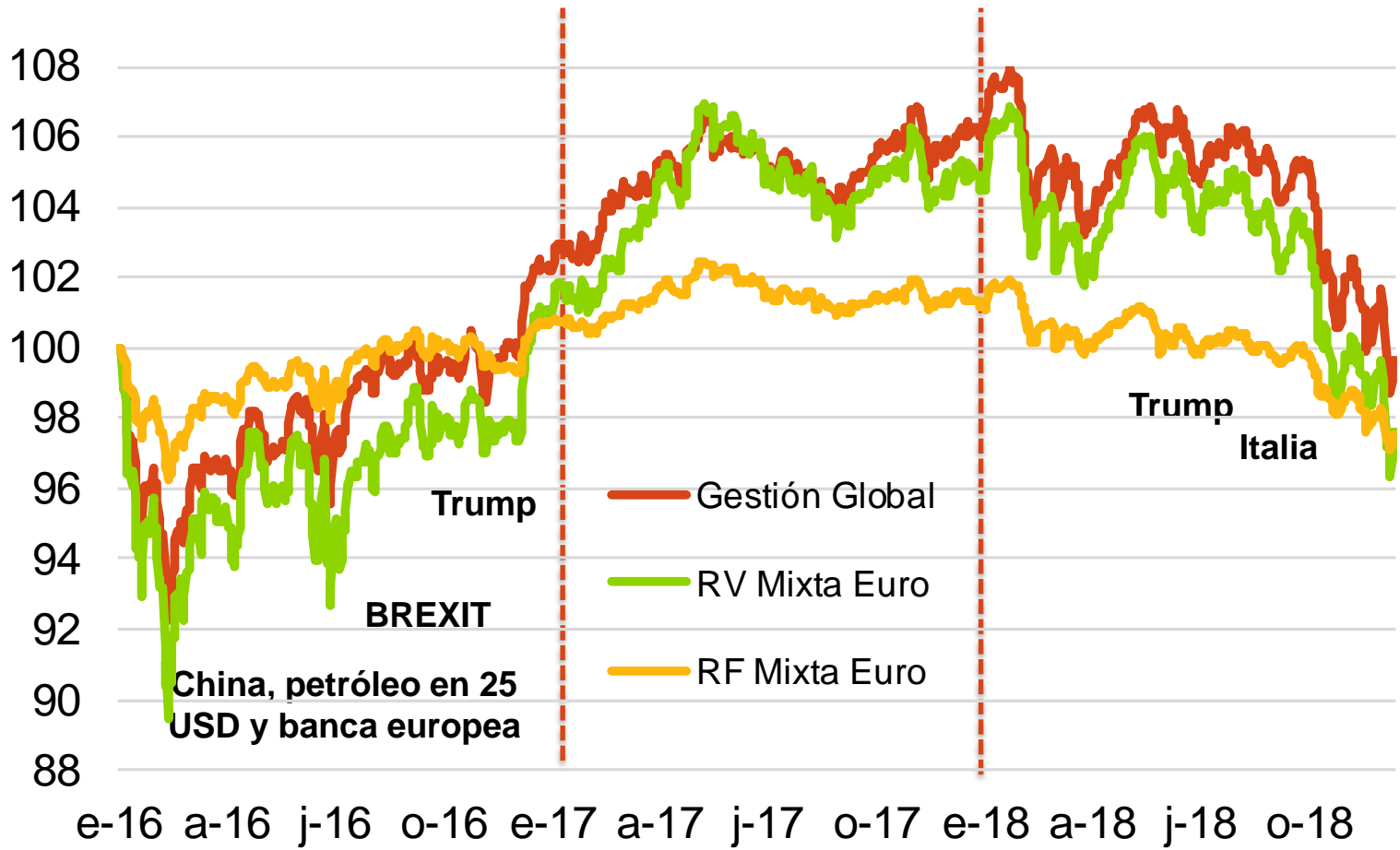
... 2018 ha sido un año de más a menos (a mucho menos)....

**Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión**



... que recuerda a 2016 (aunque 2016 acabó muy bien)

Evolución en 2016, 2017 y 2018 de índices Afi de fondos de inversión  
RF Mixta, RV Mixta y Gestión Global





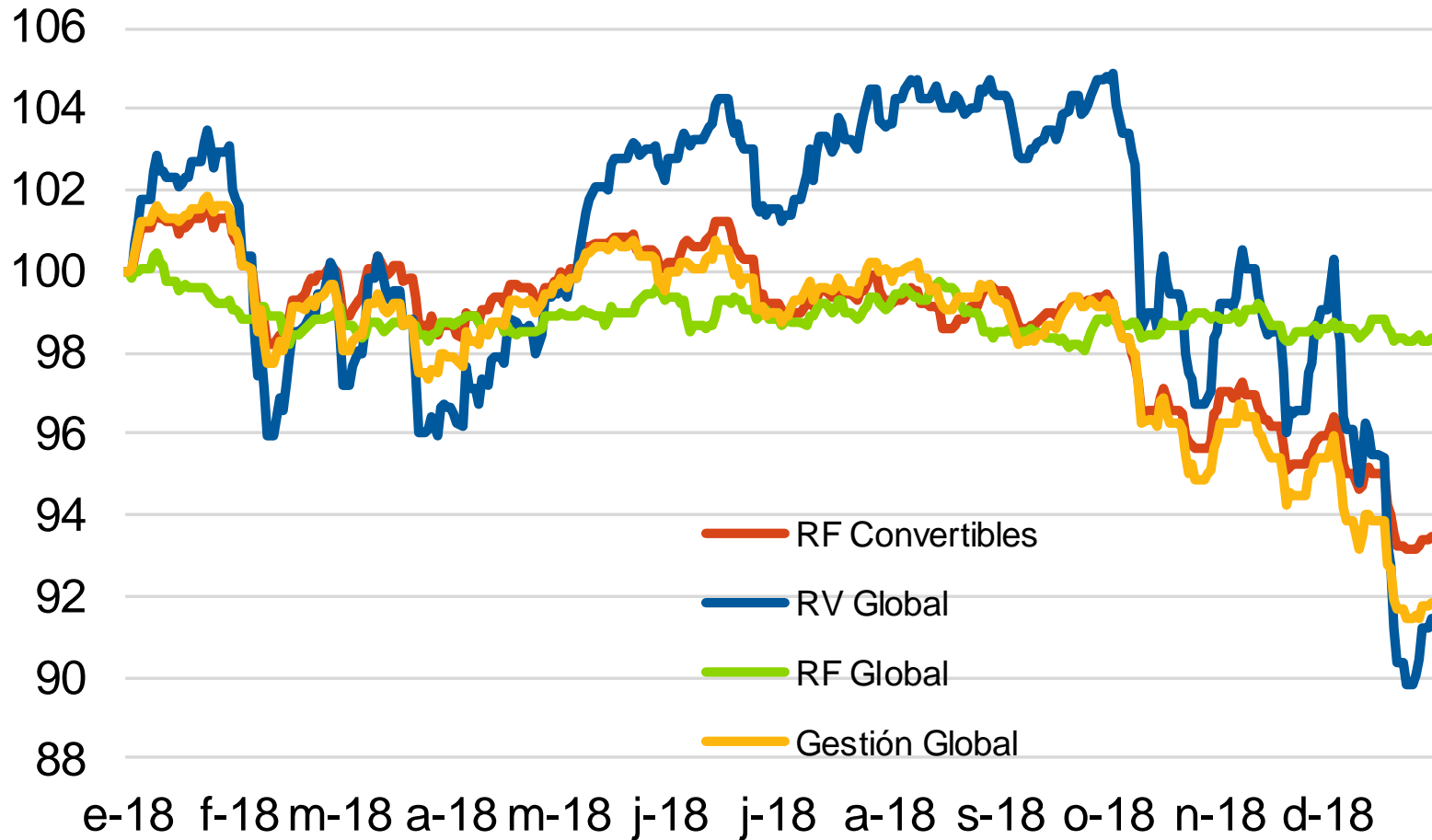
# Balance balance anual (muy) negativo...

## Evolución en 2018 de índices AFI de fondos de inversión

Categoría	2018	Categoría	2018	Categoría	2018
RF JPY	6,1%	RF Emergentes Corporate	-3,8%	Materias primas	-11,4%
Monetarios USD	6,0%	RV EEUU	-3,8%	RV Holanda	-11,4%
RV Brasil	5,2%	RV Tailandia	-3,9%	RV Emergentes Europa del Este	-11,7%
RF HK	5,0%	RF Emergentes Global	-4,0%	RV Taiwan	-11,8%
RF Corto USD	3,5%	Retorno Absoluto Conservador	-4,1%	RV Materias Primas	-12,0%
RF Deuda pública USD	2,9%	RF SEK	-4,2%	RV España	-12,3%
RF CHF	2,8%	RF Mixta Euro	-4,2%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-12,6%
RF Deuda pública global	1,7%	Gestión Alternativa	-4,3%	RV Emergentes Global	-12,6%
RF Largo USD	1,5%	RF Mixta Internacional	-4,6%	RV Asia	-13,3%
Monetarios Internacional	1,3%	RF Emergentes Moneda local	-4,8%	RV Europa	-13,9%
RV Rusia	-0,3%	RF GBP	-4,8%	RV Reino Unido	-13,9%
RF Deuda pública EUR	-0,4%	Garantizado parcial	-5,0%	RV Canadá	-14,3%
Monetarios Euro	-0,6%	RV Indonesia	-5,5%	RV Corea	-14,4%
RF NOK	-0,8%	RF Emergentes Moneda fuerte	-5,9%	RV Japón	-14,5%
RF CNY	-0,9%	RV Telecom	-6,1%	RV China	-14,8%
RV Health Care and Biotech	-1,0%	RF Convertibles	-6,5%	RV Energía	-15,3%
Garantizado RF y obj. rentab. no gar	-1,2%	RV Emergentes MENA y Africa	-6,7%	RV Suecia	-15,9%
RV Utilities	-1,3%	RV Real Estate	-6,7%	RV Euro	-16,1%
RV Tecnología	-1,4%	RV Consumo	-7,0%	RV Financieros	-16,4%
Garantizado rendimiento variable	-1,4%	RV Mixta Internacional	-7,2%	RV Italia	-19,4%
Monetario GBP	-1,5%	RV Singapur	-7,3%	RV Sudáfrica	-20,0%
RF Global	-1,6%	Gestión Global	-8,2%	RV Alemania	-20,2%
RF Corto Euro	-1,8%	RV Mixta Euro	-8,3%	RV Francia	-22,3%
RF Largo Euro	-1,9%	RV India	-8,4%	RV Grecia	-24,6%
RV Malasia	-2,1%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	-8,5%	RV Autos	-26,9%
RV Emergentes Latinoamérica	-2,2%	RV Global	-8,5%		
RF Corporativa global	-2,3%	RV Australia	-9,5%		
RF Inflación	-2,6%	RV México	-10,0%		
RF Corporativa investment grade	-2,8%	RV Suiza	-11,1%		
RF Corporativa High Yield	-3,4%	RV Industria e Infraestructuras	-11,2%		

... con cesión en la práctica totalidad de activos

Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión



## Índices Afi de fondos de inversión

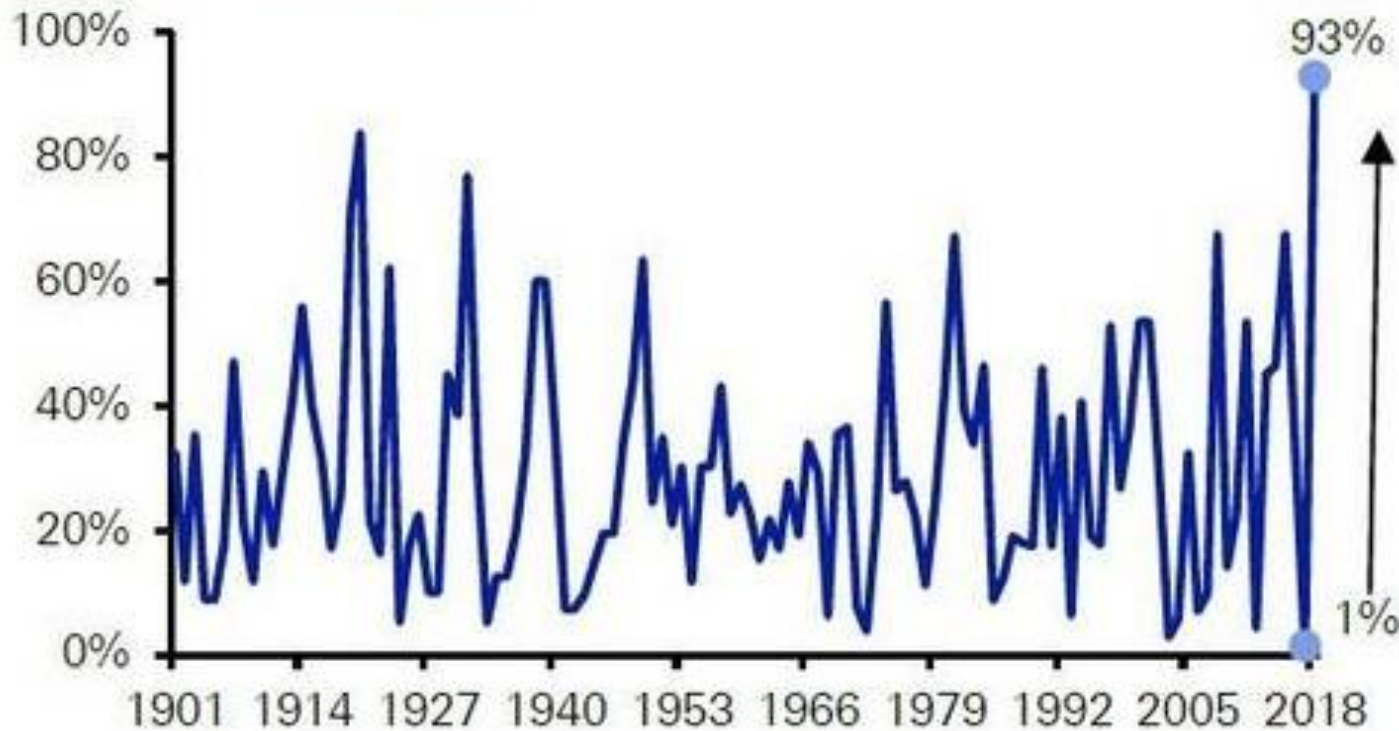
Categoría	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Monetarios Euro	1,7%	3,0%	3,5%	2,4%	1,6%	1,3%	1,2%	1,9%	2,7%	2,0%	0,7%	0,3%	1,2%	1,2%	0,6%	0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,5%	-0,6%
Monetarios USD	22,6%	13,5%	9,1%	-15,1%	-16,6%	-6,6%	18,1%	-6,5%	-6,4%	4,7%	0,4%	7,9%	2,9%	-1,6%	-3,4%	12,2%	10,8%	3,5%	-11,2%	6,0%
Monetarios GBP	n.d.	n.d.	5,3%	-2,3%	-2,8%	4,0%	7,2%	6,3%	-3,7%	-19,5%	7,6%	4,3%	3,4%	2,6%	-2,0%	7,1%	5,9%	-13,7%	-3,4%	-1,5%
Monetarios Internacional	15,3%	4,4%	6,1%	-1,2%	-4,2%	2,4%	5,5%	3,1%	-1,4%	-8,8%	5,3%	11,5%	3,8%	1,9%	-4,9%	3,9%	7,9%	2,6%	-6,5%	1,3%
RF Corto Euro	1,8%	2,6%	3,5%	0,9%	1,8%	1,7%	1,4%	1,9%	2,4%	0,0%	1,8%	0,1%	1,3%	4,0%	3,3%	3,3%	-0,1%	0,6%	0,1%	-1,8%
RF Largo Euro	-0,9%	4,2%	4,2%	5,1%	2,8%	4,0%	2,4%	0,0%	0,6%	-0,4%	5,7%	1,2%	1,1%	9,7%	2,8%	7,5%	0,0%	2,8%	0,2%	-1,9%
RF Corto Plazo USD	20,4%	14,9%	11,5%	-13,1%	-16,2%	-6,8%	17,2%	-7,3%	-7,4%	-0,1%	-0,3%	9,3%	4,0%	0,8%	-4,4%	12,0%	8,9%	4,4%	-9,9%	3,5%
RF Largo Plazo USD	18,2%	15,4%	9,6%	-8,2%	-14,6%	-6,8%	15,8%	-7,8%	-5,4%	5,2%	6,1%	12,7%	8,1%	3,3%	-5,4%	16,0%	9,2%	4,8%	-8,2%	1,5%
RF Internacional	7,6%	6,5%	4,1%	0,1%	-2,9%	1,5%	7,0%	-2,5%	-2,8%	1,9%	6,7%	9,6%	4,0%	7,1%	-2,9%	8,5%	3,4%	4,3%	-2,4%	-1,6%
Deuda Pública Euro	n.d.	n.d.	4,0%	5,6%	2,2%	4,2%	3,4%	-0,1%	1,1%	4,3%	2,5%	-0,4%	2,2%	6,6%	2,8%	9,1%	0,8%	2,0%	-0,1%	-0,4%
Deuda Pública USD	n.d.	n.d.	10,8%	-7,4%	-15,4%	-5,4%	12,6%	-7,8%	-3,9%	11,9%	-0,6%	9,0%	7,5%	0,3%	-5,6%	14,9%	9,0%	3,6%	-8,2%	2,9%
Deuda Pública Global	n.d.	n.d.	6,8%	-6,0%	-8,6%	0,2%	11,0%	-6,7%	-1,6%	13,8%	-1,3%	12,3%	7,8%	2,2%	-4,3%	11,6%	6,1%	0,2%	-4,7%	1,7%
Renta fija inflación	n.d.	n.d.	3,3%	12,6%	2,0%	7,2%	6,2%	-2,7%	1,7%	3,6%	12,8%	8,1%	16,8%	9,6%	-5,3%	7,7%	0,9%	6,0%	-1,6%	-2,6%
RF GBP	n.d.	n.d.	3,8%	-1,4%	-7,7%	2,6%	9,4%	-0,5%	-9,0%	-30,5%	15,0%	11,2%	13,1%	9,7%	-5,1%	19,1%	4,6%	-5,2%	-0,8%	-4,8%
RF CNY	n.d.	n.d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,7%	2,8%	5,7%	2,2%	-0,6%	4,4%	-0,9%
RF CHF	n.d.	n.d.	5,5%	8,4%	-9,4%	0,2%	6,4%	-4,5%	-6,5%	2,4%	10,1%	18,8%	3,9%	5,0%	-2,5%	9,5%	11,3%	1,5%	-8,7%	2,8%
RF SEK	n.d.	n.d.	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	-3,3%	5,2%	-2,0%	-11,4%	8,6%	14,2%	2,7%	6,2%	-2,6%	-2,6%	2,1%	-2,5%	-3,2%	-4,2%
RF NOK	n.d.	n.d.	0,0%	16,3%	-8,4%	5,5%	5,1%	-1,8%	6,9%	-14,4%	23,8%	9,6%	4,5%	9,7%	-10,4%	-2,4%	-5,7%	7,7%	-5,9%	-0,8%
RF JPY	n.d.	n.d.	-5,9%	-6,4%	-9,4%	-3,0%	0,1%	-12,3%	-3,6%	32,0%	-3,1%	24,6%	9,4%	-11,2%	-20,9%	3,2%	10,7%	10,0%	-9,1%	6,1%
RF HK	n.d.	n.d.	0,0%	-5,0%	-14,2%	-6,3%	14,8%	-7,4%	-7,4%	13,5%	-3,3%	11,0%	9,0%	1,4%	-7,0%	14,7%	13,5%	2,9%	-11,1%	5,0%
RF Corporativa IG	n.d.	n.d.	3,5%	2,6%	7,4%	5,3%	4,0%	-1,1%	-1,8%	-5,7%	14,6%	6,3%	2,5%	10,4%	0,5%	8,5%	0,8%	3,6%	0,7%	-2,8%
RF Corporativa Global	n.d.	n.d.	3,6%	5,6%	5,0%	5,1%	2,1%	0,7%	-0,8%	-6,8%	16,0%	3,5%	-1,2%	13,3%	3,3%	6,3%	-0,8%	4,3%	-0,1%	-2,3%
RF High Yield	8,6%	-5,4%	-4,2%	-8,6%	10,5%	5,7%	7,4%	3,0%	-5,1%	-28,6%	43,8%	15,6%	-0,6%	15,4%	4,9%	5,3%	0,3%	10,6%	0,1%	-3,4%
RF Emergentes	33,9%	18,9%	11,1%	-3,7%	-0,9%	2,5%	20,9%	-0,7%	-4,6%	-14,4%	21,9%	16,4%	3,1%	12,9%	-9,3%	7,5%	-0,3%	12,7%	-1,7%	-4,0%
RF Emer. Moneda fuerte	n.d.	n.d.	7,6%	1,7%	7,1%	6,8%	9,1%	1,9%	-0,1%	-12,3%	24,8%	12,0%	3,3%	12,2%	-7,5%	8,0%	-0,1%	13,0%	2,0%	-5,9%
RF Emer. Moneda local	n.d.	n.d.	9,9%	-3,6%	1,3%	-1,7%	27,6%	-0,4%	-0,1%	-4,2%	19,7%	20,9%	0,5%	11,0%	-13,0%	4,6%	-7,5%	11,6%	-0,5%	-4,8%
RF Emergentes Corporate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	15,4%	-5,0%	6,0%	2,3%	9,7%	1,1%	-3,8%
RF Convertibles	11,0%	3,6%	2,5%	-8,5%	5,1%	1,2%	12,7%	6,9%	3,1%	-28,1%	25,9%	7,8%	-8,2%	10,6%	9,5%	5,1%	5,2%	0,3%	1,9%	-6,5%
RV España	12,7%	-12,9%	-6,1%	-23,0%	28,3%	18,8%	20,1%	32,6%	7,6%	-37,1%	32,7%	-12,5%	-9,3%	4,2%	27,6%	4,8%	0,2%	1,4%	10,1%	-12,3%
RV Alemania	n.d.	n.d.	-23,5%	-39,3%	48,7%	12,3%	28,7%	21,5%	14,7%	-42,0%	31,4%	22,3%	-15,5%	27,4%	28,9%	1,9%	15,2%	1,1%	18,4%	-20,2%
RV Francia	n.d.	n.d.	-23,6%	-12,1%	39,3%	25,0%	29,1%	21,0%	7,1%	-46,6%	33,8%	6,3%	-14,5%	21,9%	21,4%	4,2%	16,6%	6,9%	11,7%	-22,3%
RV Italia	n.d.	n.d.	-16,7%	-17,2%	15,6%	20,9%	21,8%	27,4%	-7,6%	-49,6%	23,0%	-0,8%	-16,9%	19,0%	29,3%	0,0%	18,9%	-8,0%	17,6%	-19,4%
RV Holanda	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,9%	13,2%	4,1%	-52,5%	37,0%	5,8%	-12,0%	10,0%	17,1%	5,7%	3,8%	9,4%	12,7%	-11,4%
RV Grecia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	10,0%	-66,1%	22,4%	-42,5%	-63,2%	16,4%	22,8%	-32,9%	-30,1%	15,4%	17,9%	-24,6%
RV R. Unido	n.d.	n.d.	-13,7%	-29,8%	10,2%	11,6%	24,9%	18,3%	-8,6%	-47,8%	36,1%	19,9%	-3,6%	15,8%	21,8%	6,1%	9,1%	-4,8%	7,4%	-13,9%
RV Suecia	n.d.	n.d.	-24,3%	-31,5%	14,8%	23,7%	34,4%	20,9%	10,5%	-55,5%	40,7%	32,5%	-16,5%	25,1%	26,1%	3,1%	9,8%	17,5%	9,8%	-15,9%
RV Suiza	n.d.	n.d.	7,6%	1,7%	7,1%	6,8%	9,1%	1,9%	-0,1%	-12,3%	24,8%	12,0%	3,3%	12,2%	-7,5%	8,0%	-0,1%	13,0%	2,0%	-5,9%
RV Euro	27,7%	-1,0%	-17,5%	-30,1%	18,7%	10,4%	22,8%	19,2%	3,5%	-40,8%	22,9%	2,2%	-13,8%	16,7%	23,3%	3,3%	10,2%	3,8%	12,2%	-16,1%
RV Europa	38,7%	1,8%	-16,5%	-28,1%	16,7%	12,4%	27,1%	20,0%	-0,5%	-44,0%	27,7%	14,8%	-11,9%	21,3%	24,6%	5,9%	13,5%	0,6%	10,7%	-13,9%
RV EEUU	41,4%	2,7%	-7,0%	-34,3%	10,1%	2,3%	20,9%	0,8%	-4,8%	-31,8%	23,2%	20,0%	3,3%	11,3%	28,6%	22,7%	8,7%	11,7%	7,6%	-3,8%
RV Japón	142,9%	-31,1%	-23,0%	-24,3%	18,3%	5,8%	47,7%	-12,9%	-18,1%	-23,8%	6,4%	18,4%	-10,9%	6,9%	25,8%	8,3%	19,3%	5,6%	14,9%	-14,5%
RV Canadá	n.d.	n.d.	-14,9%	-28,8%	25,2%	11,7%	47,9%	7,3%	16,0%	-42,2%	44,1%	25,7%	-12,4%	4,9%	1,9%	13,7%	-12,2%	16,8%	-1,1%	-14,3%
RV Australia	n.d.	n.d.	2,4%	-20,2%	20,2%	21,9%	35,4%	17,3%	16,9%	-46,7%	74,6%	18,2%	-9,5%	16,3%	-0,3%	6,8%	3,1%	6,7%	4,8%	-9,5%

## Índices Afi de fondos de inversión

Categoría	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RV Brasil	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11,2%	77,0%	35,1%	42,6%	-48,3%	123,8%	18,9%	-18,8%	1,6%	-21,6%	-1,5%	-33,7%	63,8%	8,5%	5,2%
RV Rusia	n.d.	n.d.	n.d.	-12,4%	62,8%	5,8%	82,6%	46,1%	21,2%	-73,4%	163,3%	37,8%	-26,9%	13,1%	-1,4%	-35,1%	15,7%	63,1%	-7,5%	-0,3%
RV India	n.d.	n.d.	-12,8%	-6,4%	71,2%	16,5%	58,8%	29,7%	50,6%	-62,8%	93,7%	30,0%	-36,5%	23,5%	-10,2%	53,7%	7,1%	2,9%	23,1%	-8,4%
RV China	n.d.	n.d.	-0,2%	-24,5%	43,6%	1,5%	27,1%	39,9%	39,5%	-46,1%	61,7%	17,7%	-19,7%	18,4%	7,8%	18,3%	6,0%	2,9%	31,0%	-14,8%
RV México	n.d.	n.d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%	39,7%	-1,2%	4,9%	3,7%	-7,4%	-5,0%	-10,0%
RV Turquía	n.d.	n.d.	-14,6%	4,7%	12,9%	46,0%	58,3%	15,2%	27,5%	-54,0%	72,1%	25,6%	-31,7%	56,9%	-27,5%	36,8%	-22,0%	-7,9%	23,3%	-37,5%
RV Sudáfrica	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-47,8%	64,7%	36,5%	-17,0%	16,8%	-6,2%	10,4%	-11,5%	13,3%	17,4%	-20,0%
RV Indonesia	n.d.	n.d.	-7,4%	11,3%	38,0%	25,4%	21,5%	47,9%	26,0%	-49,9%	116,2%	56,7%	5,1%	4,3%	-26,0%	41,4%	-10,6%	19,5%	6,6%	-5,5%
RV Malasia	n.d.	n.d.	4,7%	-18,4%	5,1%	4,4%	13,0%	26,5%	32,3%	-37,1%	36,2%	48,5%	1,1%	9,5%	2,3%	1,6%	-11,7%	-1,8%	9,3%	-2,1%
RV Tailandia	n.d.	n.d.	7,2%	2,6%	89,9%	-11,1%	18,2%	-0,5%	19,7%	-47,5%	69,3%	66,6%	0,7%	35,0%	-15,8%	30,8%	-10,1%	24,5%	16,2%	-3,9%
RV Corea	n.d.	n.d.	47,1%	-13,0%	5,2%	14,6%	79,9%	-0,5%	23,6%	-53,7%	62,5%	34,4%	-13,6%	11,7%	0,4%	1,0%	7,4%	-1,1%	13,7%	-14,4%
RV Singapur	n.d.	n.d.	-12,3%	-23,8%	28,2%	13,7%	39,0%	37,0%	18,7%	-54,3%	74,1%	30,2%	-15,3%	28,1%	-4,4%	13,4%	-7,5%	5,2%	13,0%	-7,3%
RV Taiwán	n.d.	n.d.	14,1%	-35,1%	3,2%	-5,6%	43,8%	2,8%	-5,1%	-43,9%	64,9%	27,9%	-17,6%	14,3%	8,4%	15,2%	3,6%	16,0%	12,0%	-11,8%
RV Em. Global	76,1%	-19,6%	-0,6%	-20,3%	28,3%	13,3%	47,3%	16,5%	22,9%	-51,2%	61,1%	23,6%	-19,2%	14,0%	-5,6%	7,9%	-4,3%	12,7%	18,4%	-12,6%
RV Em. Asia y Oceanía	95,1%	-25,4%	0,8%	-21,1%	25,9%	6,0%	36,5%	21,6%	26,5%	-48,8%	57,1%	26,7%	-18,8%	19,3%	0,7%	18,1%	2,8%	6,0%	20,2%	-12,6%
RV Em. Europa del Este	46,7%	-8,0%	-1,5%	0,0%	26,5%	30,9%	59,6%	25,4%	18,8%	-64,5%	81,2%	28,5%	-26,8%	25,0%	-6,3%	-14,6%	-1,0%	25,0%	8,8%	-11,7%
RV Em. Latinoamérica	73,2%	-10,1%	1,1%	-33,4%	39,2%	28,4%	67,0%	28,9%	30,7%	-49,6%	100,6%	23,0%	-18,8%	7,3%	-17,2%	-1,8%	-23,6%	31,6%	9,8%	-2,2%
RV Em. MENA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30,4%	-46,6%	49,7%	35,1%	-20,8%	19,5%	2,3%	8,4%	-12,3%	9,5%	5,0%	-6,7%
RV Financieros	19,4%	18,5%	-7,7%	-26,3%	15,8%	8,0%	28,3%	6,4%	-22,2%	-52,2%	33,9%	7,9%	-21,3%	28,1%	21,5%	10,9%	5,8%	6,7%	10,6%	-16,4%
RV Utilities	n.d.	n.d.	-10,1%	-25,9%	12,1%	19,8%	27,7%	26,4%	13,0%	-29,9%	7,6%	-1,4%	-11,3%	-0,6%	10,9%	21,2%	3,0%	-1,1%	6,2%	-1,3%
RV Tecnología	135,0%	-24,0%	-27,7%	-47,1%	24,1%	-1,7%	19,0%	2,9%	2,5%	-40,8%	45,6%	24,1%	-4,4%	11,4%	24,4%	21,1%	16,3%	9,8%	20,8%	-1,4%
RV Health Care	43,8%	58,7%	-7,2%	-39,6%	9,2%	2,8%	23,3%	-3,2%	-2,8%	-16,7%	16,3%	15,9%	3,8%	19,4%	38,8%	37,7%	18,1%	-10,6%	7,1%	-1,0%
RV Autos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	46,0%	-26,0%	41,8%	41,6%	6,4%	14,7%	-1,4%	16,7%	-26,9%
RV Telecom	n.d.	n.d.	-34,0%	-35,0%	15,8%	3,8%	5,5%	12,0%	4,5%	-39,7%	18,0%	1,4%	-6,4%	-4,5%	37,7%	14,0%	4,0%	-10,0%	17,3%	-6,1%
RV Consumo	n.d.	n.d.	-0,4%	-24,3%	11,3%	7,4%	23,2%	8,3%	-6,1%	-38,2%	37,8%	36,3%	-1,9%	20,0%	22,2%	11,2%	9,7%	2,6%	18,7%	-7,0%
RV Real Estate	n.d.	n.d.	1,3%	-3,9%	18,1%	32,0%	30,1%	34,8%	-21,0%	-29,7%	37,0%	22,0%	-8,5%	24,6%	2,4%	23,4%	11,3%	1,5%	4,8%	-6,7%
RV Industria	n.d.	n.d.	-4,3%	-25,3%	11,9%	11,8%	34,3%	17,7%	17,1%	-44,0%	41,5%	25,9%	-11,6%	12,9%	14,2%	11,6%	3,6%	11,7%	9,8%	-11,2%
RV Energía	n.d.	n.d.	-14,3%	-30,5%	11,0%	20,2%	56,0%	8,5%	31,0%	-46,4%	38,9%	16,8%	-8,5%	-2,2%	14,9%	-3,1%	-10,4%	21,1%	-3,2%	-15,3%
RV Materias Primas	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30,0%	-48,0%	67,7%	37,9%	-18,0%	-5,8%	-25,9%	-5,9%	-18,3%	37,0%	5,2%	-12,0%
RV Internacional	41,6%	-2,6%	-12,3%	-28,2%	14,4%	6,3%	27,4%	8,9%	0,8%	-38,5%	31,0%	17,1%	-8,0%	11,9%	17,5%	13,0%	6,6%	7,1%	8,5%	-8,5%
RF Mixta Euro	2,9%	0,4%	0,0%	-4,6%	5,5%	4,1%	5,2%	5,2%	2,1%	-8,5%	7,3%	-0,8%	-2,0%	4,4%	6,4%	3,8%	0,7%	0,7%	0,4%	-4,2%
RF Mixta Internacional	6,1%	1,3%	-0,1%	-5,3%	2,8%	2,7%	6,6%	2,5%	0,0%	-9,1%	6,1%	2,6%	-2,1%	4,9%	4,4%	5,2%	1,1%	1,2%	1,0%	-4,6%
RV Mixta Euro	8,4%	-4,5%	-5,0%	-15,2%	11,7%	6,8%	11,1%	11,5%	2,7%	-22,2%	13,7%	-0,8%	-6,4%	6,5%	13,1%	5,8%	2,5%	1,0%	3,4%	-8,3%
RV Mixta Internacional	20,3%	-0,7%	-5,3%	-17,1%	6,3%	3,6%	15,2%	4,4%	-0,4%	-22,6%	14,9%	8,1%	-5,2%	8,4%	9,4%	7,6%	3,3%	2,7%	4,0%	-7,2%
Gestión Global	11,3%	-4,2%	-4,7%	-12,6%	10,2%	5,2%	11,2%	7,9%	2,0%	-16,2%	10,0%	3,4%	-4,8%	6,0%	7,6%	5,0%	2,1%	2,2%	3,7%	-8,2%
Retorno Abs. Conservador	2,5%	-1,8%	3,1%	2,7%	2,7%	1,9%	2,4%	2,7%	1,6%	-2,7%	3,0%	1,2%	-0,7%	2,0%	1,0%	0,3%	-0,4%	-0,3%	0,2%	-4,1%
Gestión Alternativa	4,4%	2,9%	-1,9%	-2,6%	4,0%	1,7%	5,6%	3,4%	0,2%	-7,8%	1,7%	2,1%	-2,0%	1,3%	0,7%	2,9%	1,5%	-1,5%	-0,9%	-4,3%
Fondos Inversión Libre	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,9%	1,9%	-6,7%	12,8%	1,7%	-6,4%	3,3%	8,0%	-0,1%	3,1%	4,9%	6,3%	-8,5%
Garantizado rdo. fijo	-0,2%	3,4%	3,2%	4,0%	2,4%	2,6%	2,3%	2,2%	2,6%	1,5%	4,9%	0,0%	3,0%	4,4%	5,2%	3,3%	0,2%	0,9%	0,1%	-1,2%
Garantizado rdo. variable	4,2%	-0,7%	0,3%	0,4%	3,1%	3,4%	4,1%	5,4%	3,4%	-3,0%	3,7%	-1,5%	0,1%	3,5%	6,1%	2,6%	0,2%	0,0%	1,4%	-1,4%
Garantizado parcial	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2,3%	-2,2%	1,2%	9,2%	3,0%	1,2%	-1,4%	2,0%	-5,0%
Materias primas	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13,6%	-33,4%	20,1%	16,6%	-8,6%	-2,1%	-14,5%	-12,9%	-23,7%	12,4%	-2,7%	-11,4%

# Quando la diversificación no funciona

Figure 2: Percentage of Assets with a Negative Total Return in USD terms

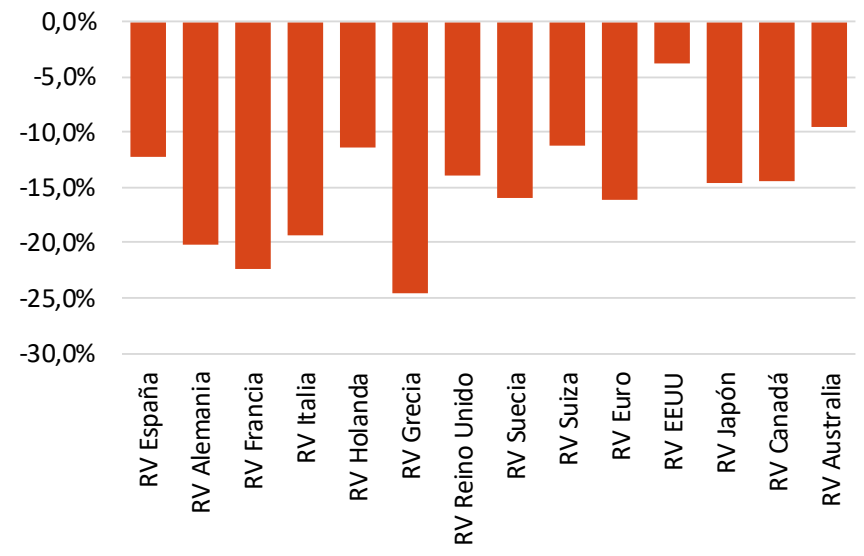
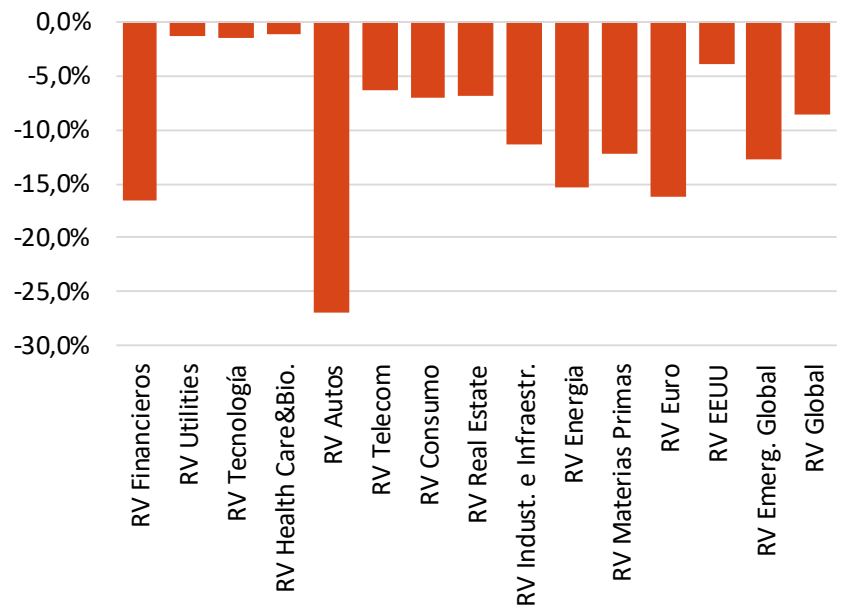
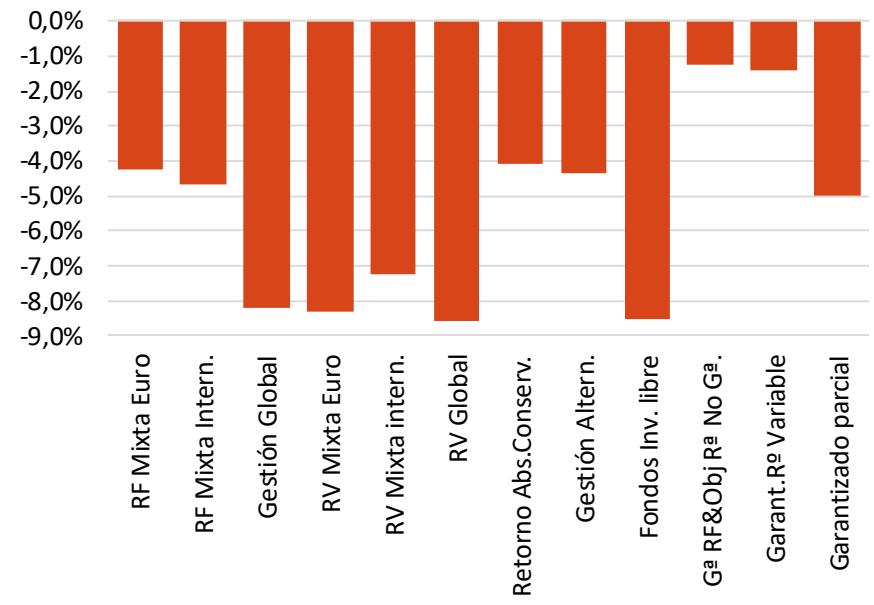
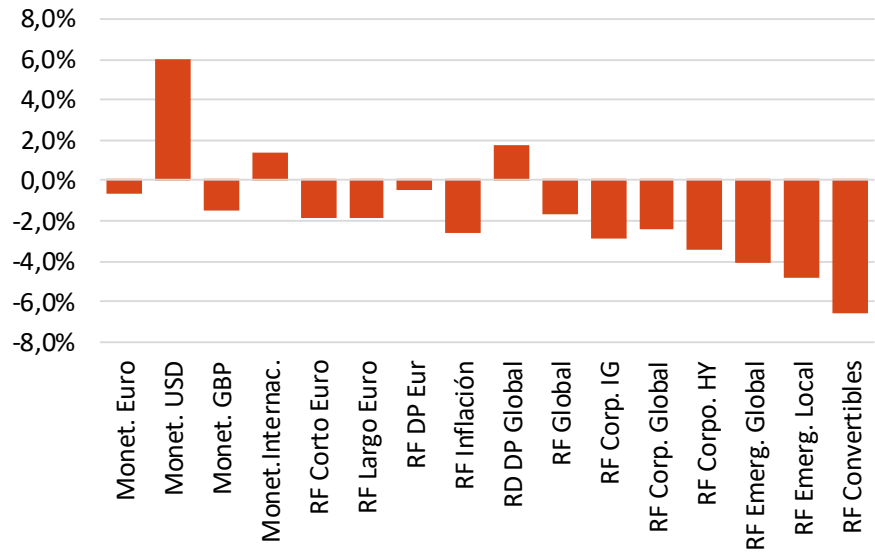


Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, GFD. Note, returns YTD are until December 20

Country	Index	2018 Return (In US \$)
Brazil	MSCI Brazil	-0.3%
Russia	MSCI Russia	-1.1%
Thailand	MSCI Thailand	-5.5%
Israel	MSCI Israel	-5.7%
USA	MSCI USA	-5.9%
Malaysia	MSCI Malaysia	-6.3%
India	MSCI India	-7.6%
Hong Kong	MSCI Hong Kong	-8.6%
Taiwan	MSCI Taiwan	-8.9%
Switzerland	MSCI Switzerland	-9.0%
Norway	MSCI Norway	-9.4%
Singapore	MSCI Singapore	-10.0%
Indonesia	MSCI Indonesia	-10.3%
Colombia	MSCI Colombia	-11.5%
Australia	MSCI Australia	-11.9%
Poland	MSCI Poland	-13.1%
Japan	MSCI Japan	-13.4%
France	MSCI France	-13.7%
Netherlands	MSCI Netherlands	-13.8%
United Kingdom	MSCI UK	-14.4%
Sweden	MSCI Sweden	-14.8%
Nigeria	MSCI Nigeria	-15.1%
Denmark	MSCI Denmark	-15.5%
Mexico	MSCI Mexico	-15.6%
Spain	MSCI Spain	-16.5%
Philippines	MSCI Philippines	-16.5%
Canada	MSCI Canada	-17.6%
Italy	MSCI Italy	-17.7%
China	MSCI China	-19.5%
Chile	MSCI Chile	-19.5%
Korea	MSCI South Korea	-20.9%
Germany	MSCI Germany	-22.2%
South Africa	MSCI South Africa	-25.0%
Ireland	MSCI Ireland	-25.5%
Belgium	MSCI Belgium	-27.3%
Austria	MSCI Austria	-27.4%
Greece	MSCI Greece	-37.4%
Turkey	MSCI Turkey	-41.4%
Argentina	MSCI Argentina	-52.1%

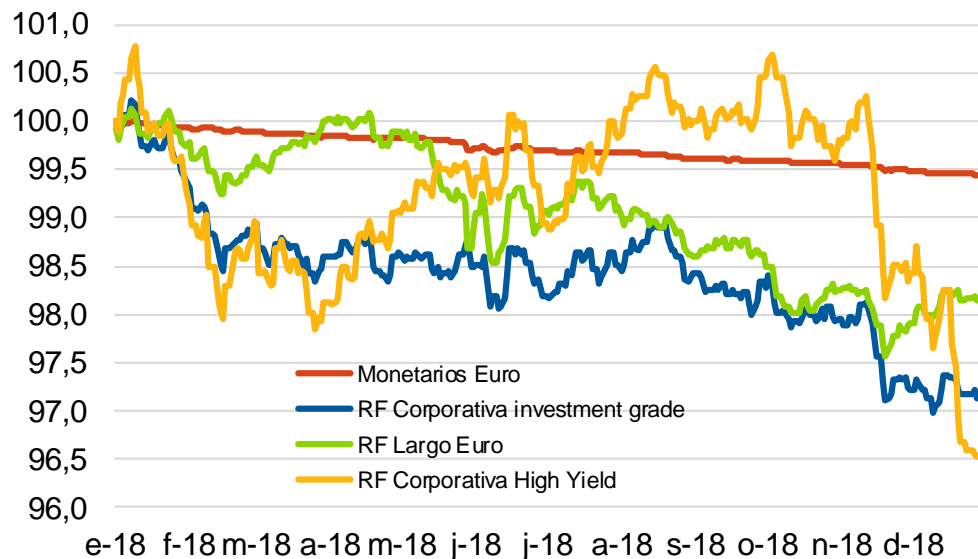
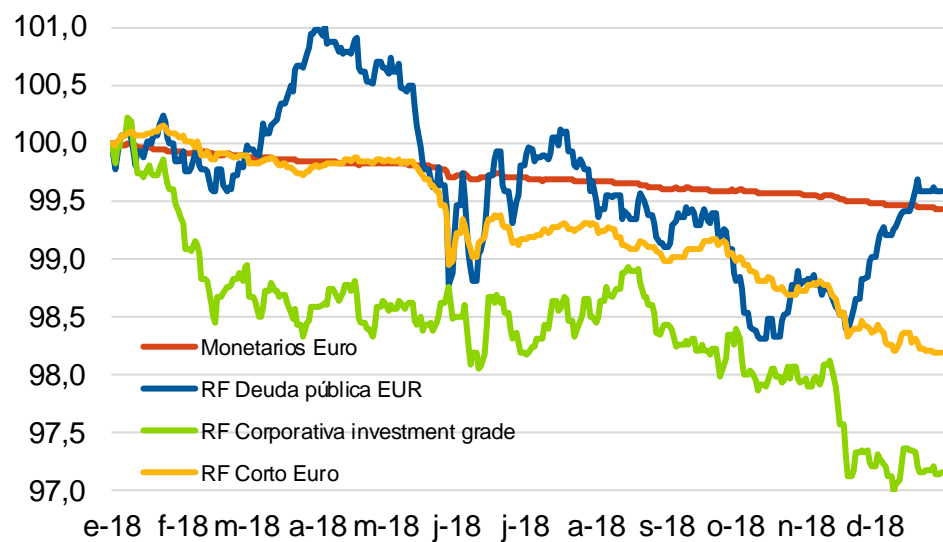


# Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión



¡Y, en proporción, en mayor medida en los más defensivos!

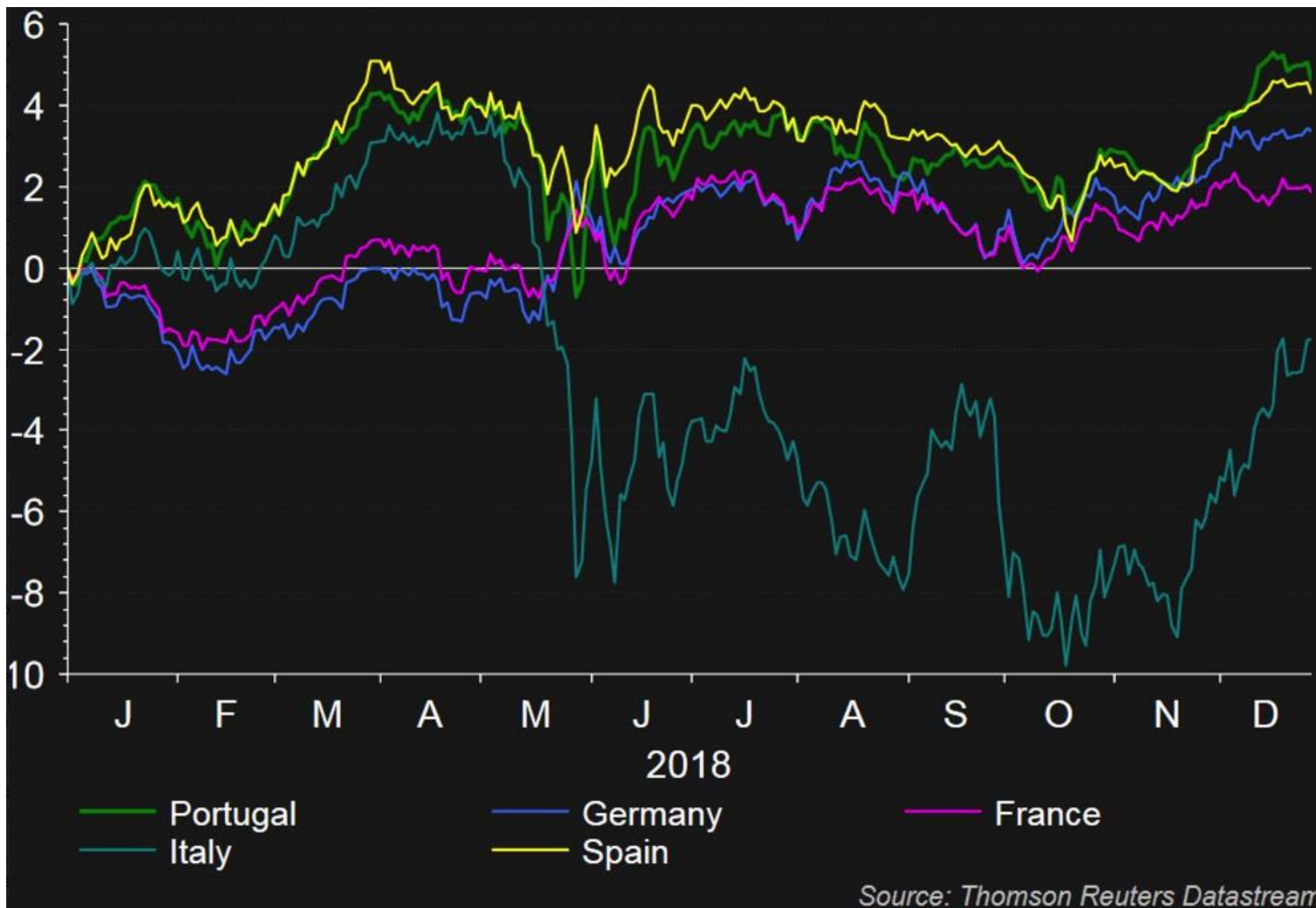
### Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión





## En deuda pública se ha ganado dinero asumiendo (mucho) duración

Evolución de la rentabilidad en 2018 de la deuda pública a 10 años



28/12/18

ISIN	FUND	ETF Currency	Rating	Yield	ModDur	AvMat	WtD	MtD	YtD
LU1437016204	AMUNDI INDEX J.P. MORGAN GBI GLOBAL GOVIES UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A+	1,58	7,90	9,83	+0,24%	+1,22%	+3,96%
LU1437024729	AMUNDI INDEX BARCLAYS GLOBAL AGG 500M UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A	2,02	6,86	10,65	+0,18%	+0,81%	+3,45%
FR0010892745	AMUNDI ETF SHORT US TREASURY 7-10 DAILY UCITS ETF UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	-2,73	-7,49	8,56	-0,37%	-1,97%	+2,87%
LU1681046691	AMUNDI GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	AA	0,64	7,98	9,75	-0,03%	+0,18%	+1,54%
LU1681040819	AMUNDI US TREASURY 1-3 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,57	1,81	1,89	+0,22%	+0,71%	+1,28%
FR0010754184	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 7-10 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,92	7,72	8,48	+0,07%	+0,90%	+1,11%
LU1681040736	AMUNDI US TREASURY 3-7 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,61	4,36	4,70	+0,43%	+1,52%	+0,99%
LU1437018598	AMUNDI INDEX J.P. MORGAN EMU GOVIES IG UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A-	1,19	7,58	9,42	+0,05%	+0,94%	+0,87%
LU1681046261	AMUNDI GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	1,20	7,58	9,43	+0,02%	+0,87%	+0,70%
FR0010754143	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	1,55	9,96	12,24	+0,03%	+1,32%	+0,67%
LU1681040900	AMUNDI FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF - USD (C)	USD	BBB+	4,01	0,12	3,18	+0,01%	-0,59%	+0,54%
LU1525418726	AMUNDI INDEX BARCLAYS US CORP BBB 1-5 UCITS ETF DR - USD (C)	USD	BBB-	3,97	2,62	2,86	+0,22%	+0,59%	+0,43%
LU1681040652	AMUNDI US TREASURY 7-10 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,73	7,49	8,56	+0,45%	+2,31%	+0,29%
LU1681046774	AMUNDI GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,65	7,42	9,33	-0,00%	+1,13%	+0,26%
FR0010754176	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 5-7 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,65	5,62	6,02	+0,03%	+0,83%	-0,06%
FR0010754168	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 3-5 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,22	3,78	3,98	+0,05%	+0,60%	-0,24%
FR0010754135	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-0,13	1,91	1,96	+0,03%	+0,24%	-0,37%
LU1681046345	AMUNDI GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB	0,03	1,91	1,97	+0,02%	+0,31%	-0,38%
LU1681046428	AMUNDI GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	AA	-0,55	1,89	1,93	+0,01%	-0,04%	-0,53%
FR0010754200	AMUNDI ETF CASH 3 MONTHS EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	-0,31	0,22	0,23	-0,04%	-0,08%	-0,72%
LU1525418643	AMUNDI INDEX BARCLAYS EURO CORP BBB 1-5 UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	BBB	1,19	2,86	3,01	+0,05%	+0,07%	-1,06%
LU1681040140	AMUNDI EURO CORPORATE EX FINANCIALS IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,46	5,43	5,92	+0,06%	+0,25%	-1,25%
LU1681041114	AMUNDI FLOATING RATE EURO CORPORATE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	0,55	0,13	1,85	+0,02%	-0,08%	-1,28%
LU1681039647	AMUNDI EURO CORPORATES UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,39	5,07	5,47	+0,07%	+0,24%	-1,28%
LU1681040066	AMUNDI EURO CORPORATE FINANCIALS IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,28	4,58	4,86	+0,08%	+0,24%	-1,33%
LU1437018168	AMUNDI INDEX EURO AGG CORPORATE SRI UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	BBB+	1,50	4,79	5,22	+0,06%	+0,17%	-1,38%
LU1525419294	AMUNDI INDEX BARCLAYS US GOV INFLATION-LINKED BOND UCITS ETF DR - USD (C)	USD	AAA	1,12	7,80	8,56	+0,05%	+0,40%	-1,66%
FR0010821850	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE DAILY UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-1,20	-7,58	9,43	-0,04%	-0,96%	-1,67%
FR0010823385	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 DAILY UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-1,55	-9,96	12,24	-0,07%	-1,41%	-1,77%
FR0010754127	AMUNDI ETF EURO INFLATION UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,11	7,86	8,47	-0,18%	+0,20%	-1,79%
LU1681041031	AMUNDI FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF - HEDGED EUR (C)	EUR	BBB+	0,87 **	0,12	3,18	-0,06%	-0,88%	-2,24%
LU1681040496	AMUNDI EURO HIGH YIELD LIQUID BOND IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	B	4,47	3,99	4,63	-0,04%	-0,63%	-2,26%
LU1681041387	AMUNDI BBB EURO CORPORATE INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB	2,04	5,77	6,44	+0,07%	+0,34%	-2,53%
LU1681041205	AMUNDI GLOBAL EMERGING BOND MARKIT IBOXX UCITS ETF - USD (C)	USD	BB-	5,90	8,60	14,41	-0,03%	+1,69%	-4,72%

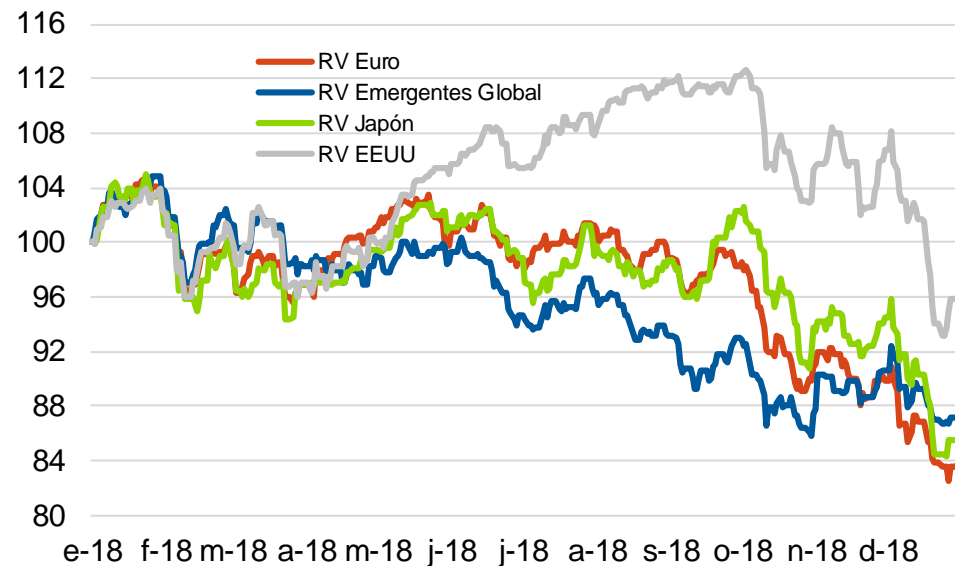
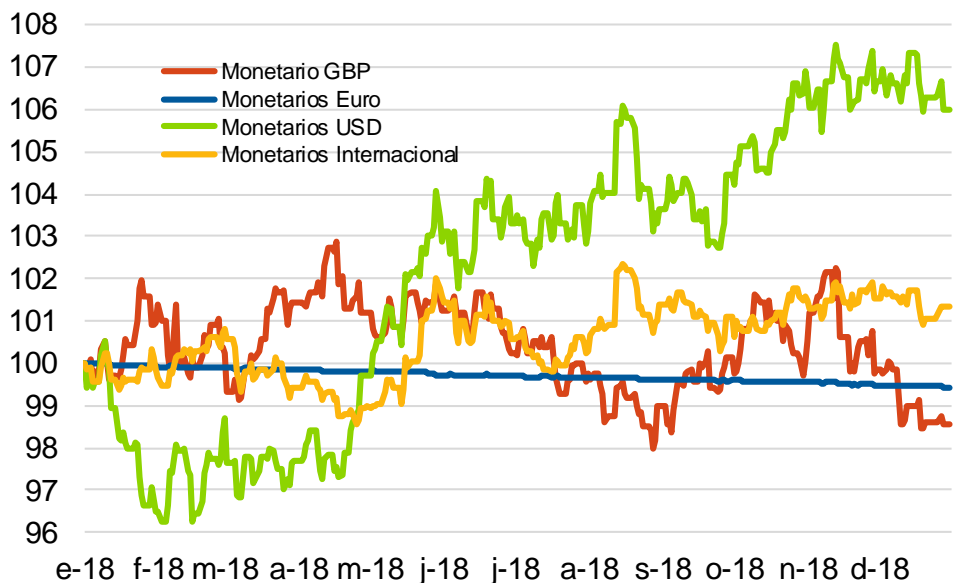
Source: FTSE MTS, Markit, JP Morgan, Bloomberg, Amundi

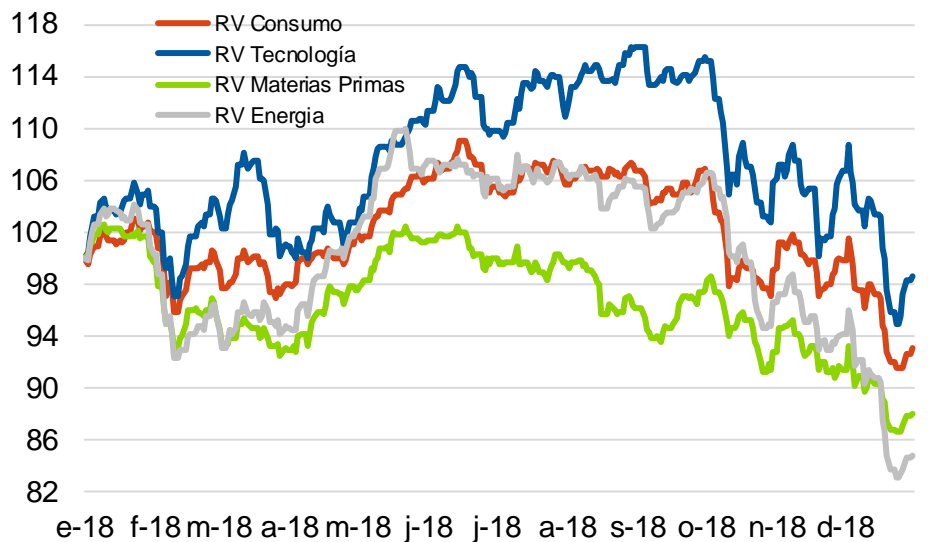
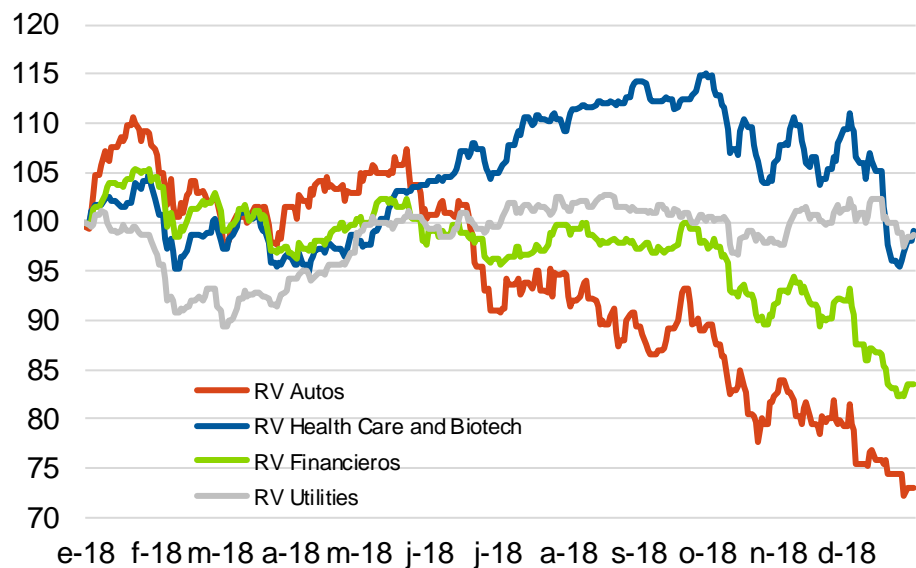
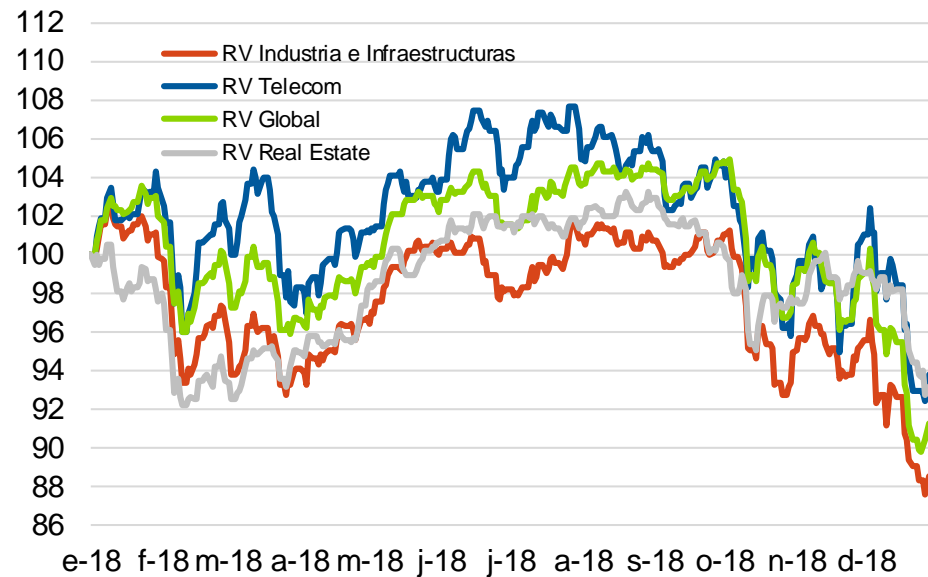
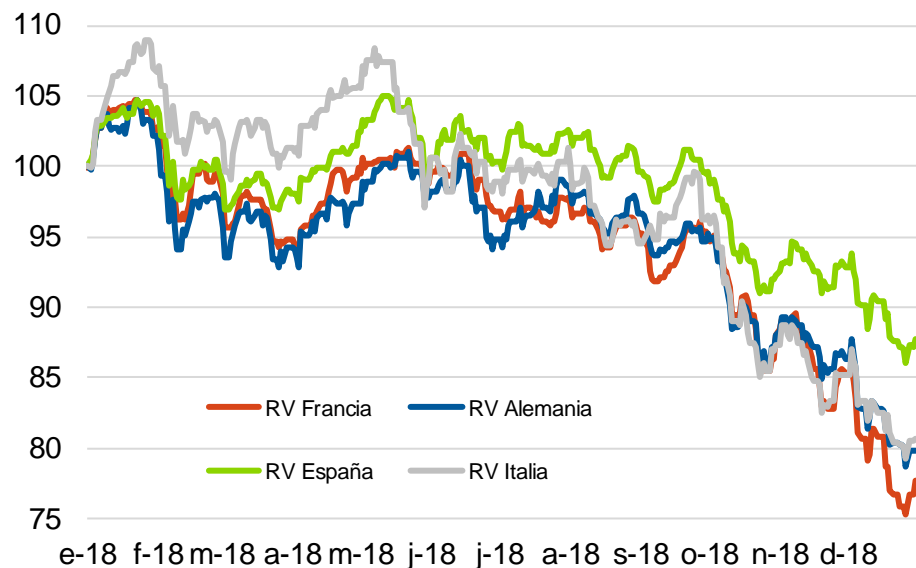
\*\* Yield net of hedging cost

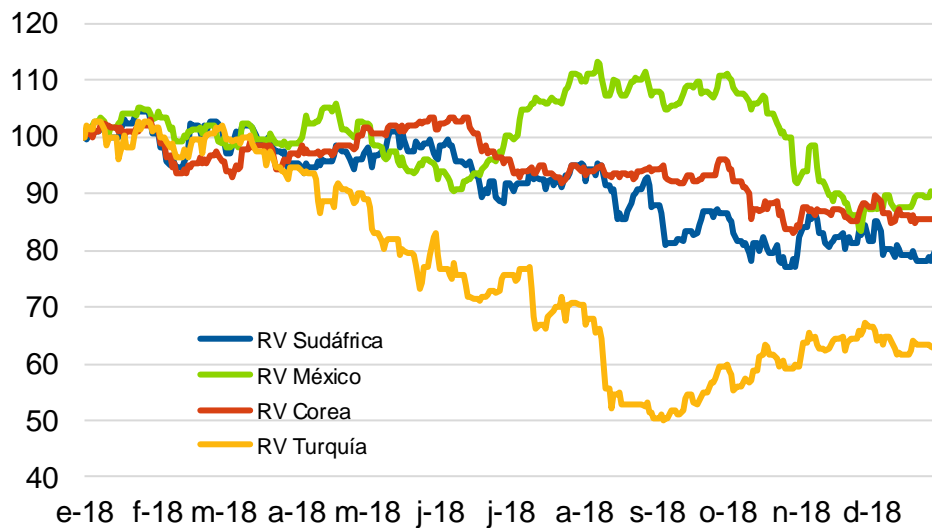
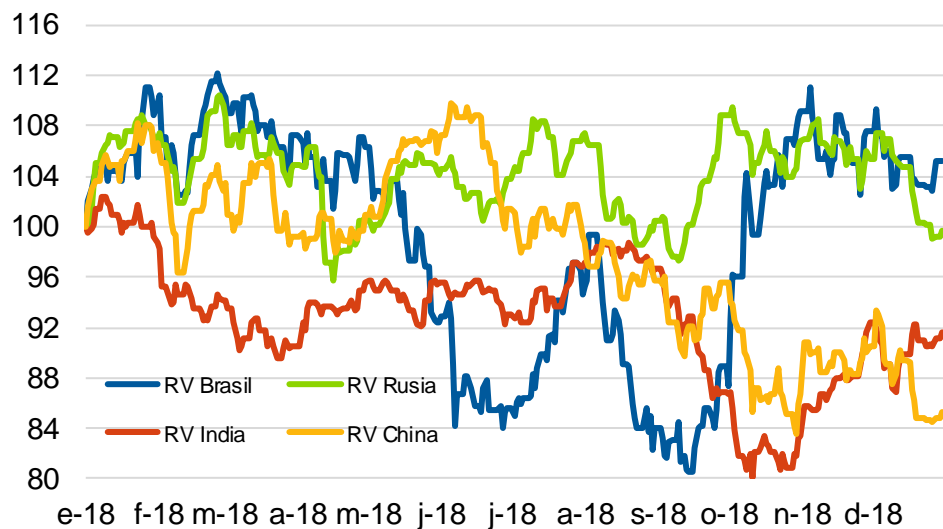
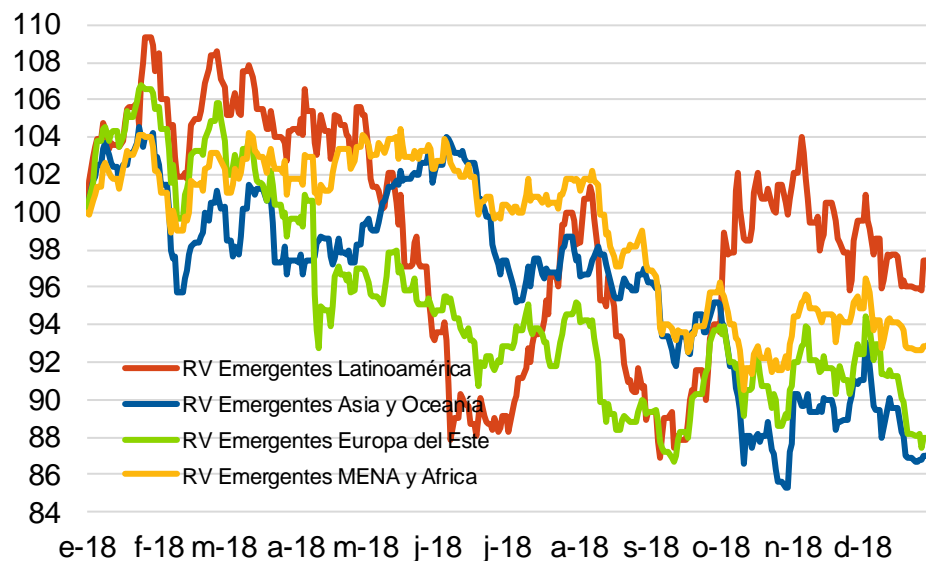
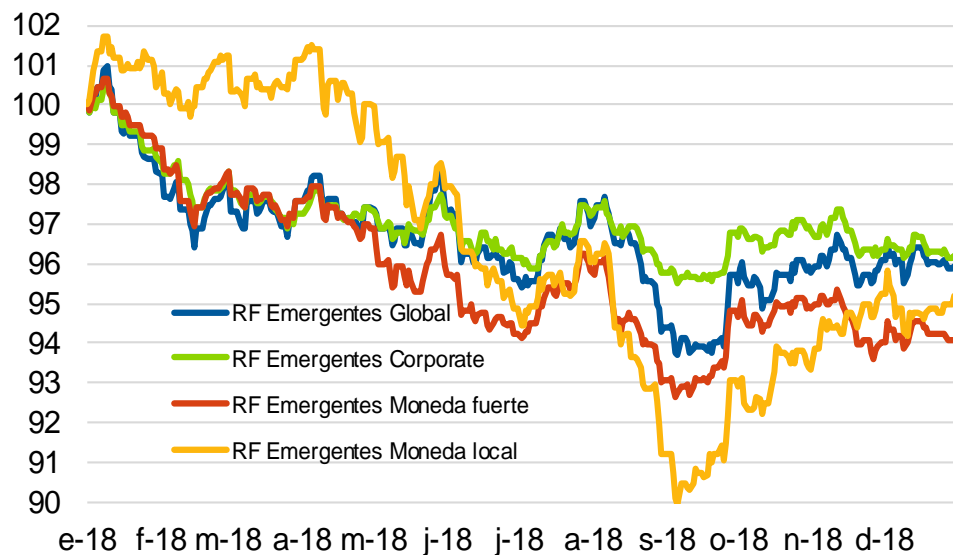
Credit Spread Duration :	FRN EUR	1,72
	FRN USD	2,81

# Esta vez la RV EEUU se suma a las caídas y el USD se aprecia...

## Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión

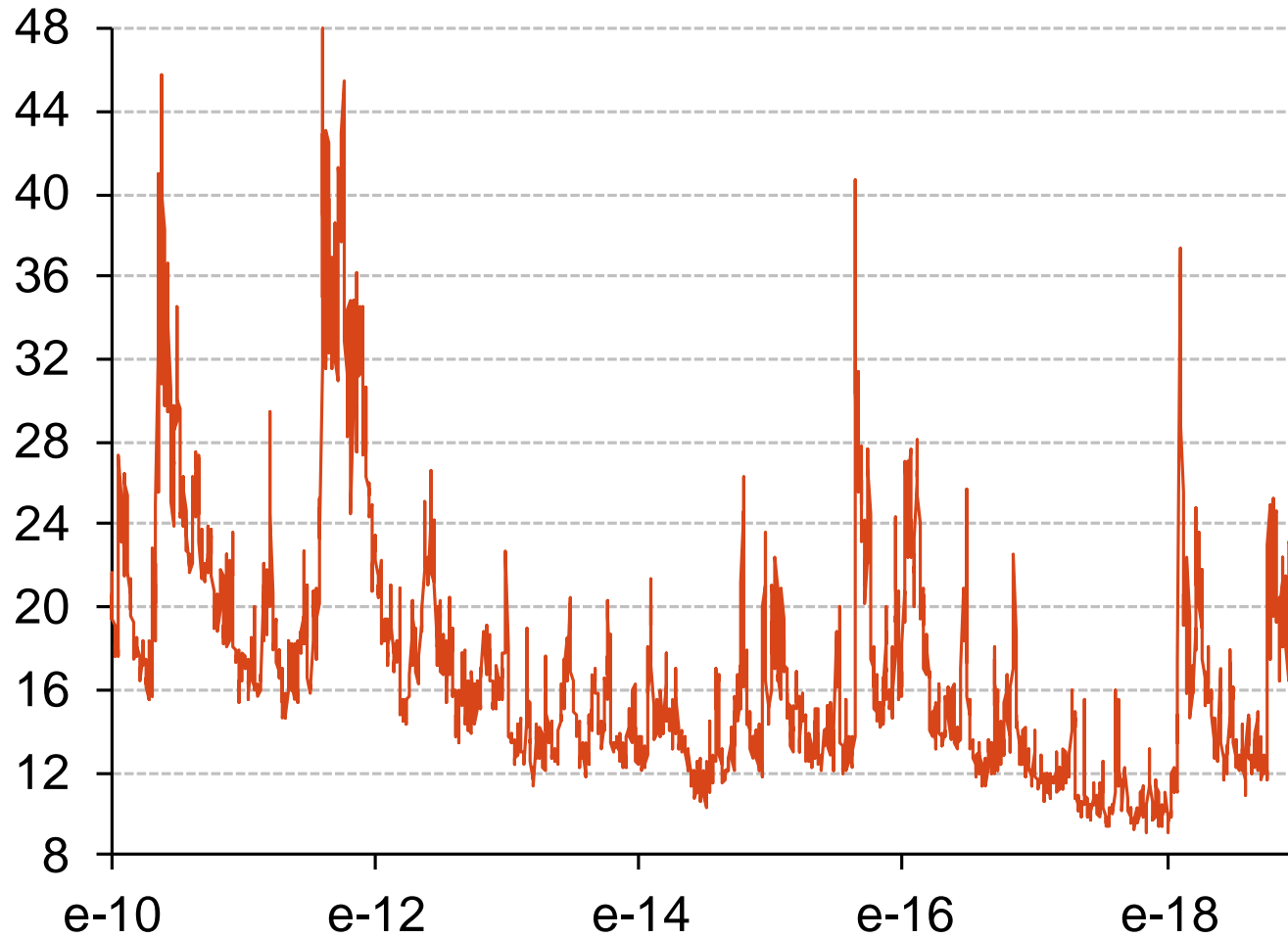




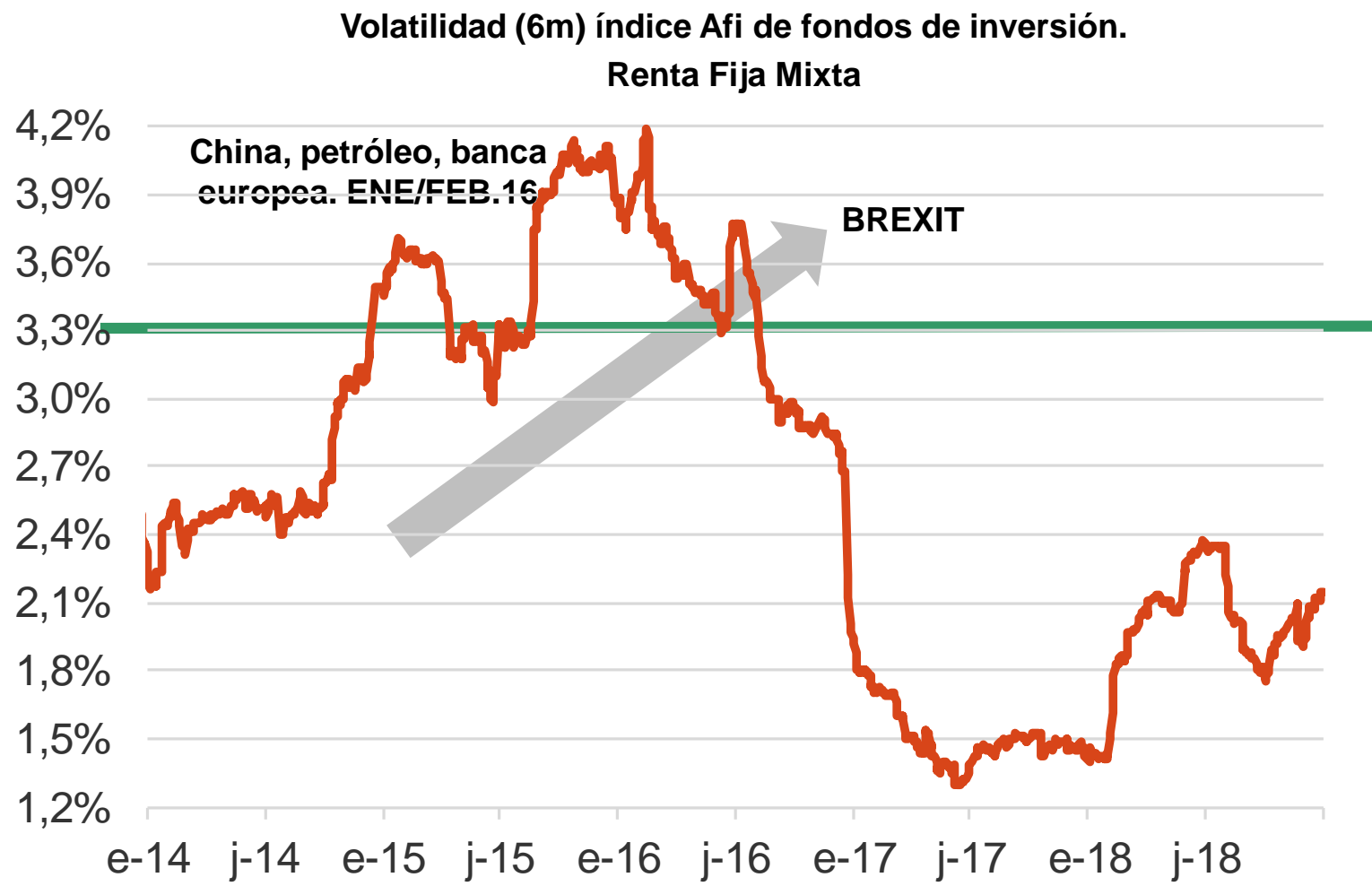


## Nuevo repunte de la volatilidad...

Evolución del VIX

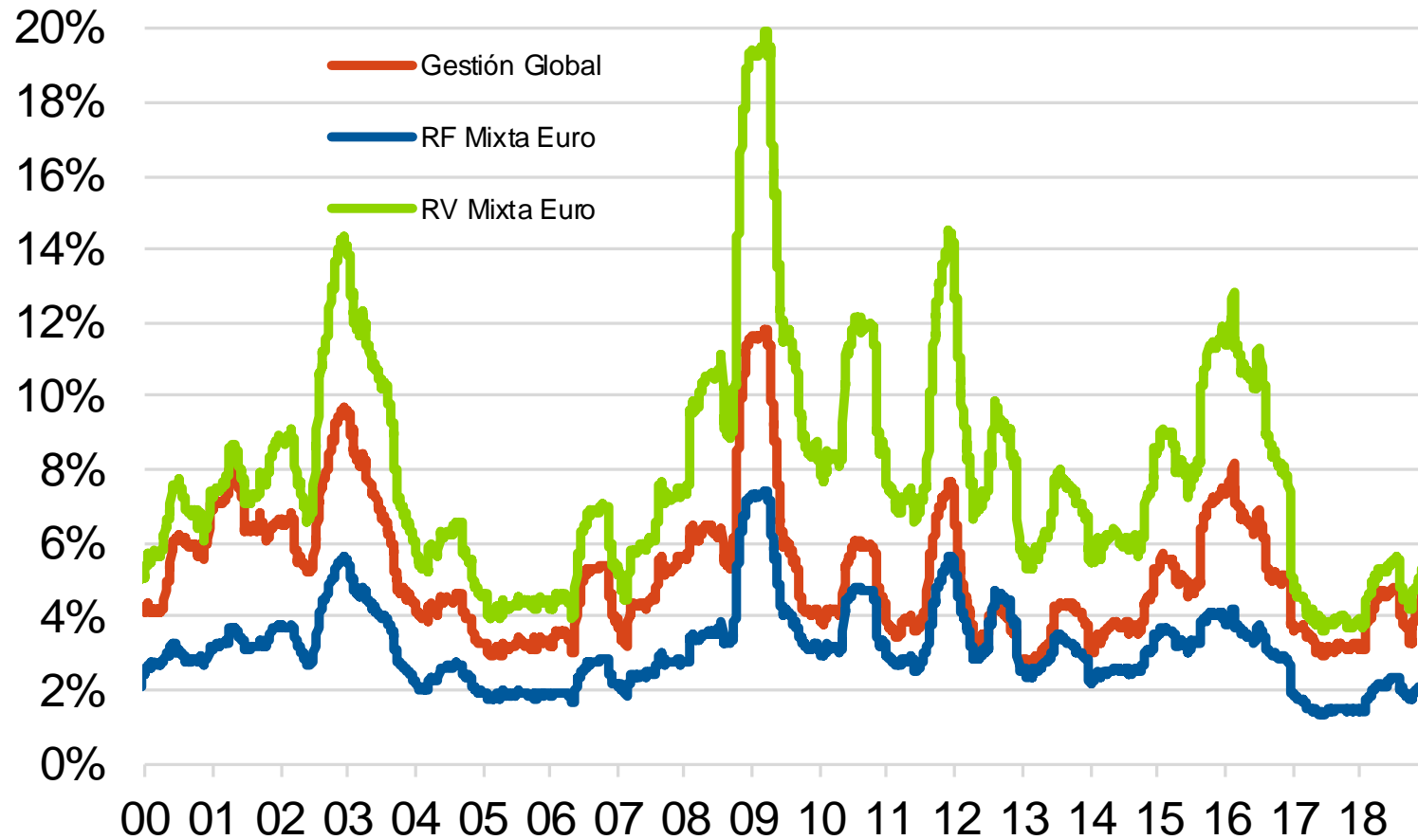


... suficiente como para que poco a poco se vaya alejando de los mínimos...



... si bien persiste en cotas reducidas...

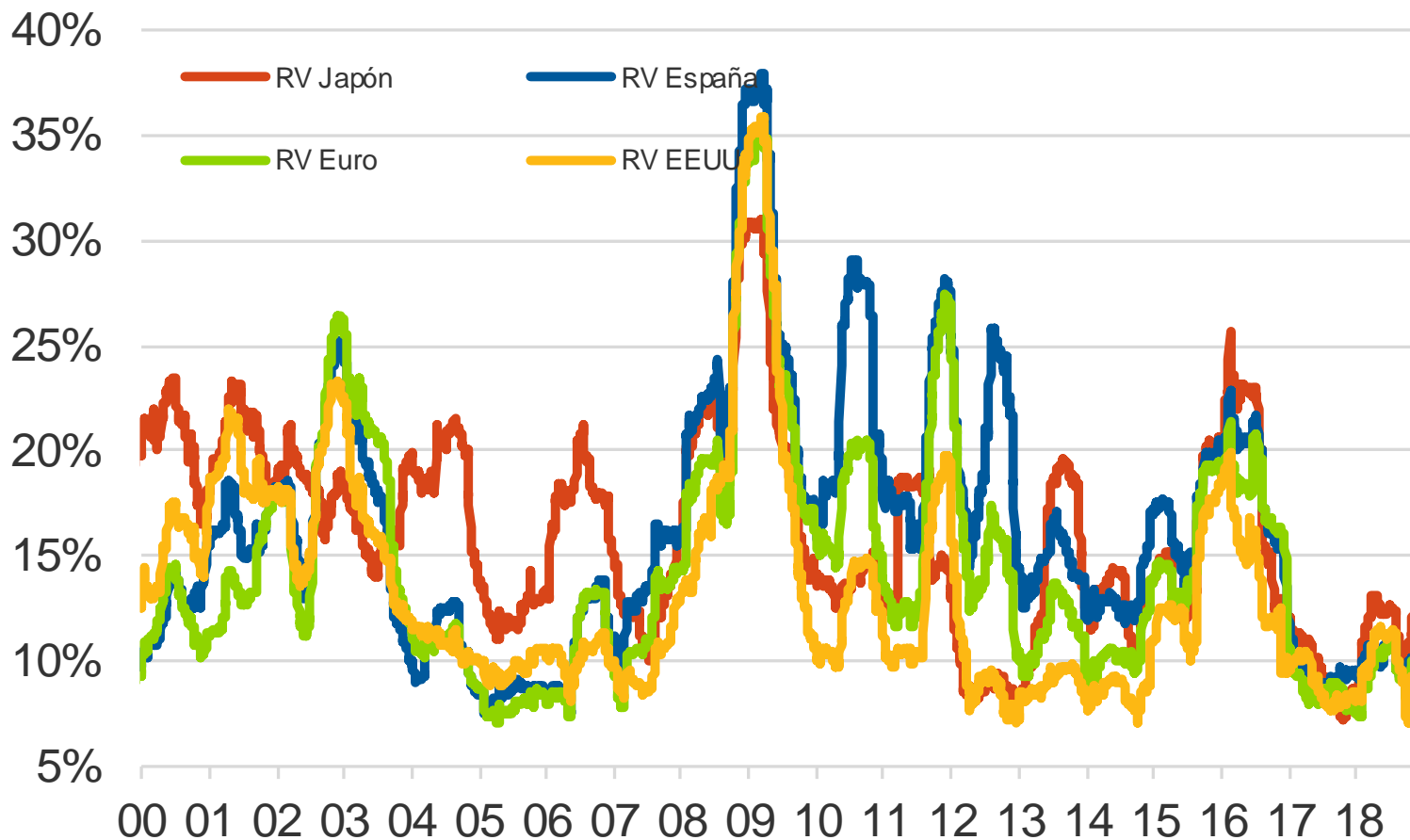
**Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión.  
Renta Fija Mixta, Gestión Global y Renta Variable Mixta**





... en todos los activos financieros.

**Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión**

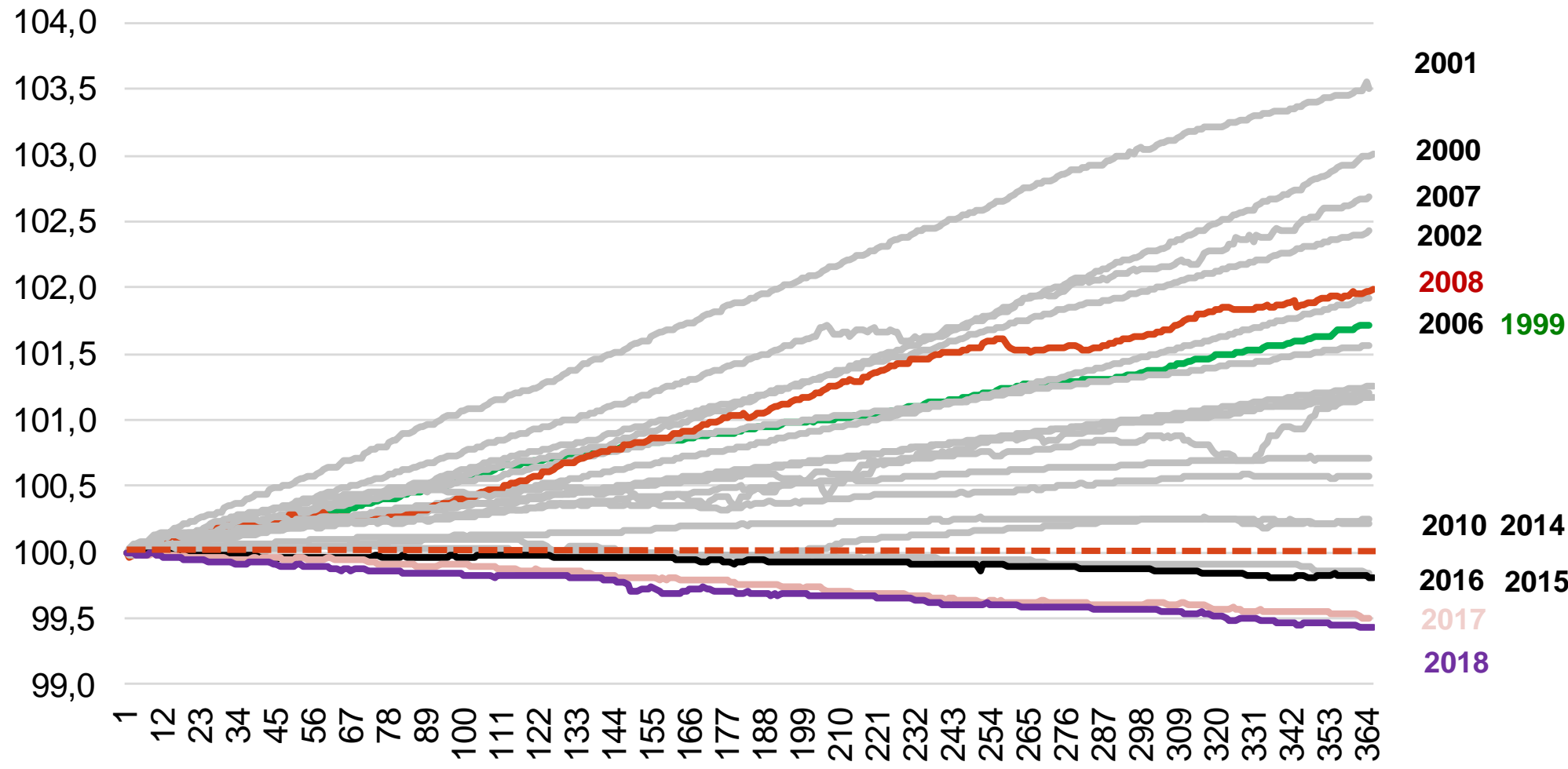


## Volatilidad índices AFI de fondos de inversión

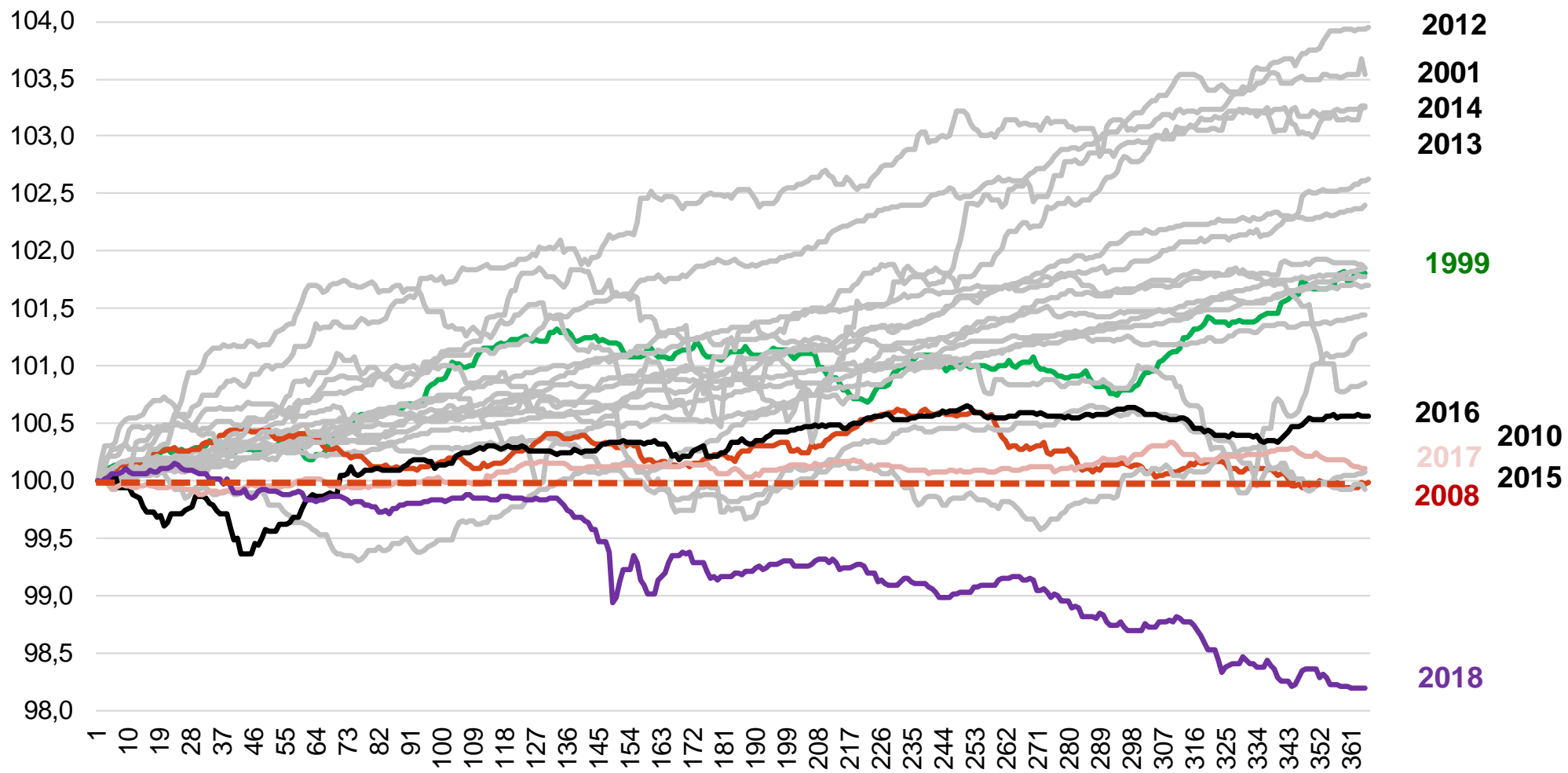
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 *	Diferencia (2017-2013)	Diferencia (2018-2017)	1999-2018	Diferencia (2017-histórica)
Monetarios EUR	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	-0,1%
Monetarios USD	12,2%	10,9%	9,8%	6,6%	7,1%	5,6%	11,2%	8,7%	7,2%	6,8%	0,1%	-0,4%	9,4%	-2,2%
Monetarios GBP	12,0%	9,4%	5,6%	4,6%	7,0%	5,3%	10,3%	11,8%	7,4%	6,0%	0,3%	-1,3%	7,5%	-0,2%
Monetarios Intern.	6,6%	6,8%	7,4%	3,1%	4,4%	2,8%	8,1%	7,5%	4,5%	3,8%	0,1%	-0,7%	5,4%	-0,9%
RF Corto	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	0,9%	0,7%	0,8%	0,5%	0,3%	0,7%	-0,6%	0,5%	0,6%	-0,3%
RF Largo	2,2%	1,7%	2,2%	1,8%	1,9%	1,3%	2,3%	1,8%	1,5%	1,4%	-0,5%	-0,1%	1,7%	-0,2%
RF HY	6,2%	4,3%	4,6%	2,5%	2,6%	2,8%	4,2%	3,9%	2,6%	2,6%	0,0%	0,0%	4,0%	-1,4%
RF Emergente	7,1%	6,5%	5,7%	3,9%	5,3%	4,6%	7,2%	5,8%	4,7%	4,5%	-0,6%	-0,2%	7,3%	-2,5%
RF Emergente local	8,0%	6,8%	6,4%	4,4%	6,5%	5,8%	8,8%	7,4%	5,3%	5,3%	-1,2%	0,1%	8,3%	-3,1%
RF Emergente Corp	n.d.	n.d.	6,0%	4,1%	4,6%	3,1%	4,3%	3,3%	3,0%	2,9%	-1,5%	-0,1%	4,1%	-1,0%
RF Convertible	4,5%	4,9%	5,0%	3,0%	3,5%	3,9%	5,6%	4,7%	3,1%	4,0%	-0,4%	0,9%	4,8%	-1,7%
RF Mixta Euro	3,6%	3,9%	4,3%	3,4%	2,9%	3,0%	3,6%	3,0%	1,4%	2,2%	-1,5%	0,8%	3,3%	-1,9%
RV Mixta Euro	10,1%	10,0%	11,0%	7,5%	6,8%	7,3%	9,9%	8,8%	3,8%	5,6%	-3,0%	1,9%	8,4%	-4,6%
Gestión Global	5,1%	5,0%	5,9%	3,4%	3,8%	4,5%	6,2%	5,6%	3,1%	4,9%	-0,7%	1,8%	5,4%	-2,3%
Renta variable	14,3%	11,2%	13,4%	7,2%	7,7%	8,2%	13,1%	11,3%	6,5%	9,5%	-1,2%	2,9%	11,7%	-5,2%
Euro	20,1%	17,1%	20,6%	13,3%	11,6%	11,9%	16,3%	16,6%	8,0%	11,3%	-3,6%	3,3%	15,3%	-7,4%
España	21,1%	23,7%	22,4%	19,0%	14,6%	14,9%	17,4%	17,4%	9,0%	11,0%	-5,6%	2,0%	17,1%	-8,1%
Alemania	22,0%	15,9%	22,6%	12,9%	11,9%	13,2%	19,4%	17,7%	9,0%	13,6%	-3,0%	4,6%	17,2%	-8,3%
Francia	21,4%	19,4%	21,8%	12,9%	12,3%	12,9%	17,4%	17,3%	9,0%	12,5%	-3,3%	3,5%	17,1%	-8,1%
Italia	15,1%	11,2%	19,1%	14,1%	14,3%	16,9%	18,9%	22,3%	11,2%	15,2%	-3,2%	4,0%	15,8%	-4,7%
Suiza	16,5%	11,8%	15,0%	8,4%	9,7%	9,3%	16,6%	14,3%	8,2%	11,8%	-1,5%	3,6%	13,6%	-5,4%
R. Unido	21,6%	16,0%	15,6%	9,7%	10,6%	11,4%	16,5%	18,2%	8,5%	11,0%	-2,1%	2,5%	16,4%	-7,8%
Suecia	29,2%	21,1%	23,2%	12,7%	12,2%	12,5%	15,7%	17,3%	8,8%	11,2%	-3,4%	2,5%	20,0%	-11,3%
Holanda	28,1%	19,5%	21,4%	13,5%	13,0%	14,4%	20,9%	18,3%	8,9%	13,2%	-4,1%	4,3%	20,1%	-11,2%
Grecia	40,1%	40,1%	43,7%	40,3%	32,7%	34,9%	48,9%	31,8%	17,2%	19,6%	-15,5%	2,4%	36,0%	-18,9%
EEUU	16,6%	12,5%	15,0%	8,2%	8,9%	9,8%	15,0%	13,2%	8,3%	12,1%	-0,6%	3,8%	14,1%	-5,8%
Canadá	30,4%	17,8%	19,8%	11,5%	12,2%	14,2%	19,5%	19,2%	11,6%	13,8%	-0,5%	2,1%	20,0%	-8,4%
Japón	17,2%	13,4%	16,0%	8,5%	15,7%	13,8%	16,7%	18,2%	9,0%	13,3%	-6,6%	4,3%	16,6%	-7,6%
Australia	20,0%	16,9%	18,5%	9,1%	13,3%	12,3%	18,7%	17,0%	10,4%	11,1%	-2,8%	0,7%	16,6%	-6,2%
Emergentes	18,2%	13,2%	15,2%	8,8%	10,8%	10,0%	15,6%	13,3%	8,7%	11,4%	-2,0%	2,7%	15,0%	-6,2%

\* Última fecha: 31/12/18

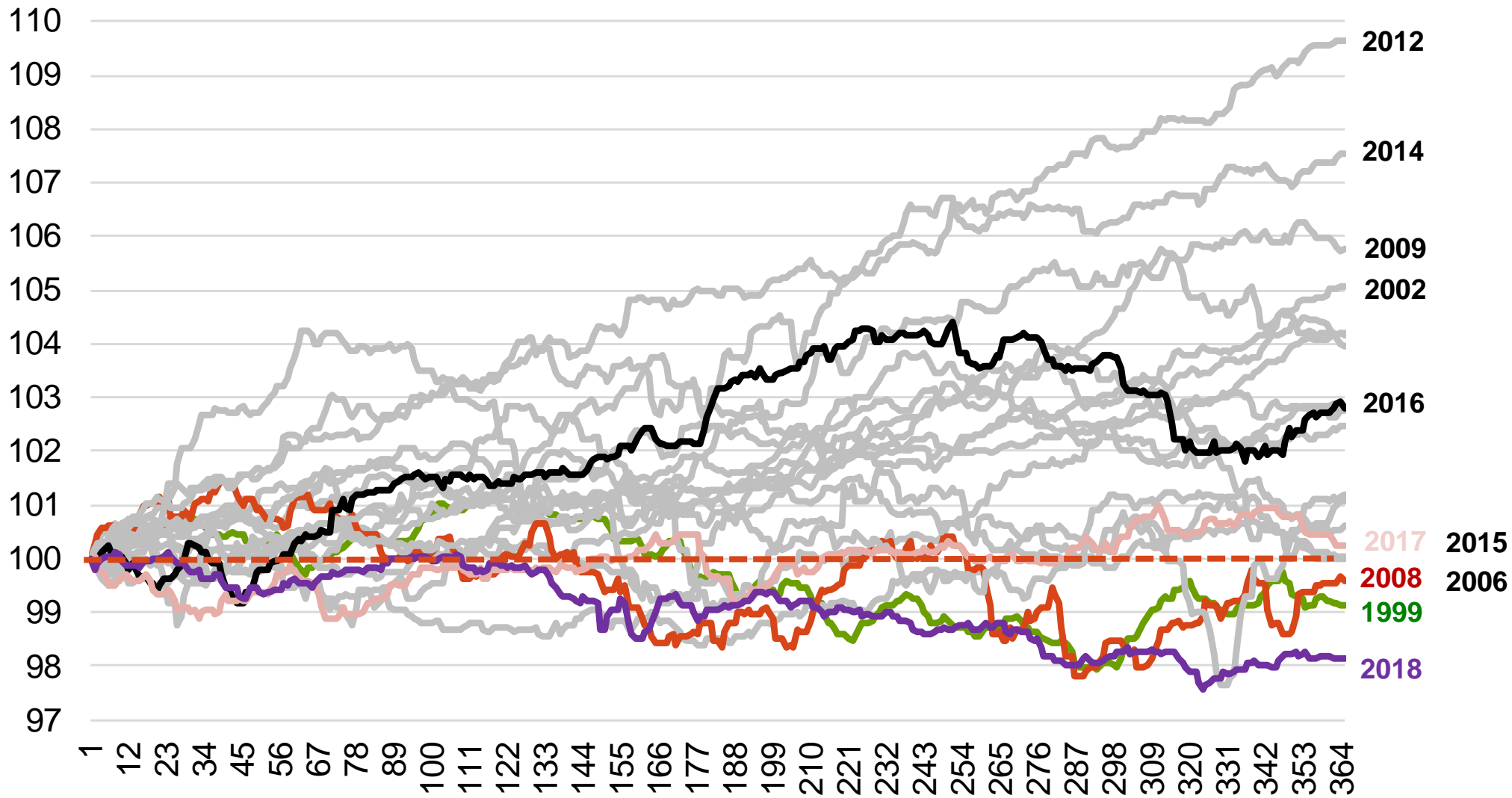
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Monetarios



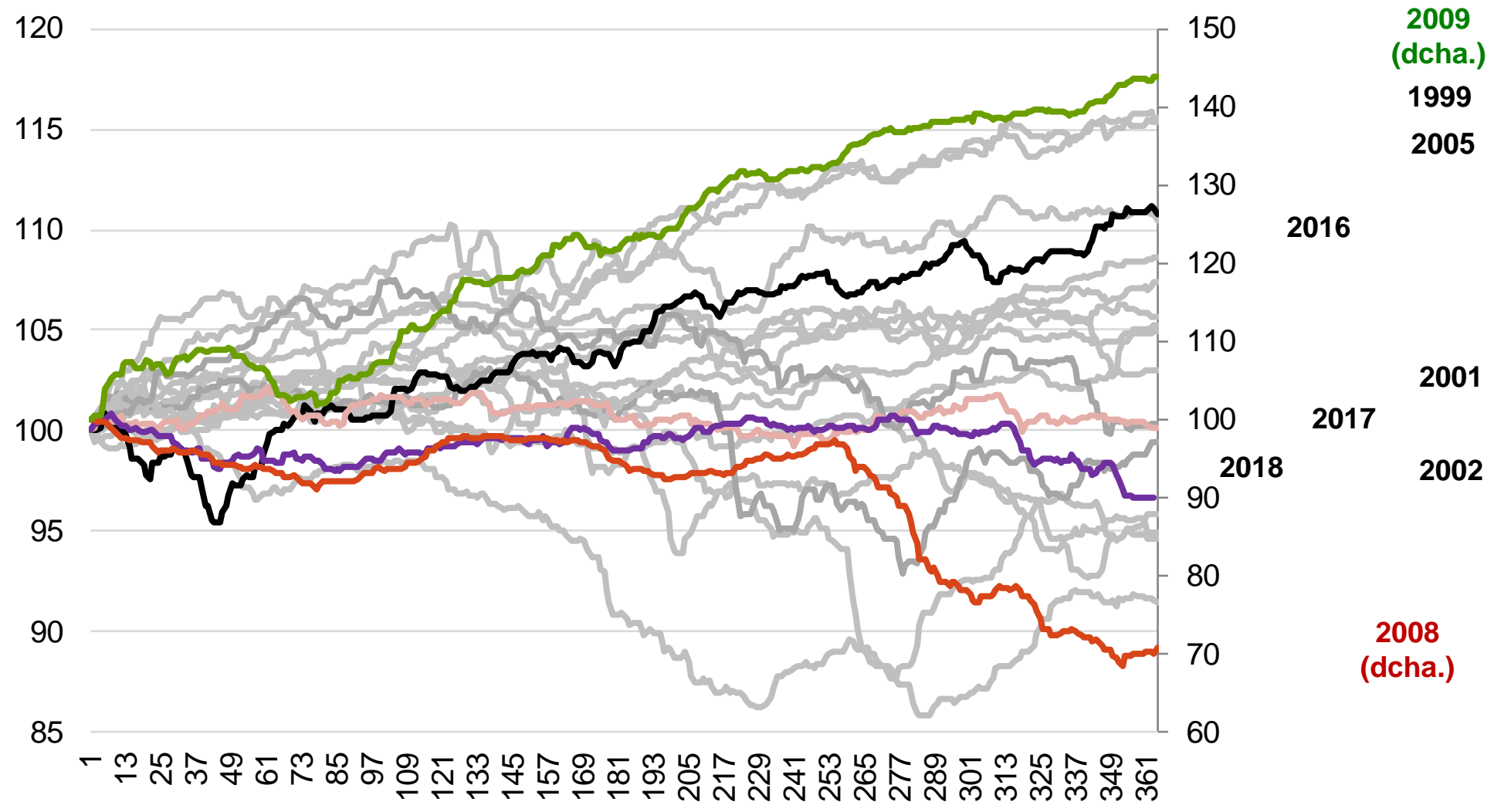
## Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta fija corto plazo



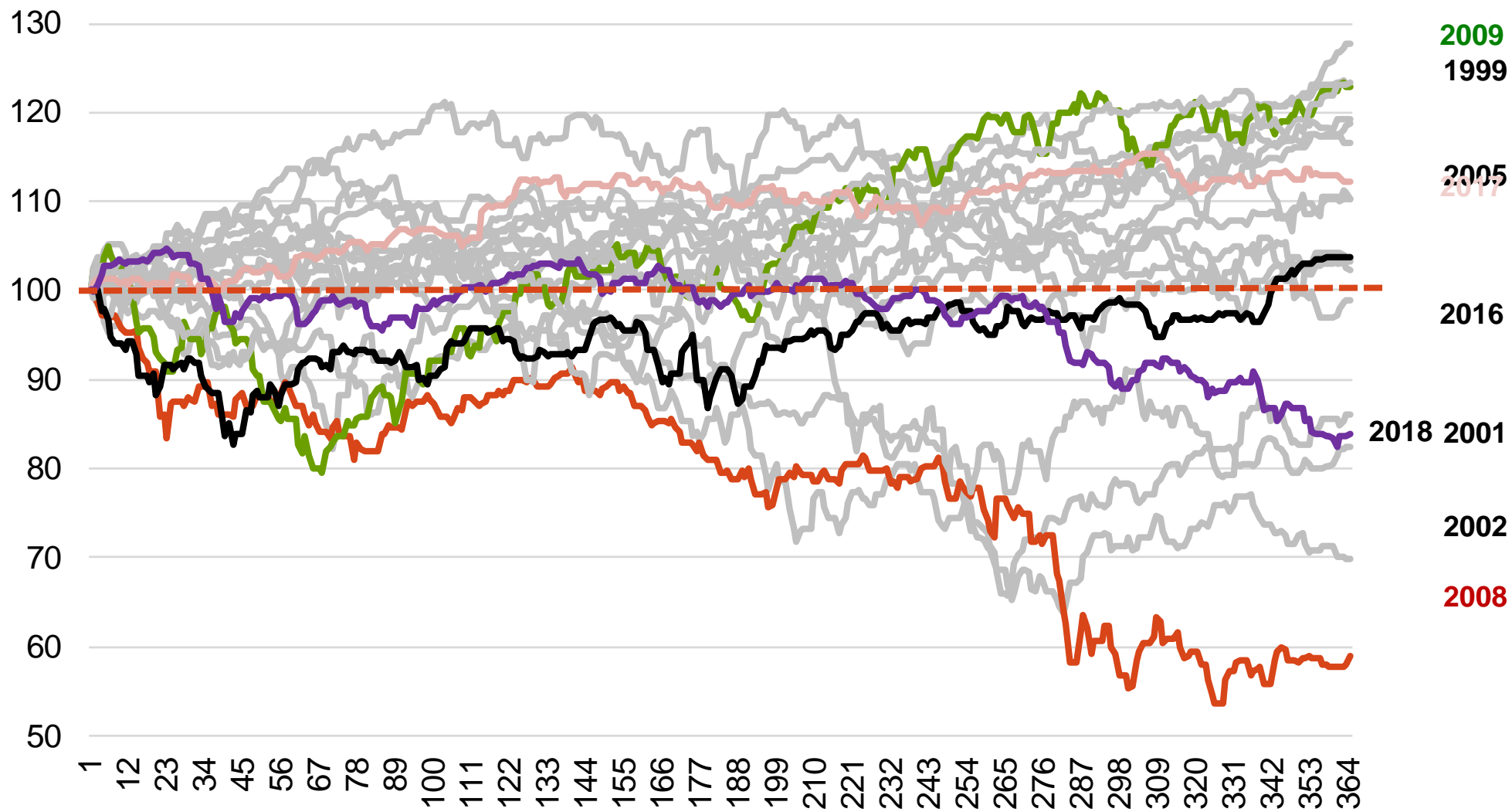
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta Fija largo euro



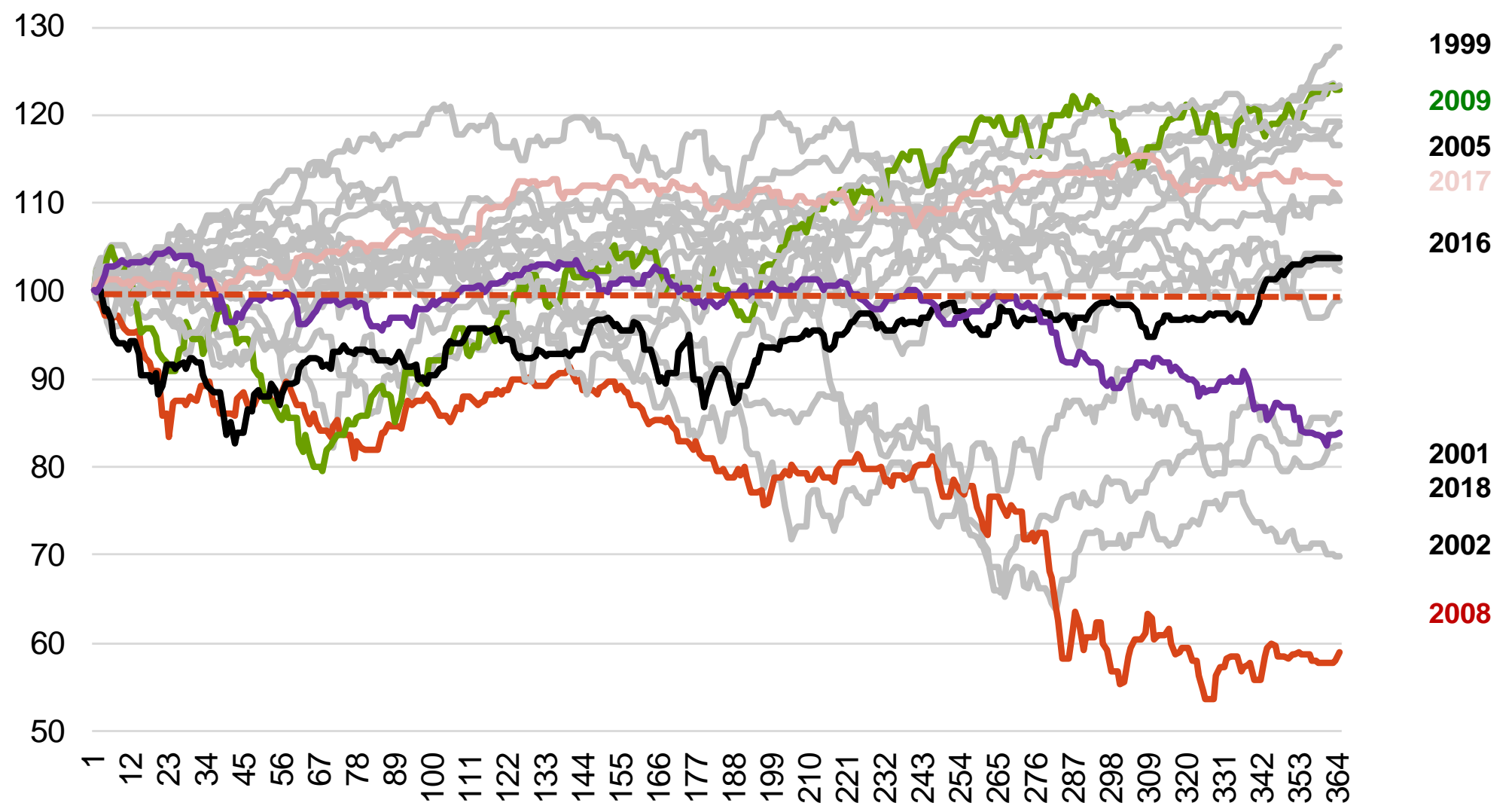
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta Fija HY



## Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable internacional

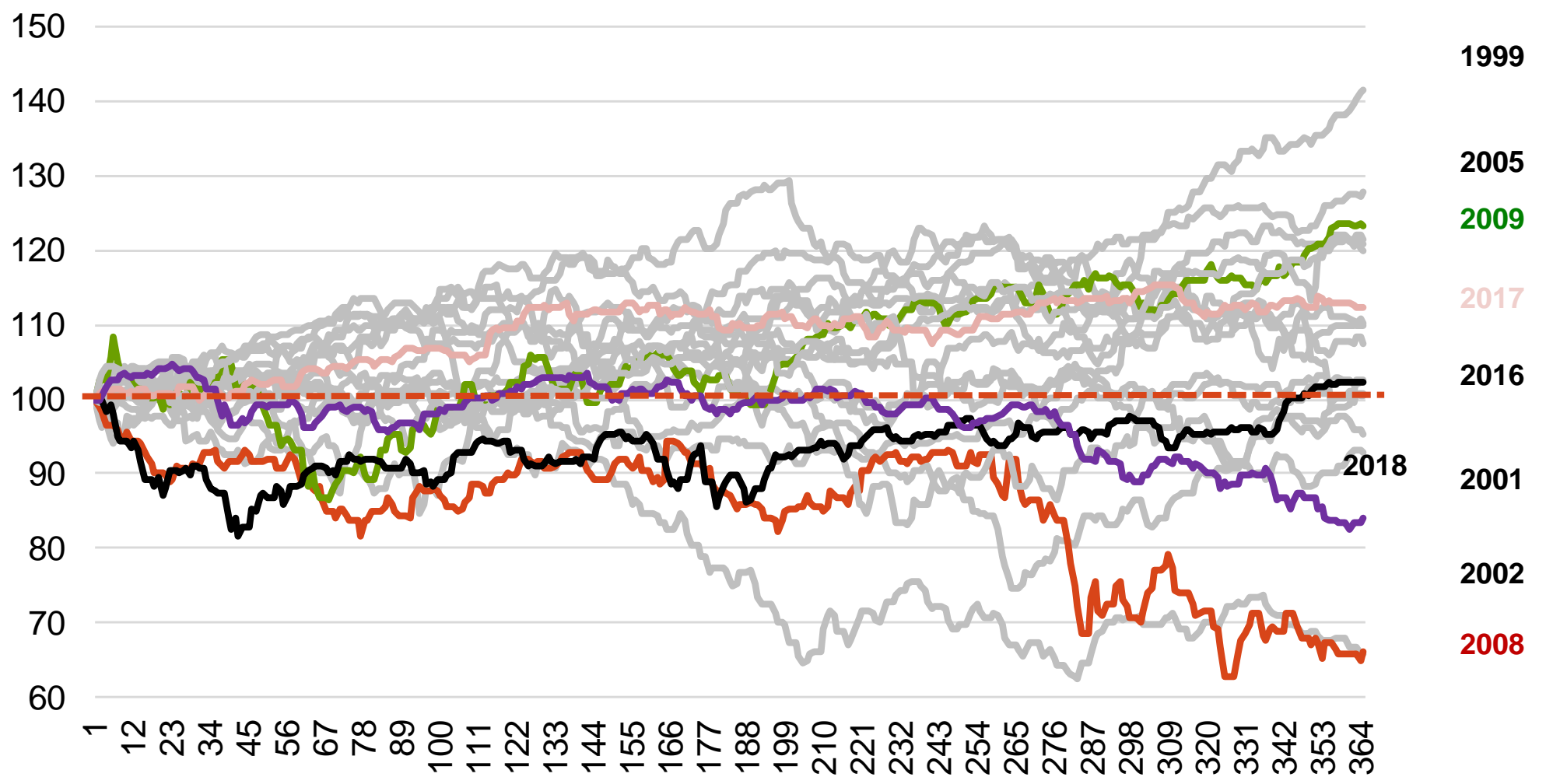


### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable Euro

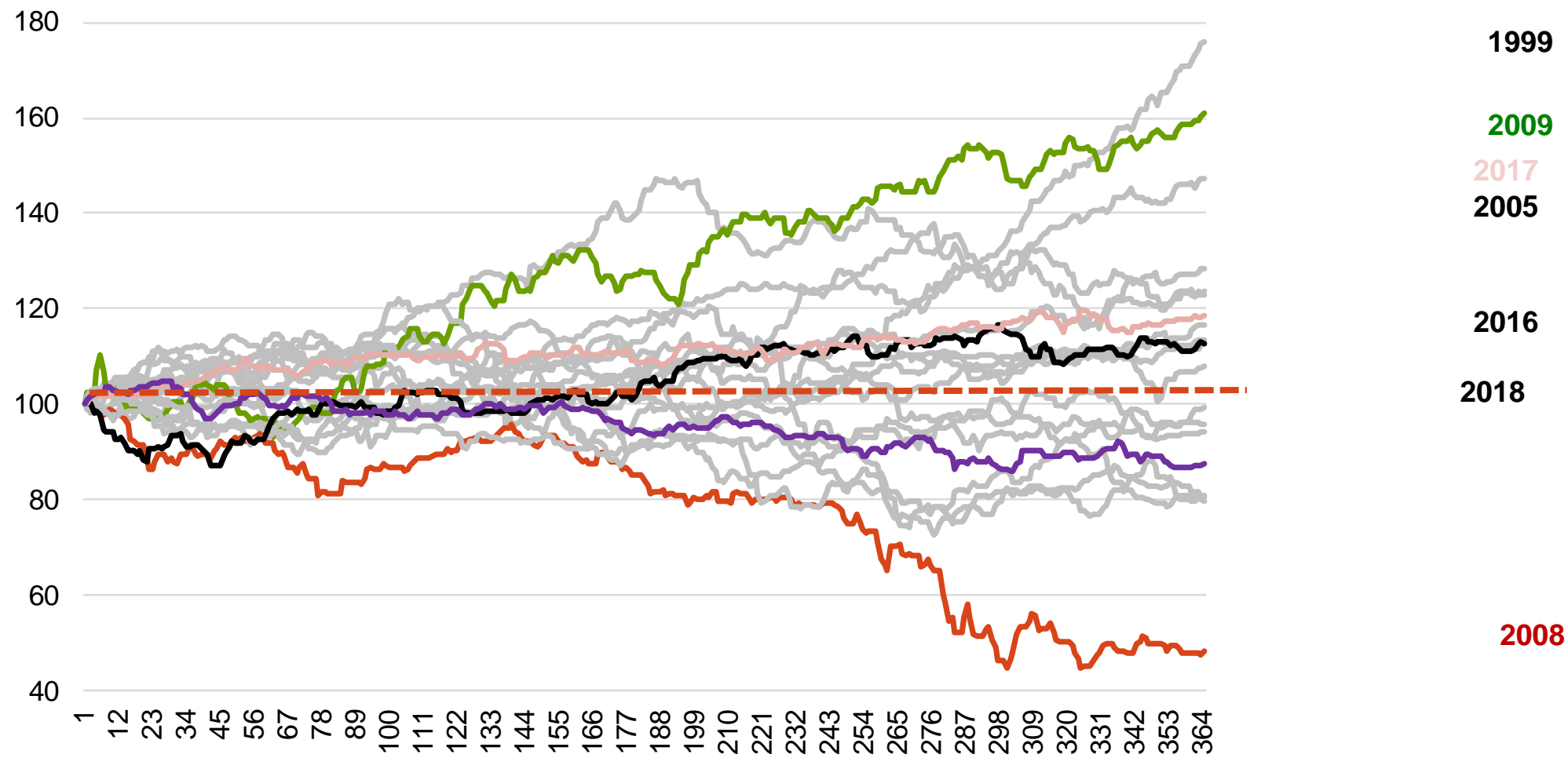




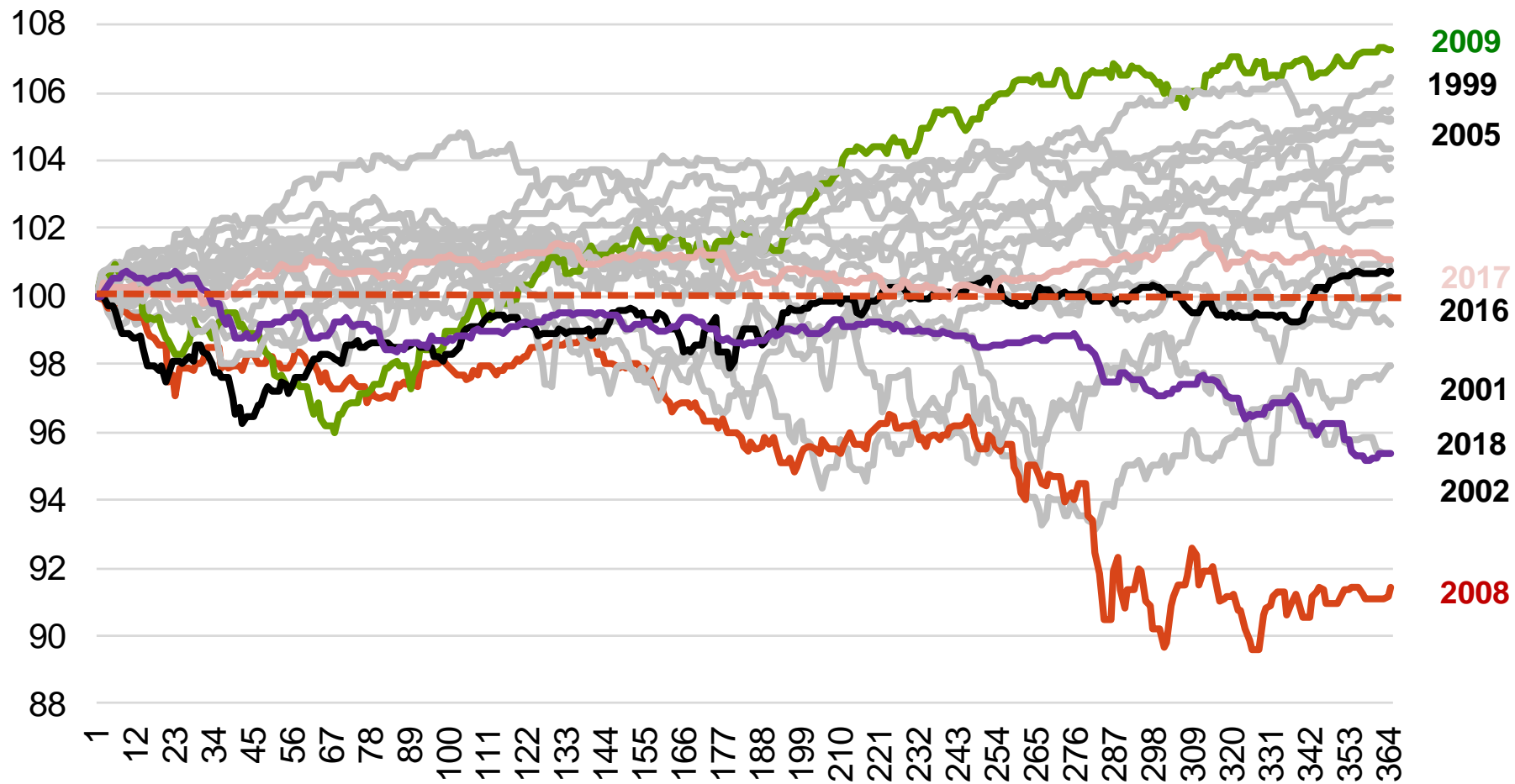
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable EEUU



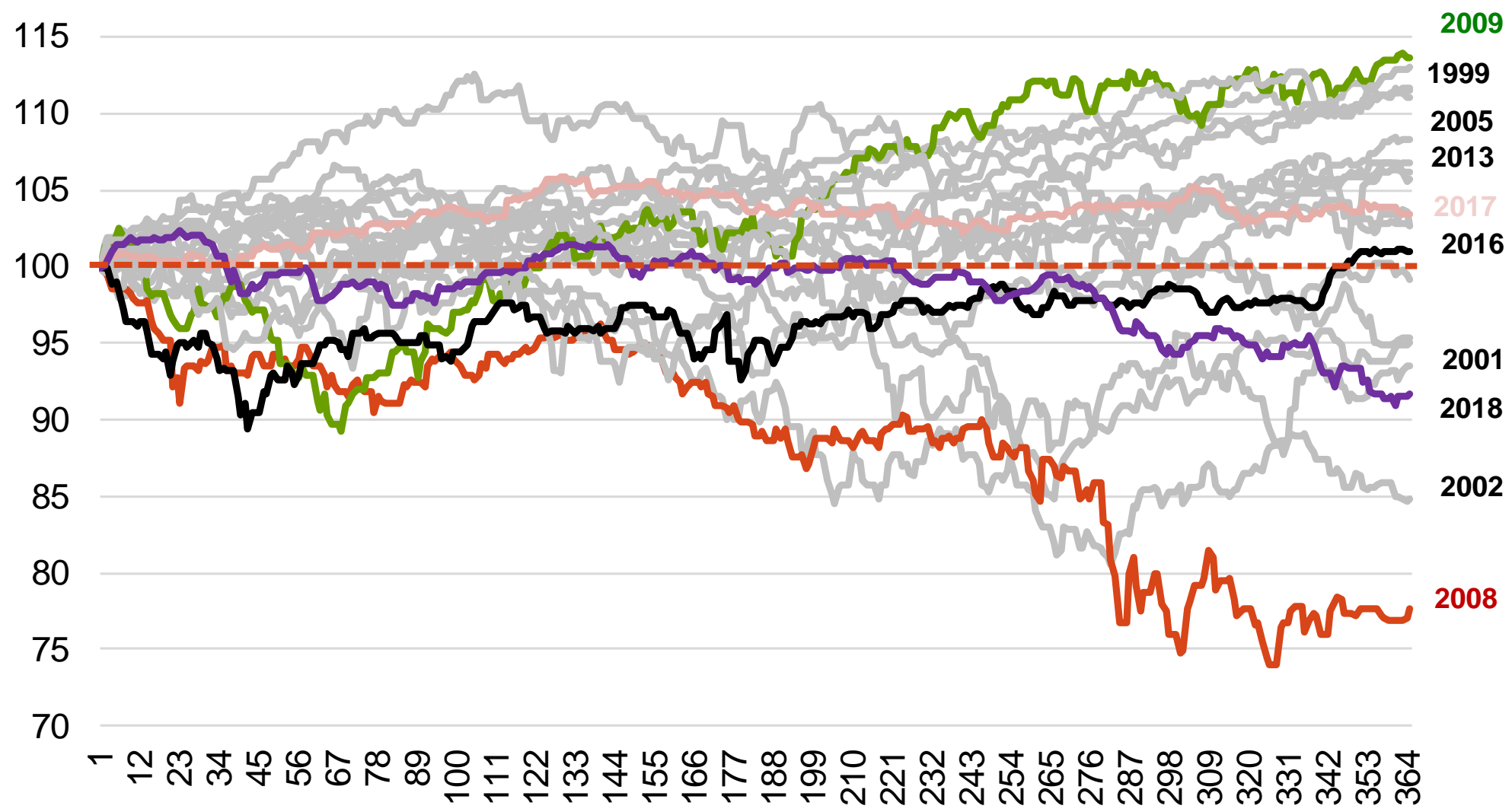
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable emergente



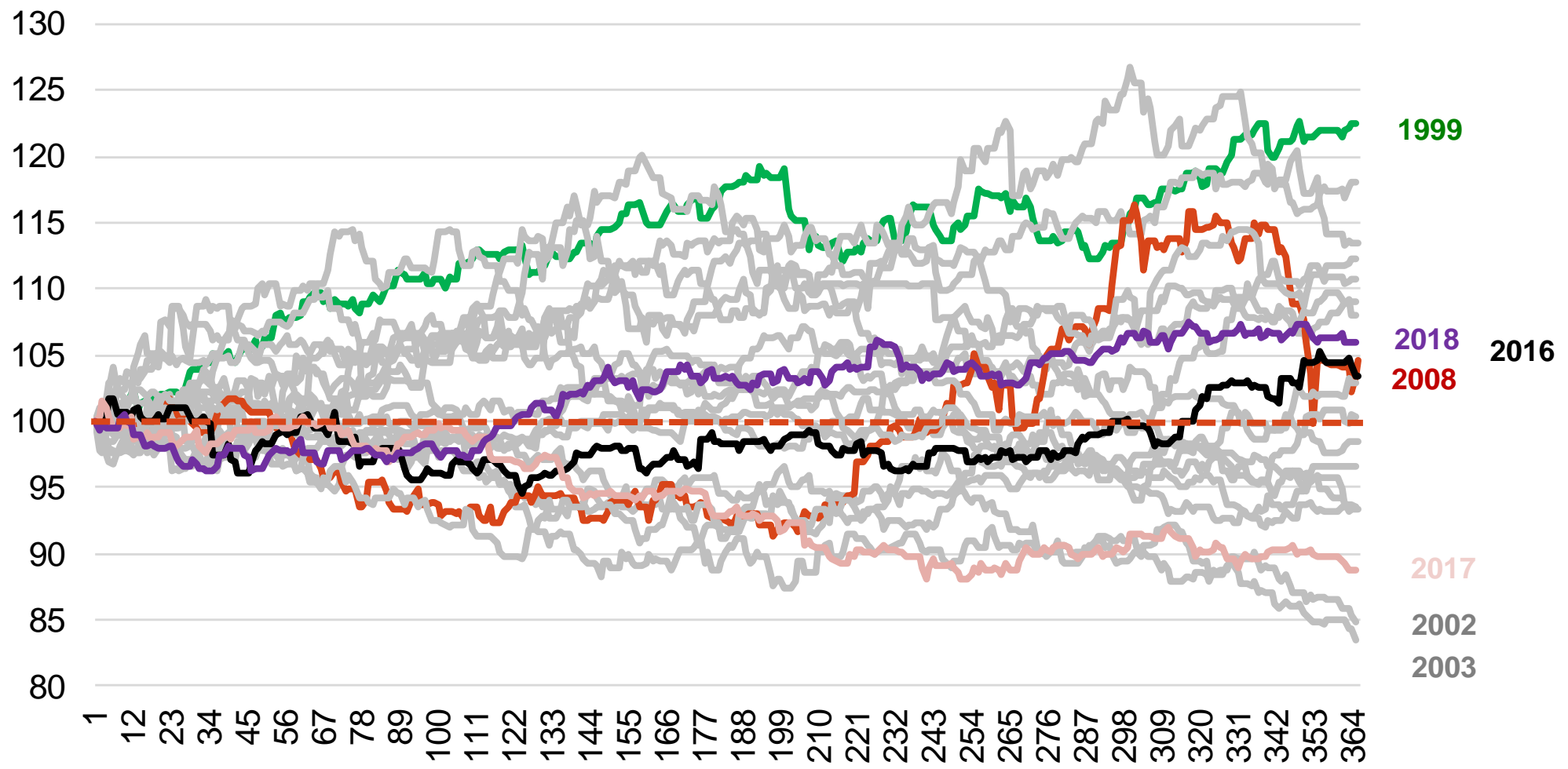
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta fija mixta internacional



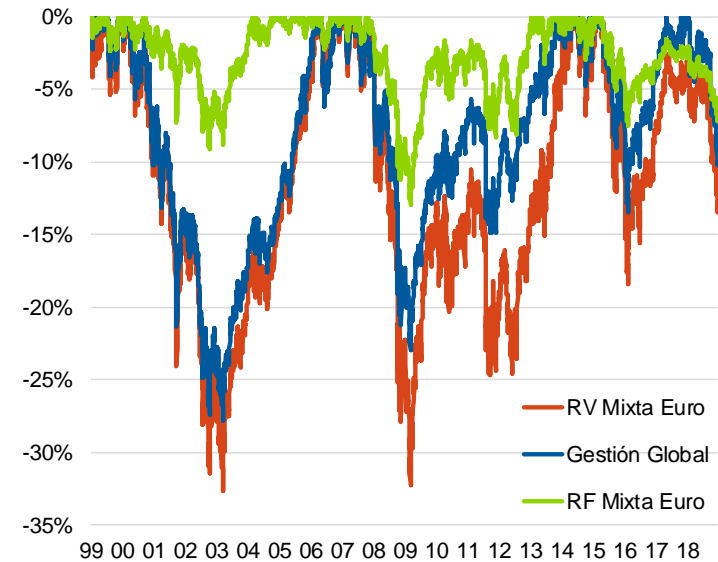
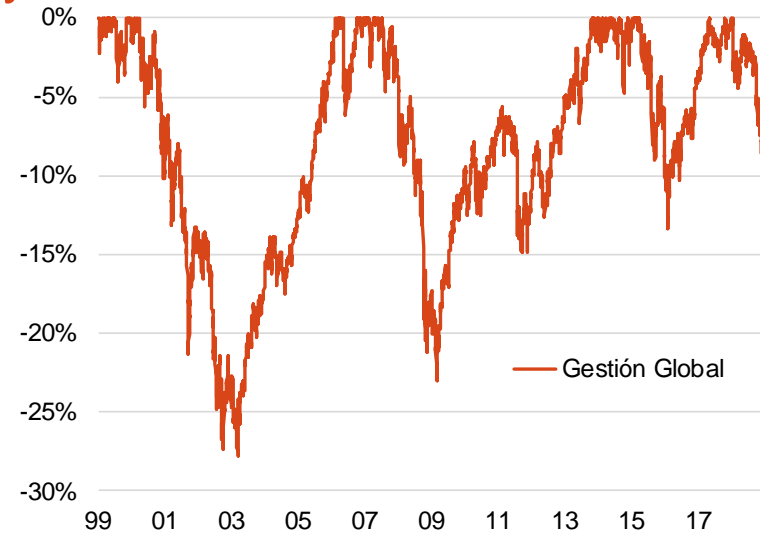
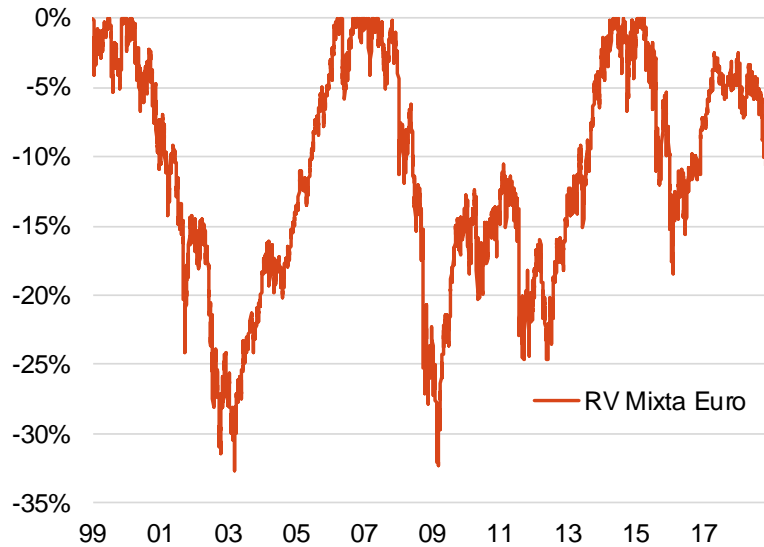
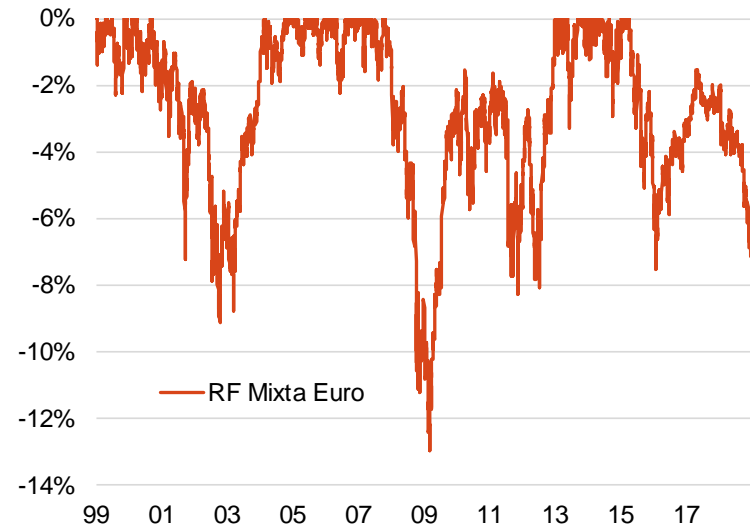
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable mixta euro

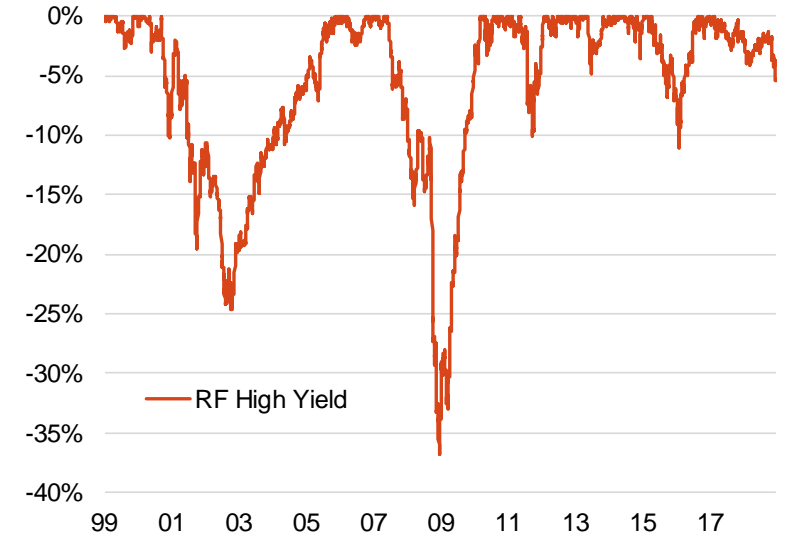
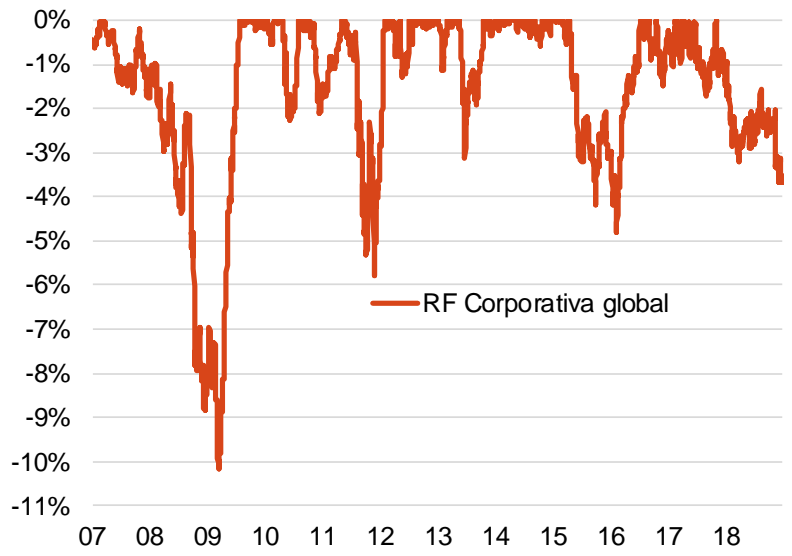
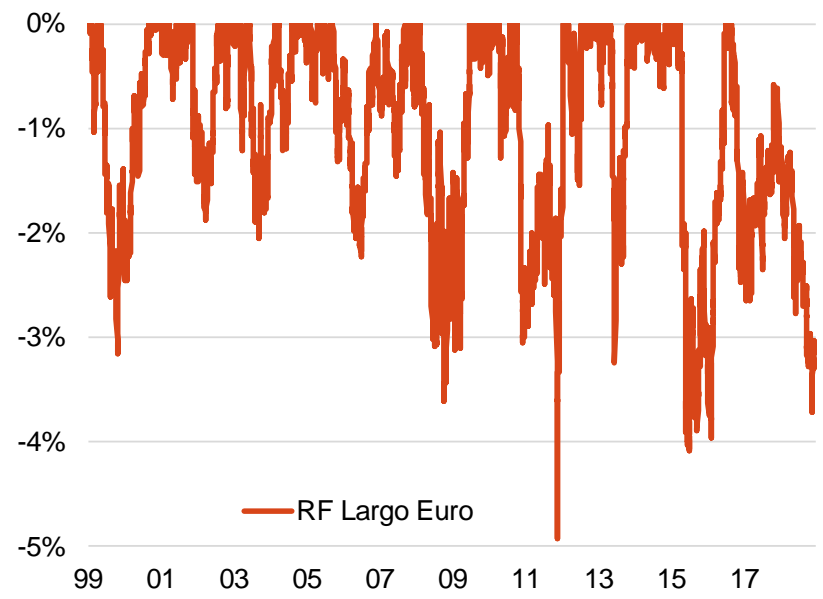
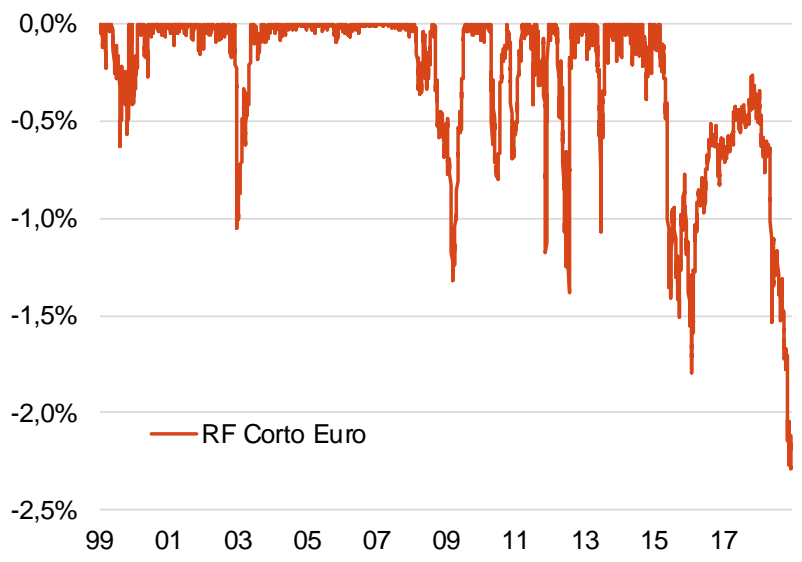


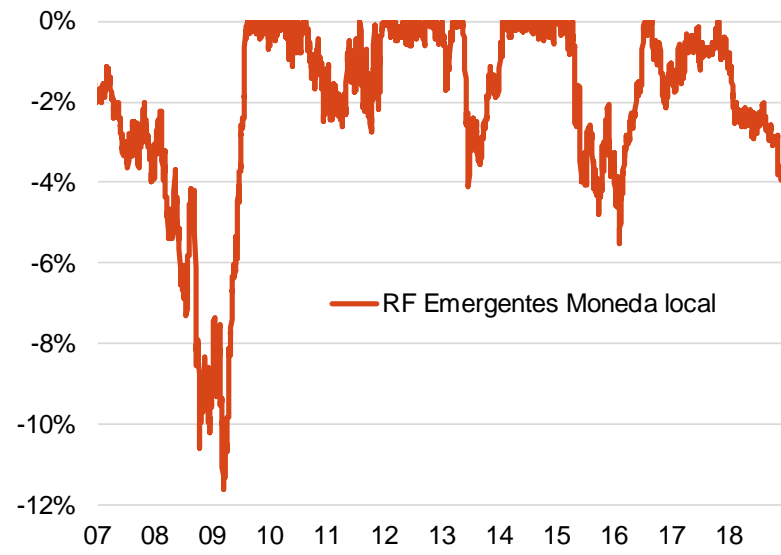
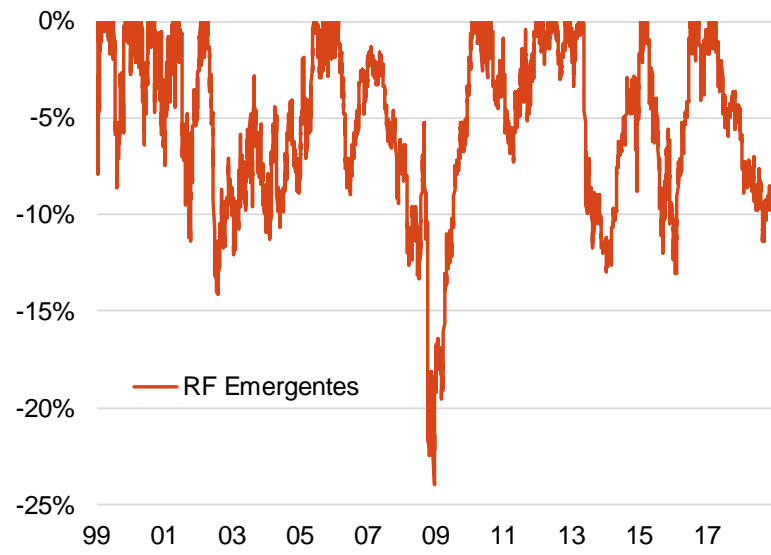
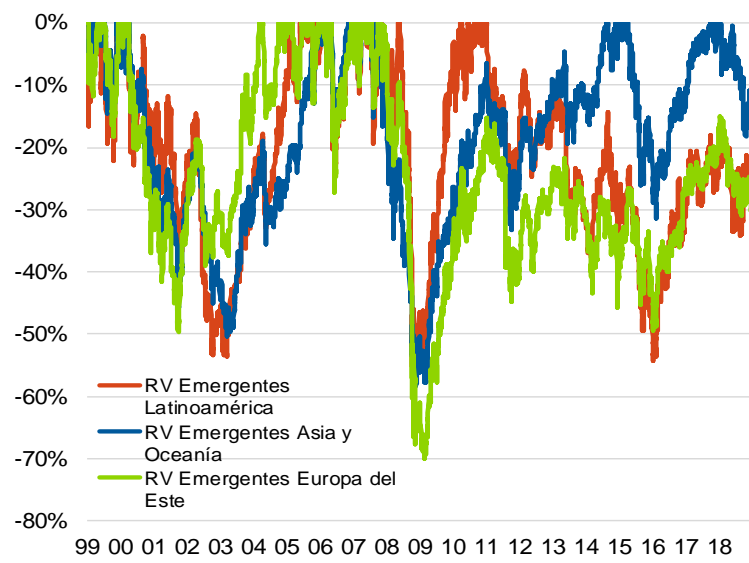
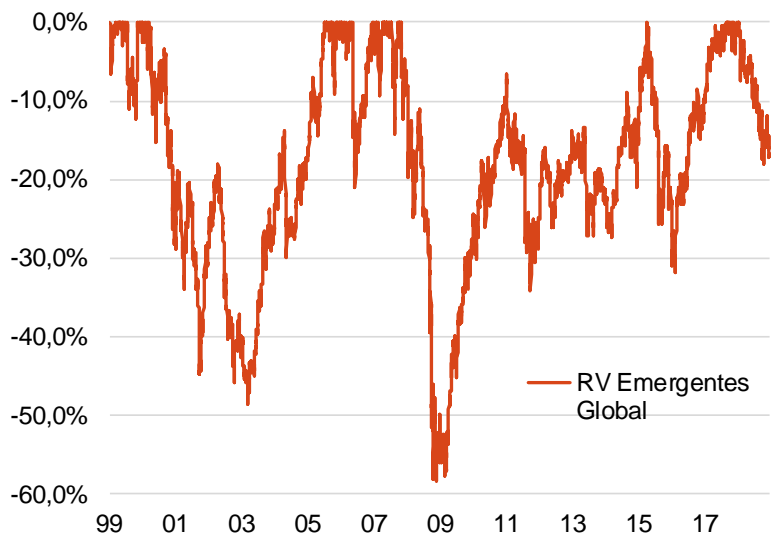
### Evolución índices Afi de fondos de inversión Monetarios USD (en EUR)



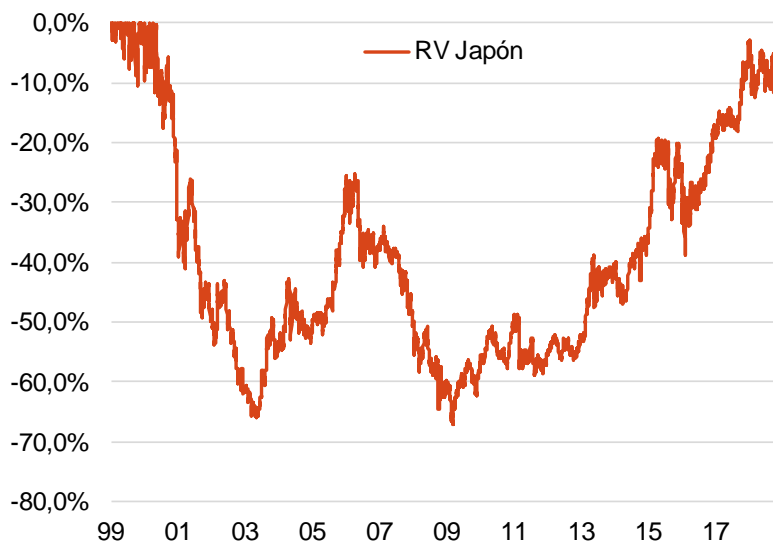
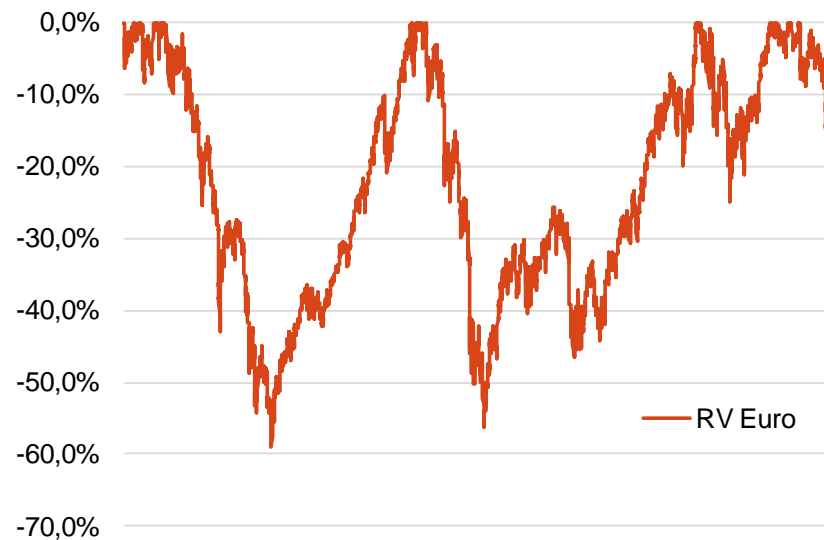
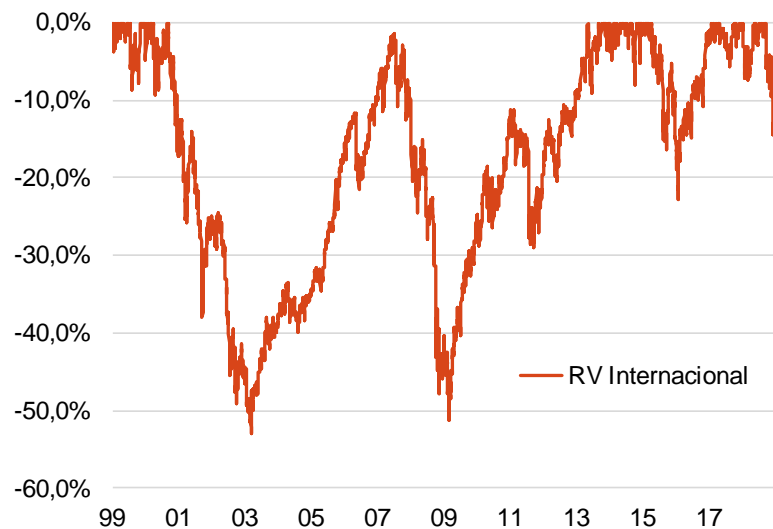
# Los *draw down*, de importante cuantía y sobre todo, duración.









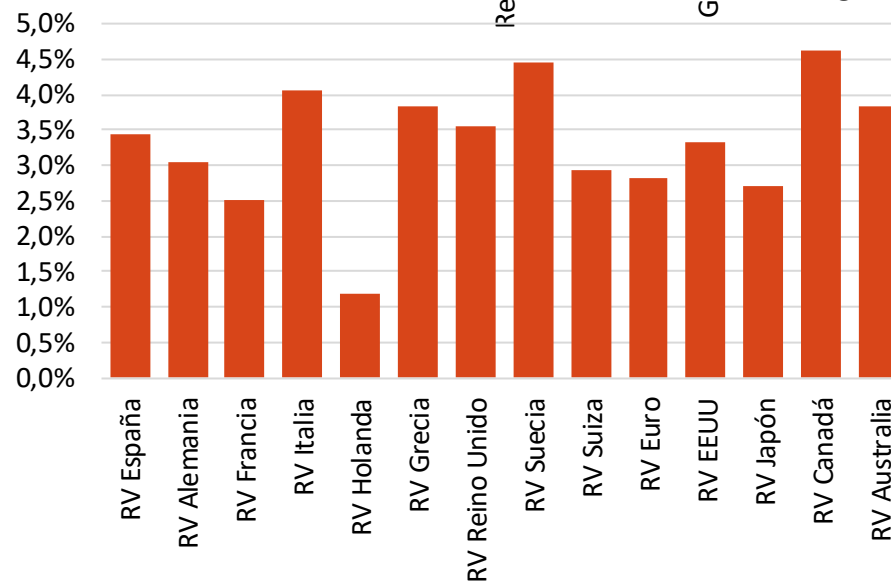
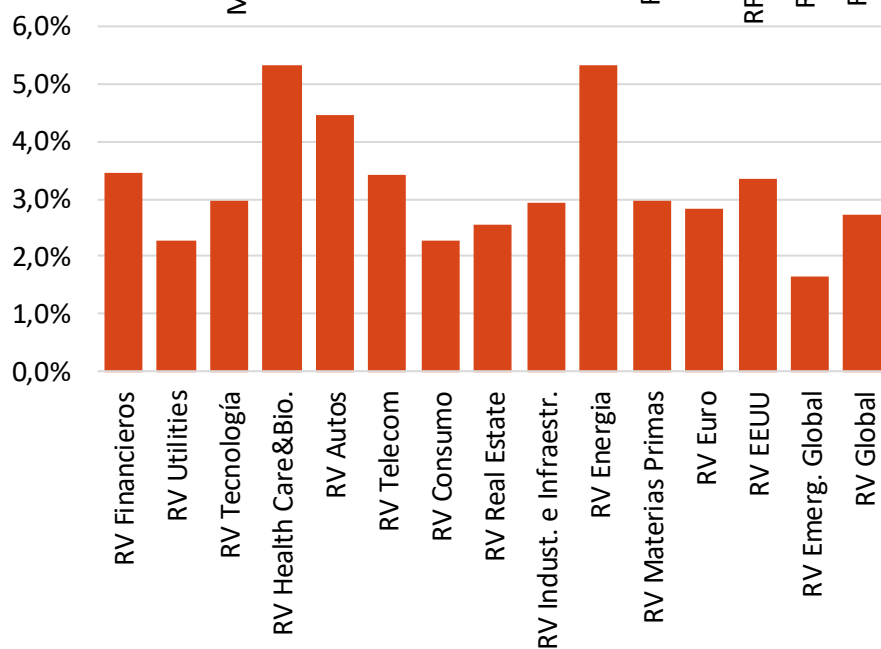
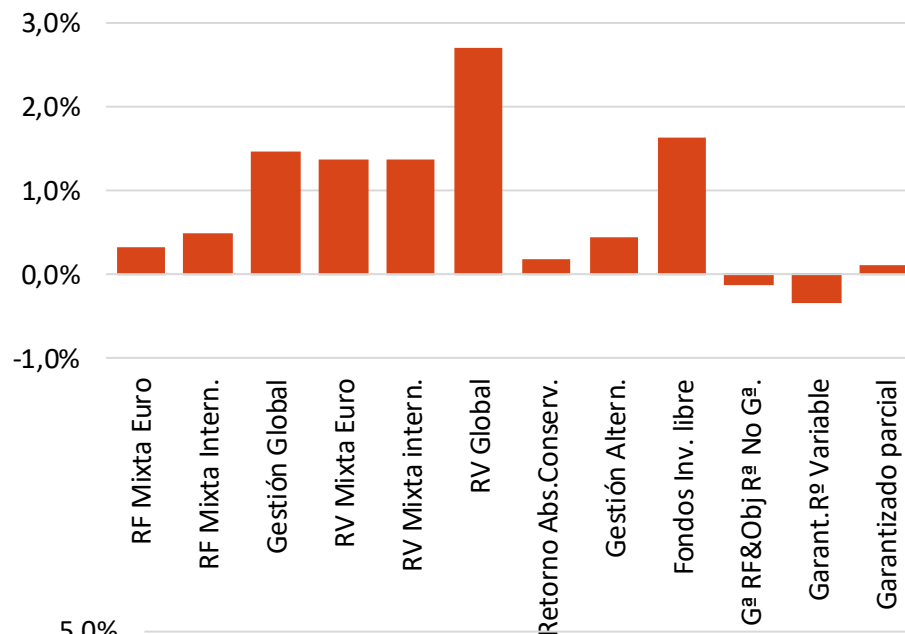
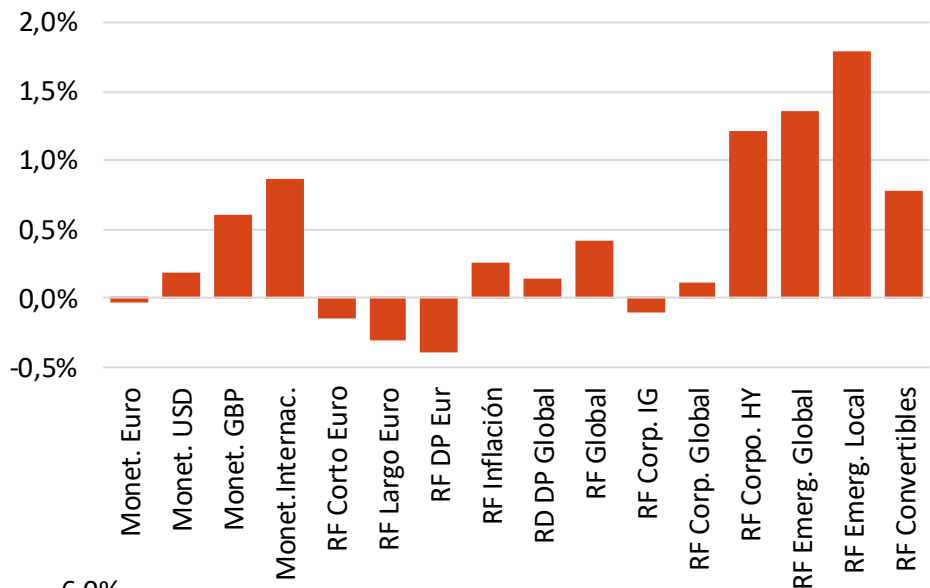


# Arranque de 2019 en positivo

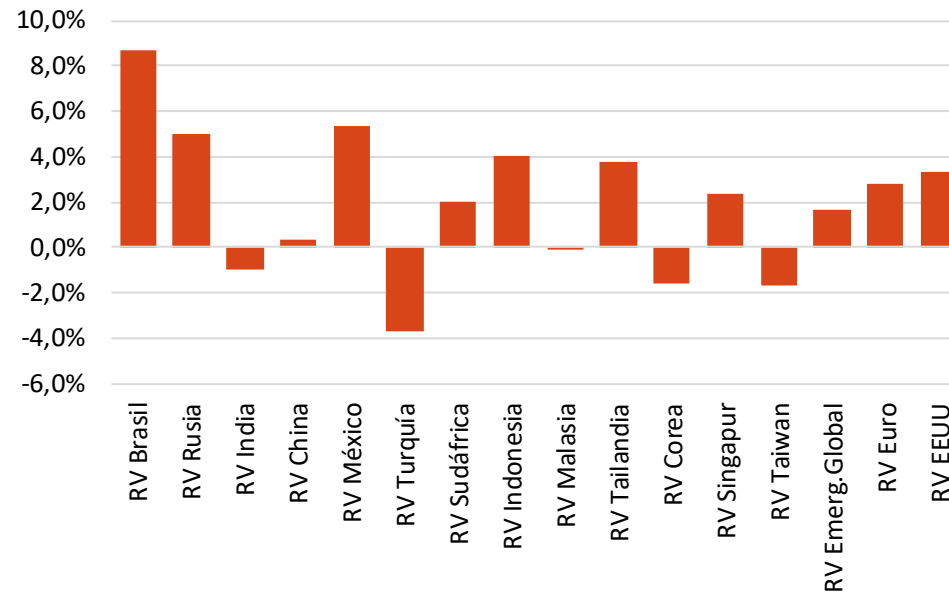
## Evolución en 2019 de índices AFI de fondos de inversión

Categoría	2019	Categoría	2019	Categoría	2019
RV Brasil	8,7%	RV Real Estate	2,5%	RV China	0,4%
RV Emergentes Latinoamérica	7,3%	RV Francia	2,5%	RF Largo USD	0,4%
RV México	5,4%	RV Singapur	2,4%	RF Mixta Euro	0,3%
RV Health Care and Biotech	5,3%	RV Consumo	2,3%	RF HK	0,3%
RV Energía	5,3%	RV Utilities	2,3%	RF Inflación	0,3%
RV Rusia	5,0%	RV Sudáfrica	2,0%	RV Emergentes Asia y Oceanía	0,2%
RV Canadá	4,6%	RF NOK	2,0%	Retorno Absoluto Conservador	0,2%
RV Suecia	4,4%	RF Emergentes Moneda local	1,8%	Monetarios USD	0,2%
RV Autos	4,4%	RV Emergentes Global	1,6%	RF Deuda pública USD	0,2%
RV Italia	4,1%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	1,6%	RF Corto USD	0,2%
RV Indonesia	4,0%	RF JPY	1,6%	RF Deuda pública global	0,1%
RV Australia	3,8%	RV Emergentes MENA y Africa	1,5%	Garantizado parcial	0,1%
RV Grecia	3,8%	Gestión Global	1,5%	RF Corporativa global	0,1%
RV Tailandia	3,8%	RV Mixta Internacional	1,4%	RF CHF	0,0%
RV Reino Unido	3,5%	RV Mixta Euro	1,4%	Monetarios Euro	0,0%
RV España	3,4%	RF Emergentes Global	1,4%	RF Corporativa investment grade	-0,1%
RV Financieros	3,4%	RF Emergentes Moneda fuerte	1,2%	Garantizado RF y obj. rentab. no gar	-0,1%
RV Telecom	3,4%	RF Corporativa High Yield	1,2%	RV Malasia	-0,1%
RV EEUU	3,3%	RV Holanda	1,2%	RF Corto Euro	-0,1%
RV Emergentes Europa del Este	3,2%	RF SEK	1,0%	RF Largo Euro	-0,3%
RV Alemania	3,0%	RV Asia	0,9%	Garantizado rendimiento variable	-0,3%
RV Materias Primas	3,0%	Monetarios Internacional	0,9%	RF Deuda pública EUR	-0,4%
RV Tecnología	2,9%	RF Convertibles	0,8%	RV India	-1,0%
RV Suiza	2,9%	RF GBP	0,7%	RV Corea	-1,6%
RV Industria e Infraestructuras	2,9%	Monetario GBP	0,6%	RV Taiwan	-1,6%
RV Europa	2,9%	RF Emergentes Corporate	0,6%		
Materias primas	2,8%	RF CNY	0,5%		
RV Euro	2,8%	RF Mixta Internacional	0,5%		
RV Japón	2,7%	Gestión Alternativa	0,4%		
RV Global	2,7%	RF Global	0,4%		

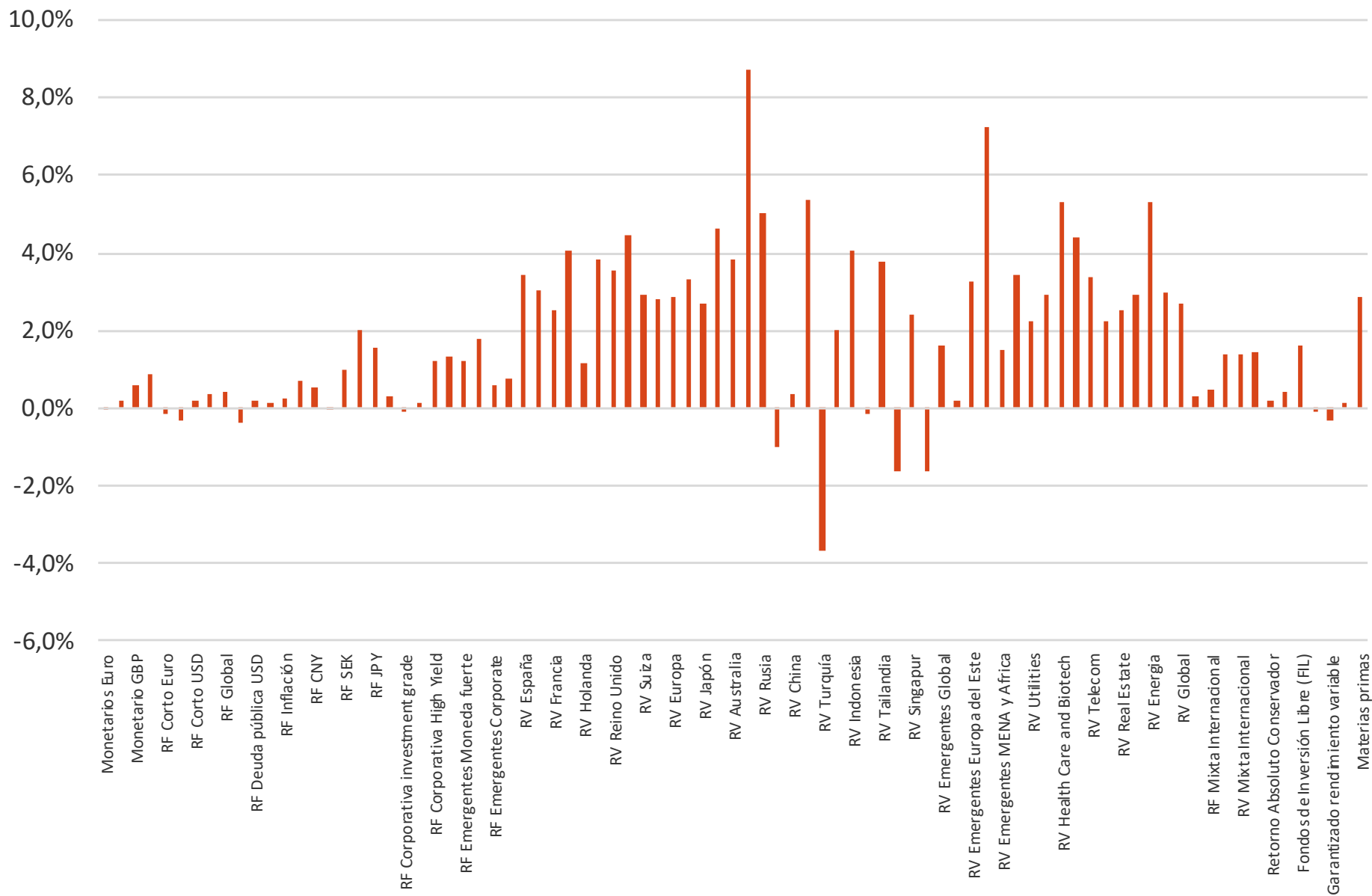
# Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión



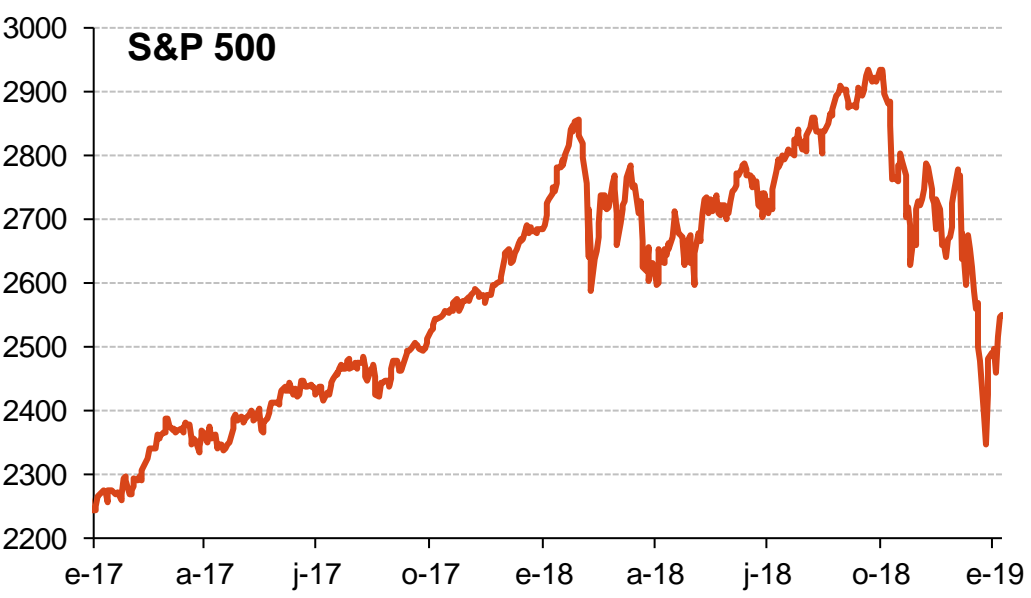
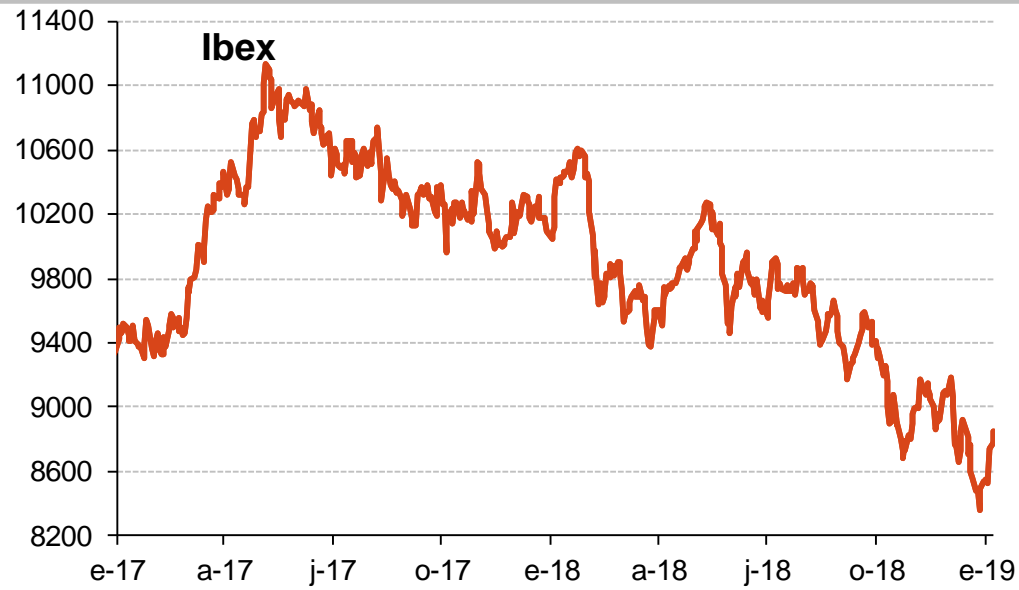
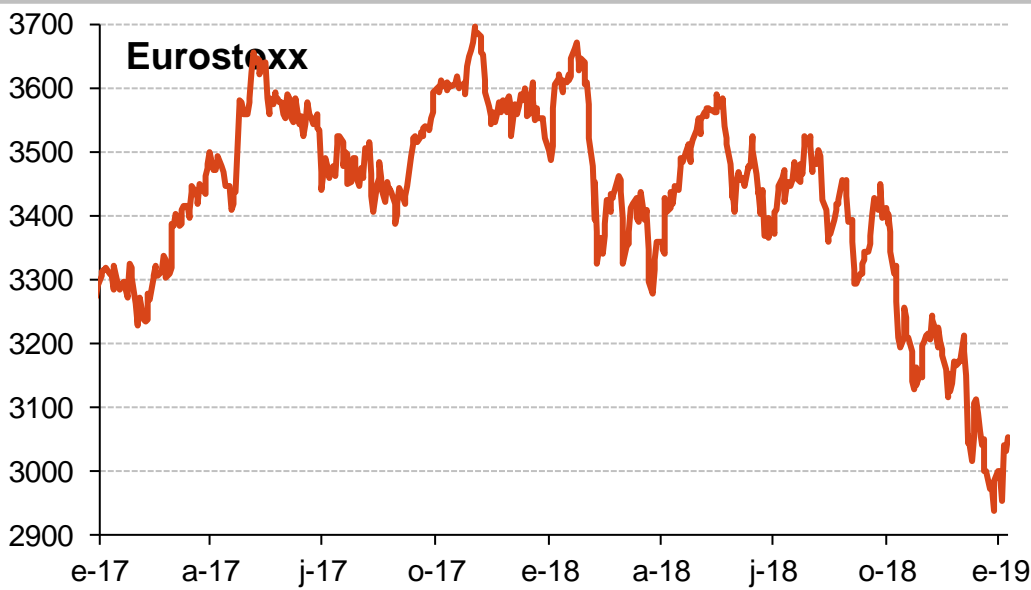
## Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión

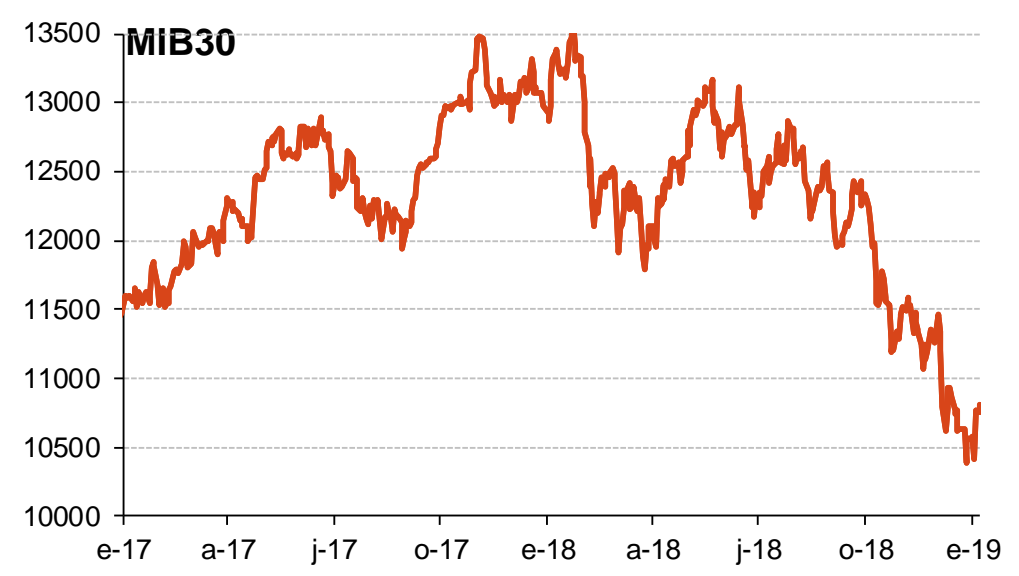
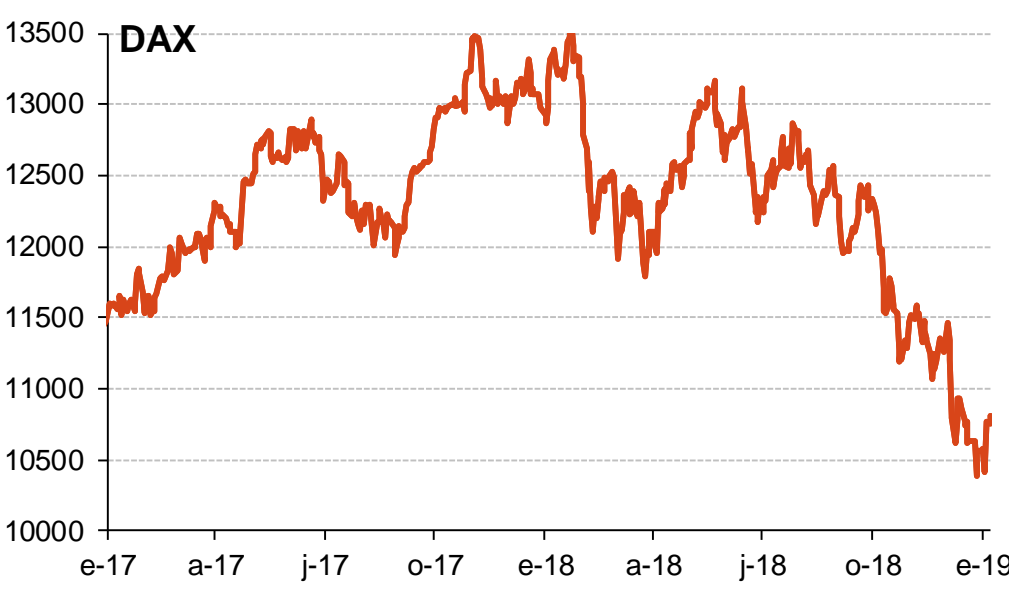
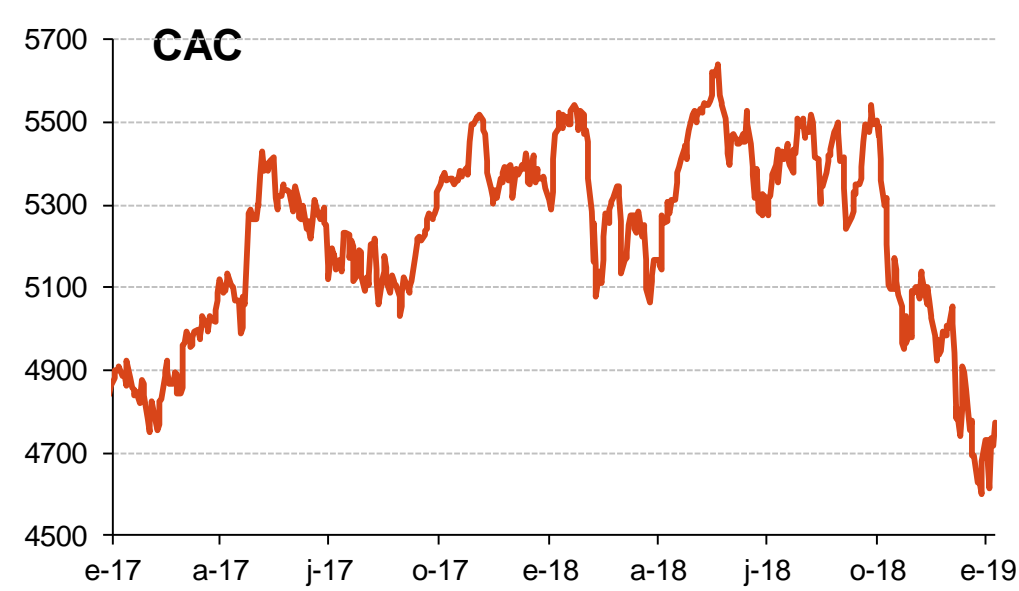
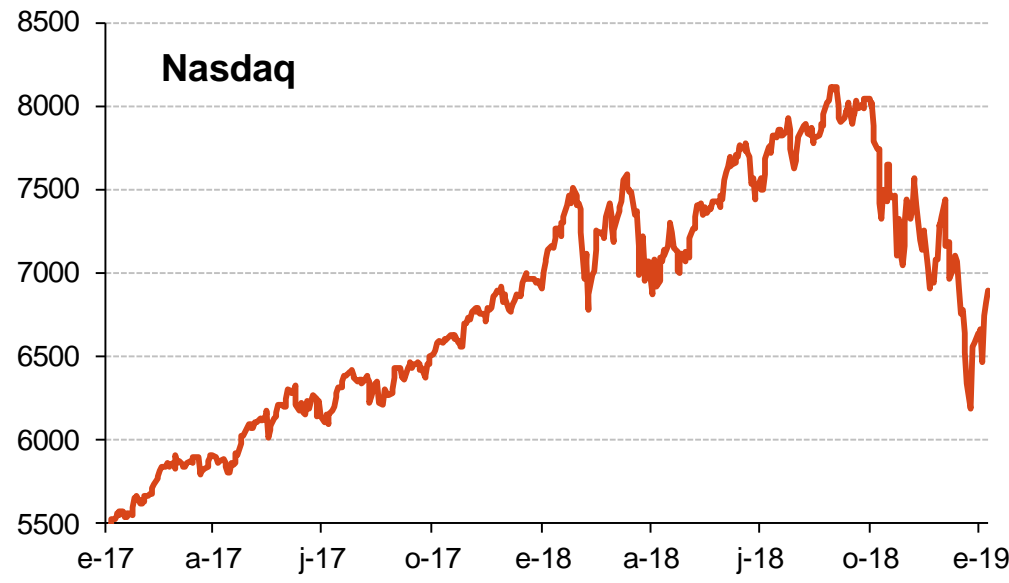


# Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión



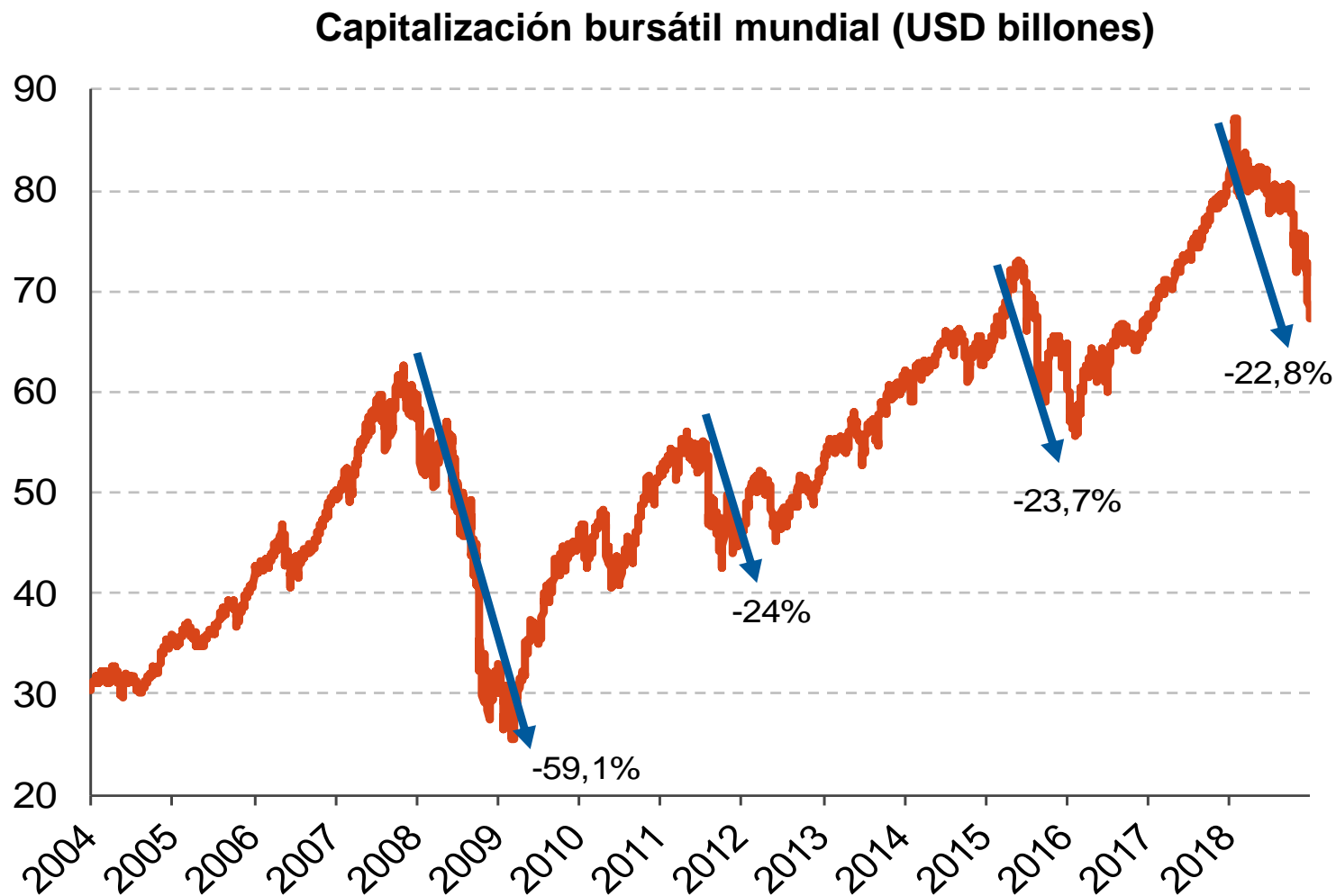
## 9.1. | Renta variable







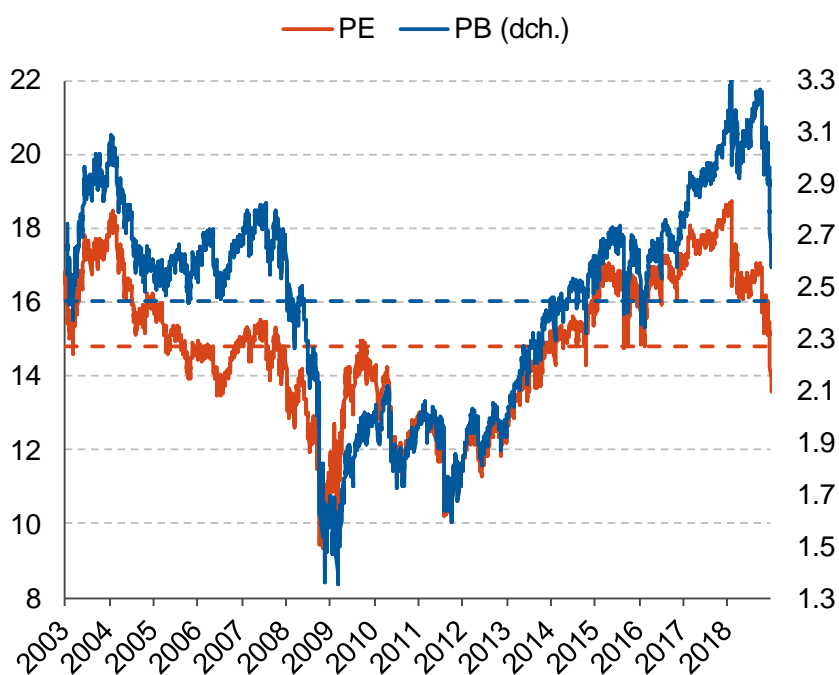
## La renta variable mundial pierde 19,9 billones de dólares en 2018...



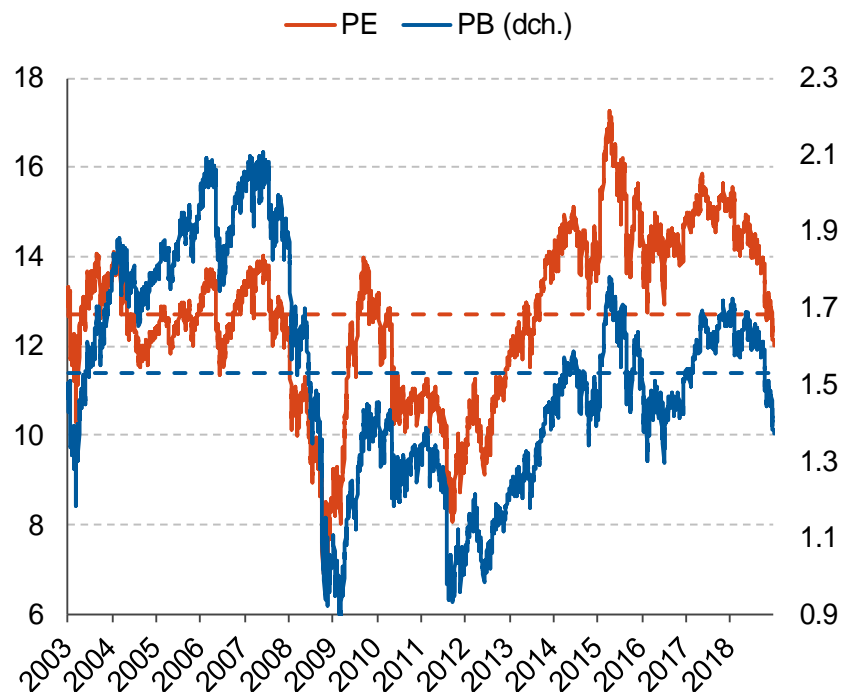
## ... lo que sitúa las valoraciones en los niveles más bajos de los últimos 5 años

- El S&P 500 cotiza a 13,6x PER mientras el Eurostoxx lo hace a 12,2x PER, que compara con los 18,7x y 15,5x de enero, respectivamente.
- La fuerte contracción de múltiplos que tuvimos en los últimos meses muestra la incertidumbre sobre la capacidad de las empresas para seguir generando el mismo ritmo de crecimiento de los beneficios

### S&P 500 PE y PB (próximos 12 meses)

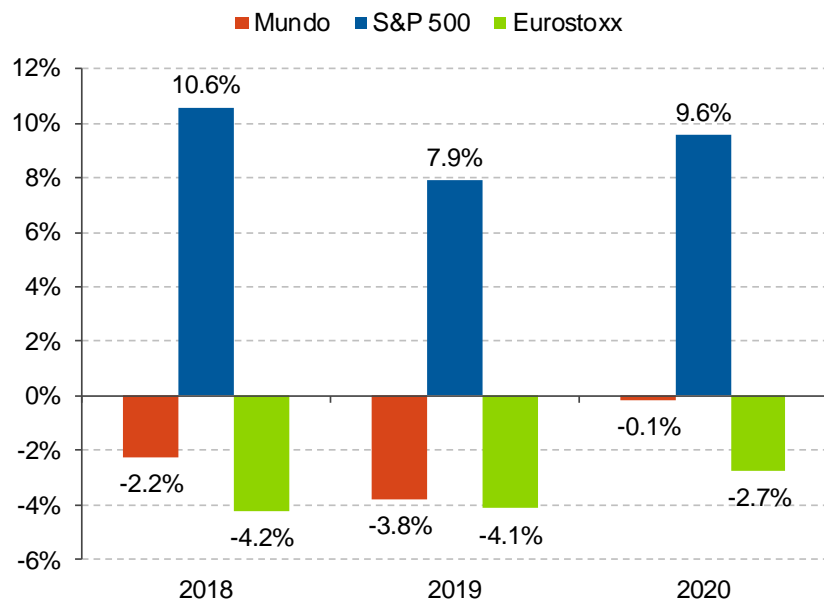


### Eurostoxx PE y PB (próximos 12 meses)

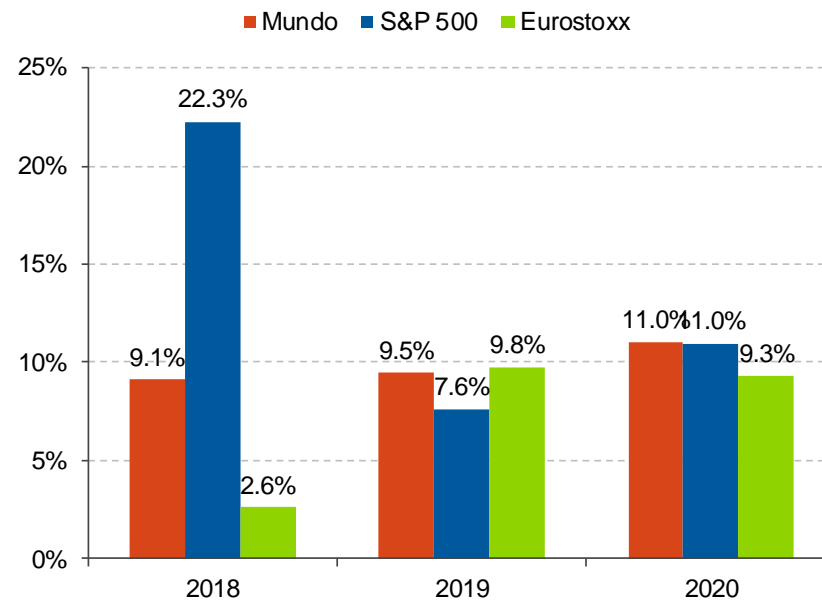


# A nivel mundial los beneficios se espera que crezcan un 9,5% en 2019 y un 11% en 2020

**Revisan de estimaciones de crecimiento de beneficios desde diciembre 2017**



**Estimación de crecimiento de beneficios por acción para 2018, 2019 y 2020**



## El consenso de analistas espera un crecimiento del BPA para 2019-2021 cercano al 9% anual (desarrollados) y al 11% (emergentes)

		PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA						
						2016	2017	2018	2019	2020	2021	TCAC
Media desarrollados: 9%	<b>Euro Stoxx 50</b>	13,0	1,5	4,0%	11,5%	0%	16%	5%	10%	9%	8%	9%
	<b>Ibex 35</b>	11,5	1,2	4,7%	10,5%	-6%	33%	3%	8%	8%	6%	7%
	<b>CAC 40</b>	13,0	1,5	3,6%	11,4%	15%	9%	11%	8%	9%	6%	8%
	<b>DAX Perf</b>	12,2	1,4	3,6%	11,5%	11%	14%	-5%	10%	9%	11%	10%
	<b>S&amp;P 500</b>	15,6	2,9	2,2%	18,9%	3%	11%	22%	8%	11%	10%	10%
	<b>Dow Jones</b>	14,8	3,6	2,4%	24,1%	4%	15%	24%	8%	9%	10%	9%
Media emergentes: 11%	<b>NASDAQ 100</b>	19,0	5,2	1,2%	27,4%	7%	14%	20%	8%	14%	12%	11%
	<b>Topix</b>	12,0	1,1	2,5%	9,3%	10%	24%	6%	6%	6%	8%	7%
	<b>Hang Seng</b>	10,8	1,2	3,7%	11,4%	-7%	26%	7%	8%	9%	-17%	-1%
	<b>Sensex 30</b>	22,8	3,0	1,4%	13,1%	4%	4%	10%	26%	20%	18%	21%
	<b>Bovespa</b>	13,9	1,9	3,5%	13,6%	134%	50%	37%	22%	9%	22%	17%
	<b>Kospi 200</b>	7,8	0,9	2,6%	11,0%	17%	39%	9%	-3%	10%	10%	6%
	<b>MexBol</b>	15,7	2,1	2,8%	13,5%	29%	2%	19%	15%	14%	18%	16%

- Las expectativas de crecimientos de los beneficios se normalizan en torno al 10% tras la elevada divergencia en 2018 ante el impulso de la reforma fiscal en EEUU.
- Elevada divergencia entre los emergentes, con expectativas de crecimiento que oscilan entre el 6% anualizado esperado para el Kospi (Corea del Sur) o el 17% para el Bovespa (Brasil) y el 21% del Sensex (India) o el 16% del MexBol (México)

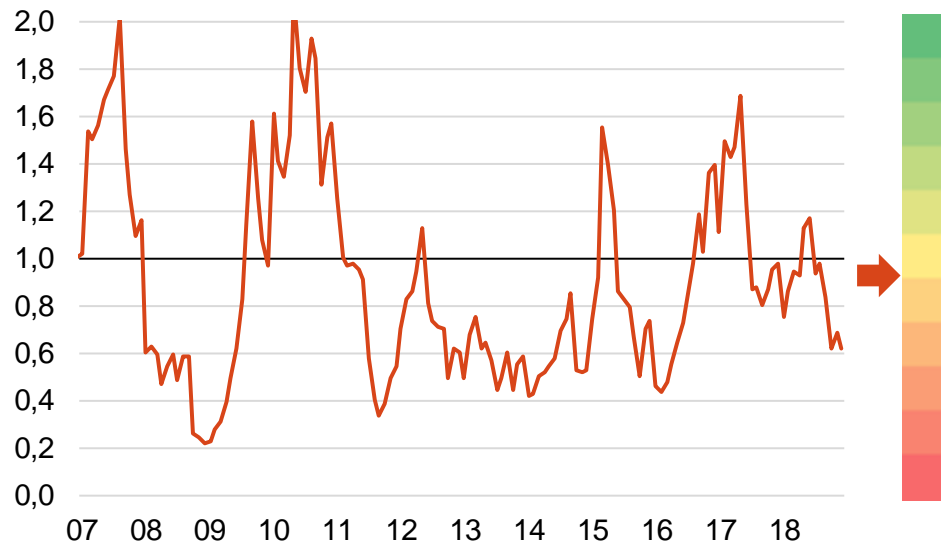
Las tensiones comerciales afectan a los beneficios del DAX en el año por el carácter exportador de las compañías que lo componen

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

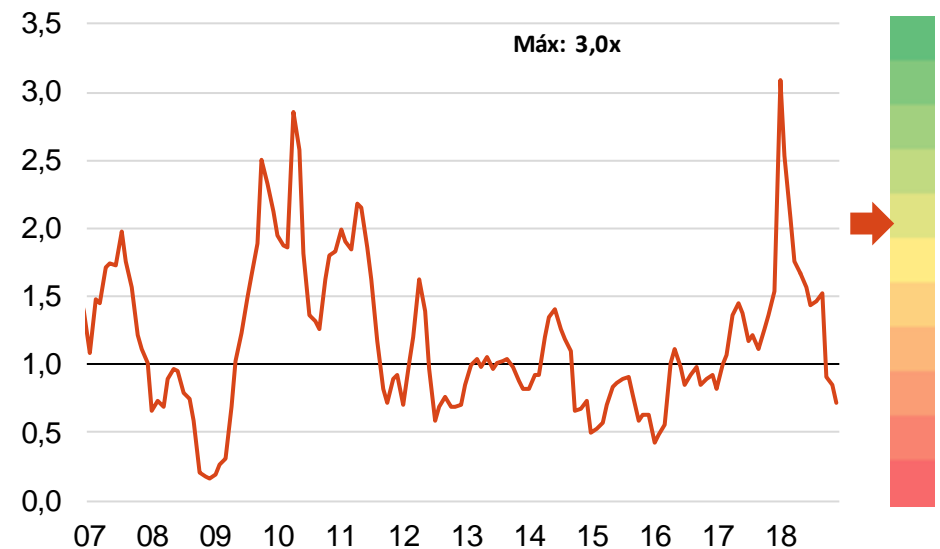
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
IBEX 35	-48%	-20%	-9%	-8%	-14%	4%	-3%
DAX	-3%	-8%	-8%	-2%	-4%	2%	-11%
CAC	-19%	-15%	-11%	-1%	0%	1%	2%
EuroStoxx	-100%	-17%	-9%	-3%	-9%	1%	-4%
S&P 500	-4%	-3%	-2%	-4%	-2%	0%	5%

Fuente: Afi, Factset

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



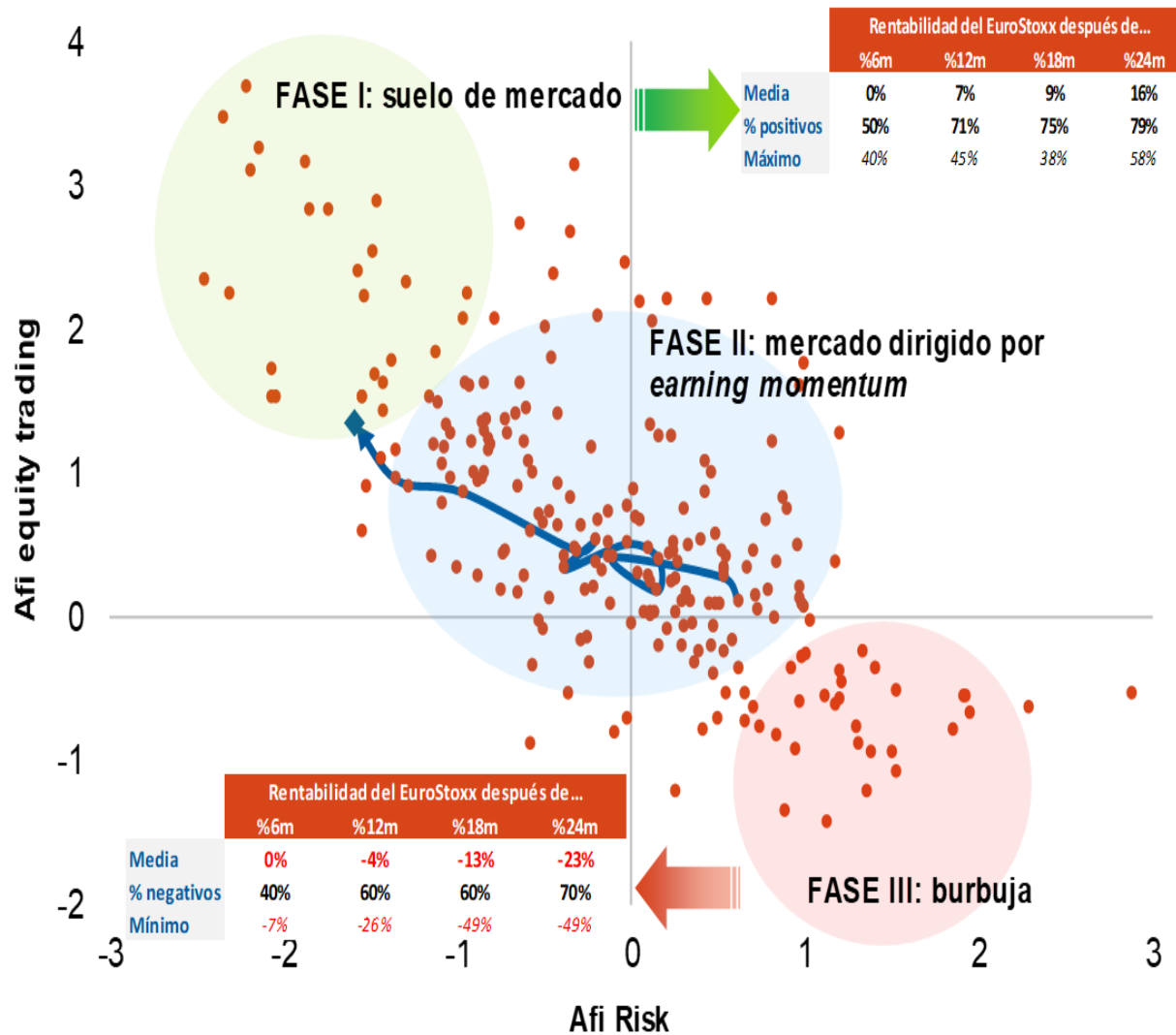
Fuente: Afi, Factset



Fuente: Afi, Factset

# Demasiada aversión al riesgo

- Después de la corrección de diciembre nuestros indicadores de aversión al riesgo señalan de nuevo un bajo apetito por el riesgo en el mercado, que añadido al nivel de valoración actual arroja, una vez más, señales de compra para la renta variable.



*Factor investing en diciembre: peor comportamiento de value y size y mejor de quality, low vol.... ¡y momentum!*

Categoría	
JPM Europe Quality	-3,3%
JPM Europe Momentum	-3,4%
MSCI Europe Minimum Volatility	-4,2%
MSCI Europe High Dividend Yield	-4,4%
Europe Multi-Beta Multi-Strategy	-4,4%
MSCI Europe Momentum	-4,7%
MSCI Europe Quality	-4,8%
MSCI Europe Diversified Multiple-Factor	-4,8%
FTSE Developed Europe Minimum Variance	-4,8%
MSCI Europe Sector Neutral Quality	-4,9%

VALUE	
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%
MSCI Europe Value	-5,7%
MSCI Europe Enhanced Value	-6,4%
JPM Europe Value	-9,1%

QUALITY	
JPM Europe Quality	-3,3%
MSCI Europe Quality	-4,8%
MSCI Europe Sector Neutral Quality	-4,9%
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%

LOW VOLATILITY	
MSCI Europe Minimum Volatility	-4,2%
FTSE Developed Europe Minimum Variance	-4,8%
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%

MOMENTUM	
JPM Europe Momentum	-3,4%
MSCI Europe Momentum	-4,7%
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%

Categoría	
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
JPM Europe Multi Factor	-5,5%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%
JPM Europe Low Beta	-5,7%
MSCI Europe Value	-5,7%
MSCI Europe Mid-Cap Equal weighted	-5,9%
MSCI Europe Mid Cap	-6,1%
JPM Europe Low Size	-6,1%
MSCI Europe Enhanced Value	-6,4%
JPM Europe Value	-9,1%

SIZE	
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%
MSCI Europe Mid-Cap Equal weighted	-5,9%
MSCI Europe Mid Cap	-6,1%
JPM Europe Low Size	-6,1%

MULTIFACTOR	
MSCI Europe Diversified Multiple-Factor	-4,8%
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
JPM Europe Multi Factor	-5,5%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%

HIGH DIVIDEND	
MSCI Europe High Dividend Yield	-4,4%
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%

LOW BETA	
<b>Eurostoxx 50</b>	-5,4%
<b>Stoxx 600</b>	-5,5%
JPM Europe Low Beta	-5,7%

# En el año, los factores lo hacen mejor que el total del mercado

Categoría	
MSCI Europe Minimum Volatility	-4,1%
JPM Europe Low Beta	-4,9%
MSCI Europe High Dividend Yield	-5,2%
FTSE Developed Europe Minimum Variance	-6,0%
MSCI Europe Sector Neutral Quality	-6,6%
JPM Europe Quality	-7,2%
MSCI Europe Quality	-7,3%
JPM Europe Low Size	-8,3%
MSCI Europe Momentum	-9,7%
JPM Europe Multi Factor	-9,9%

VALUE	
MSCI Europe Value	-11,6%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
MSCI Europe Enhanced Value	-13,7%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%
JPM Europe Value	-18,0%

QUALITY	
MSCI Europe Sector Neutral Quality	-6,6%
JPM Europe Quality	-7,2%
MSCI Europe Quality	-7,3%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%

LOW VOLATILITY	
MSCI Europe Minimum Volatility	-4,1%
FTSE Developed Europe Minimum Variance	-6,0%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%

MOMENTUM	
MSCI Europe Momentum	-9,7%
JPM Europe Momentum	-11,0%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%

Categoría	
MSCI Europe Diversified Multiple-Factor	-10,7%
JPM Europe Momentum	-11,0%
MSCI Europe Value	-11,6%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
MSCI Europe Mid-Cap Equal weighted	-13,2%
MSCI Europe Enhanced Value	-13,7%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%
MSCI Europe Mid Cap	-15,2%
Europe Multi-Beta Multi-Strategy	-16,0%
JPM Europe Value	-18,0%

SIZE	
JPM Europe Low Size	-8,3%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
MSCI Europe Mid-Cap Equal weighted	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%
MSCI Europe Mid Cap	-15,2%

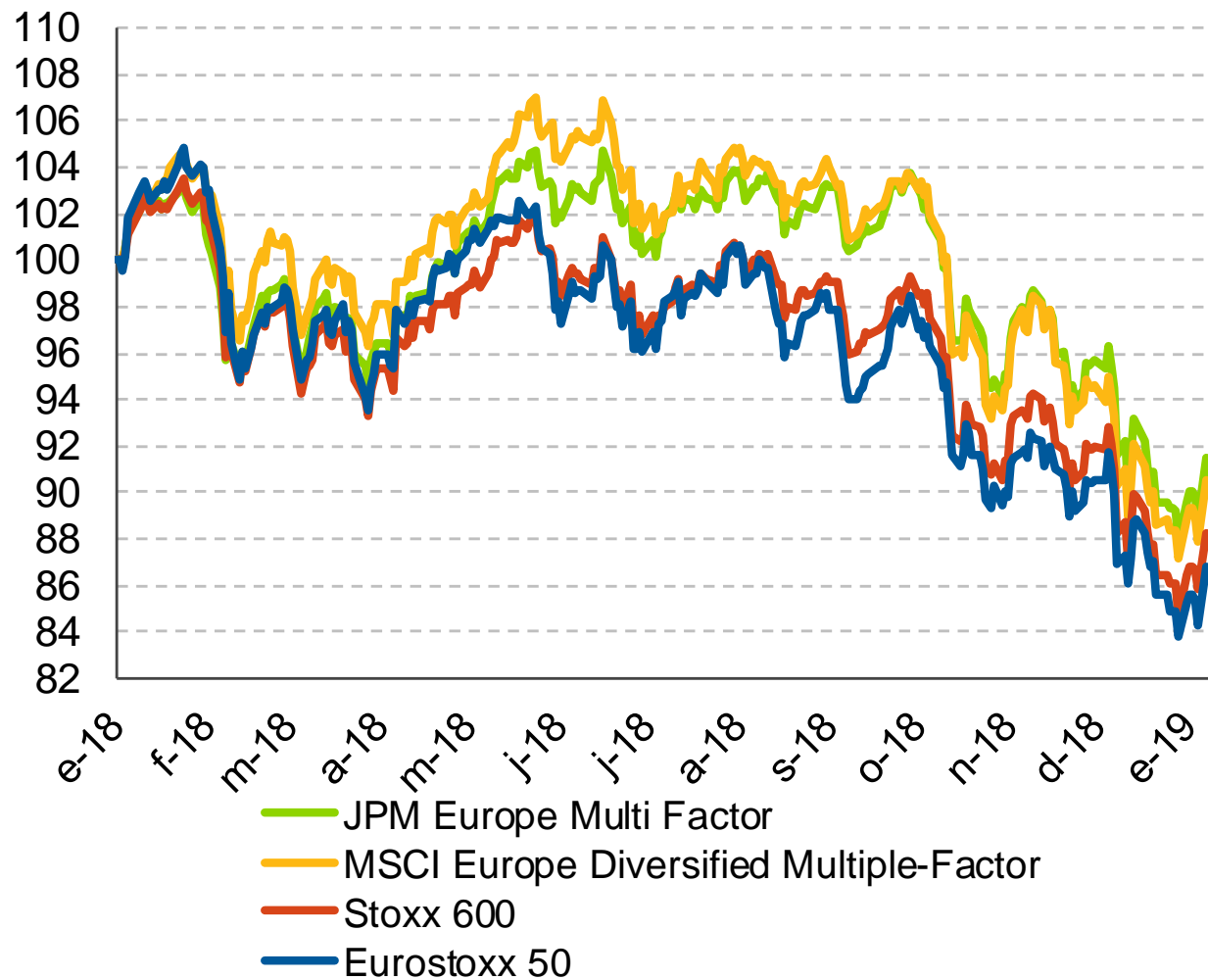
MULTIFACTOR	
JPM Europe Multi Factor	-9,9%
MSCI Europe Diversified Multiple-Factor	-10,7%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%

HIGH DIVIDEND	
MSCI Europe High Dividend Yield	-5,2%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%

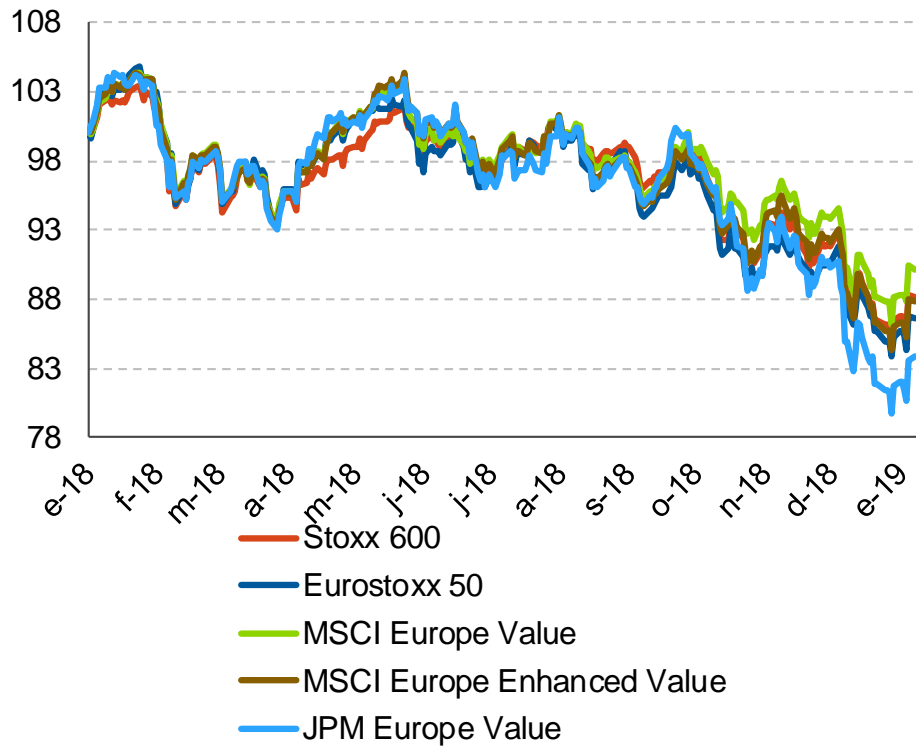
LOW BETA	
JPM Europe Low Beta	-4,9%
<b>Stoxx 600</b>	-13,2%
<b>Eurostoxx 50</b>	-14,3%



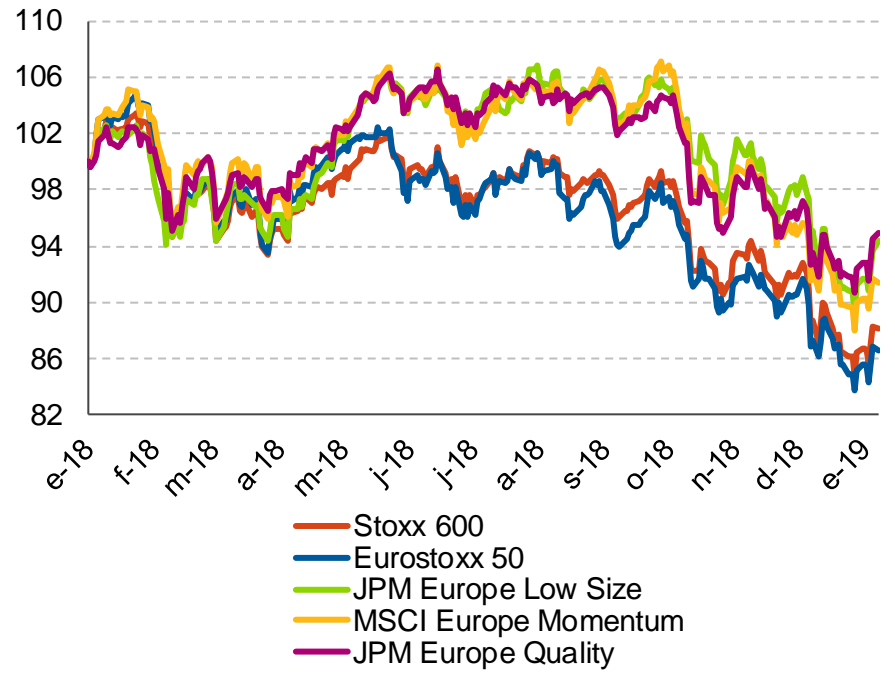
### Evolución en 2018 de RV Euro y Europa vs Factor investing



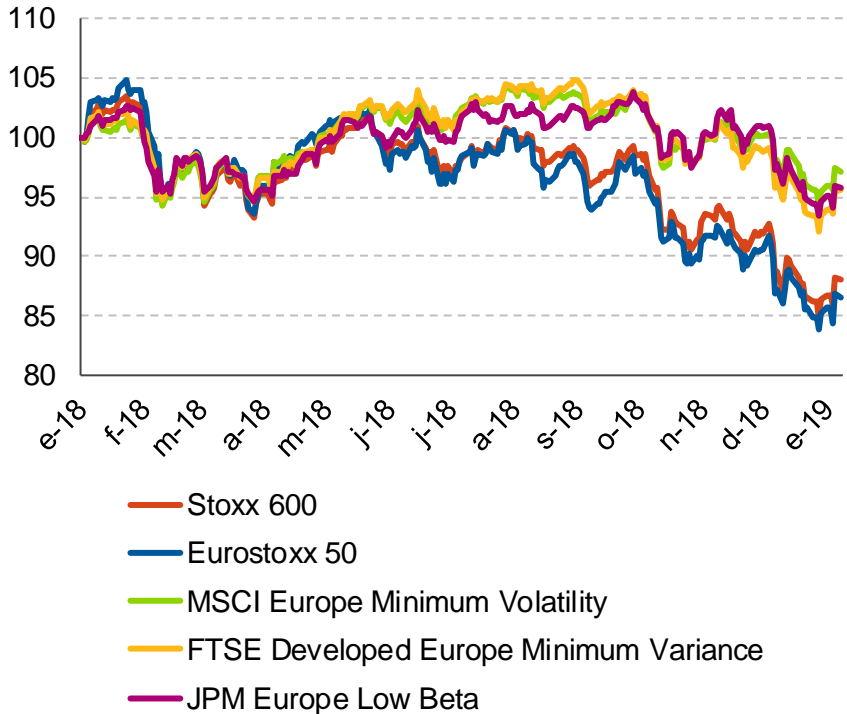
### Value



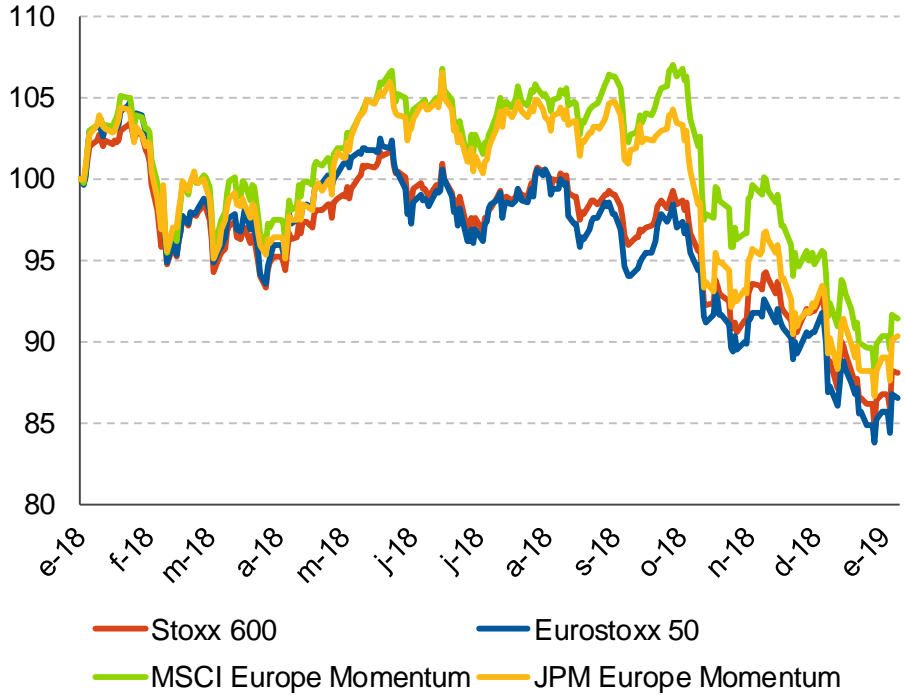
### Quality



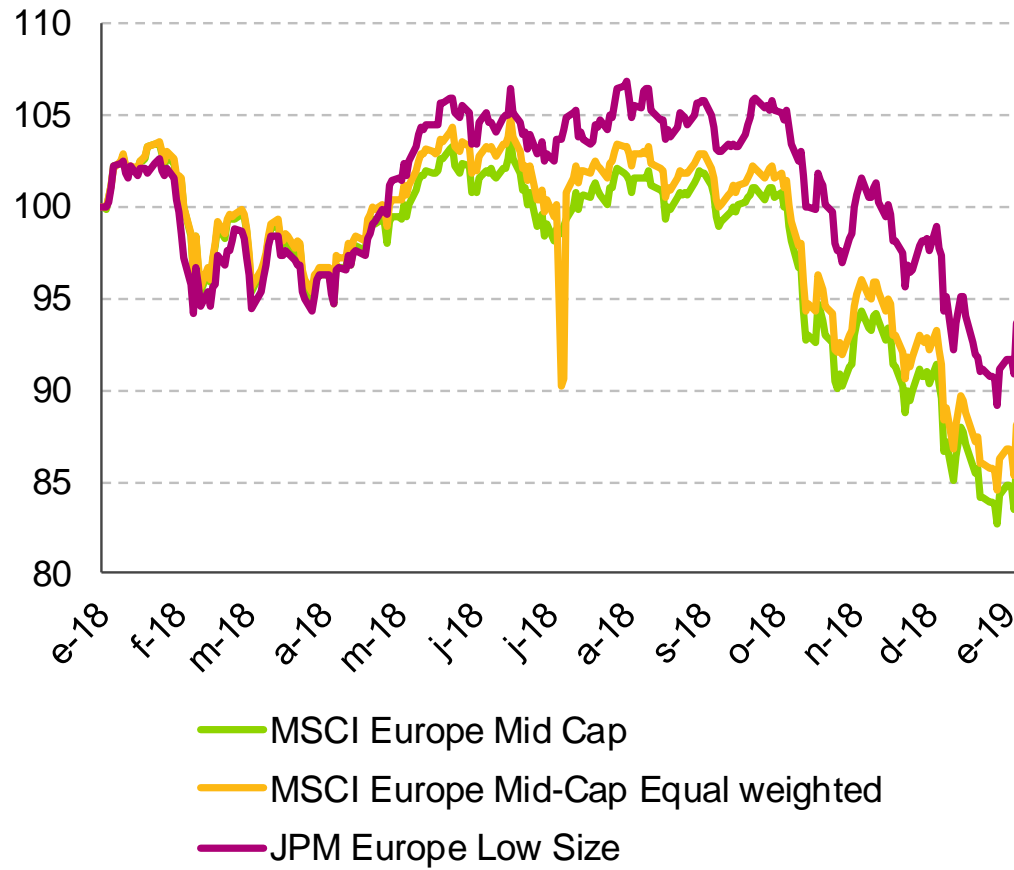
### Low Volatility



### Momentum



## Size



Benchmarks	VALUE	QUALITY	LOW VOLATILITY	MOMENTUM	SIZE	LOW BETA	HIGH DIVIDEND	MULTI FACTOR
Amundi	MSCI Europe Value	MSCI Europe Quality	MSCI EUROPE MINIMUM VOLATILITY	MSCI Europe Momentum	MSCI EUROPE MID CAP	No hay	MSCI Europe High Dividend Yield	Scientific Beta Extended Developed Europe Multi-Beta Multi-Strategy ERC
iShares	MSCI Europe Enhanced Value	MSCI Europe Sector Neutral Quality	MSCI EUROPE MINIMUM VOLATILITY	MSCI Europe Momentum	MSCI Europe Mid-Cap Equal weighted	No hay	No hay	MSCI Europe Diversified Multiple-Factor
Lyxor	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe VALUE FACTOR Long Only Index	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe QUALITY FACTOR Long Only Index	FTSE Developed Europe Minimum Variance Net Tax Index	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe MOMENTUM FACTOR Long Only Index	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe LOW SIZE FACTOR Long Only Index	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe LOW BETA FACTOR Long Only Index	No hay	J.P. Morgan Equity Risk Premia - Europe Multi Factor Long Only (EUR) Index

## 9.2. | Renta fija

## Cesión de los tipos de interés desde máximos.

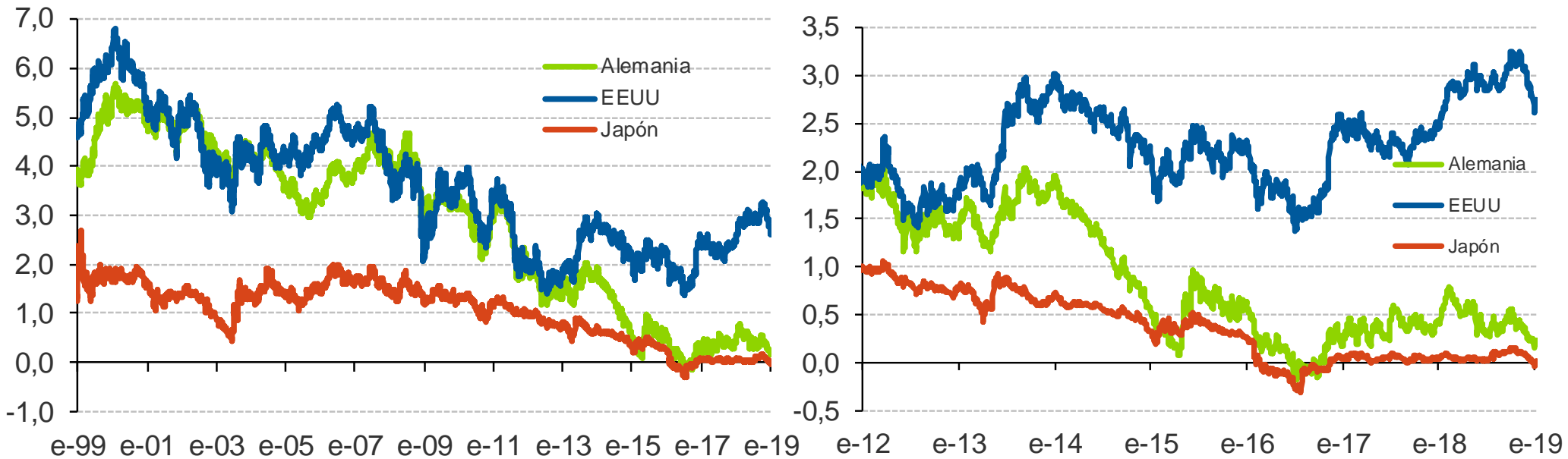






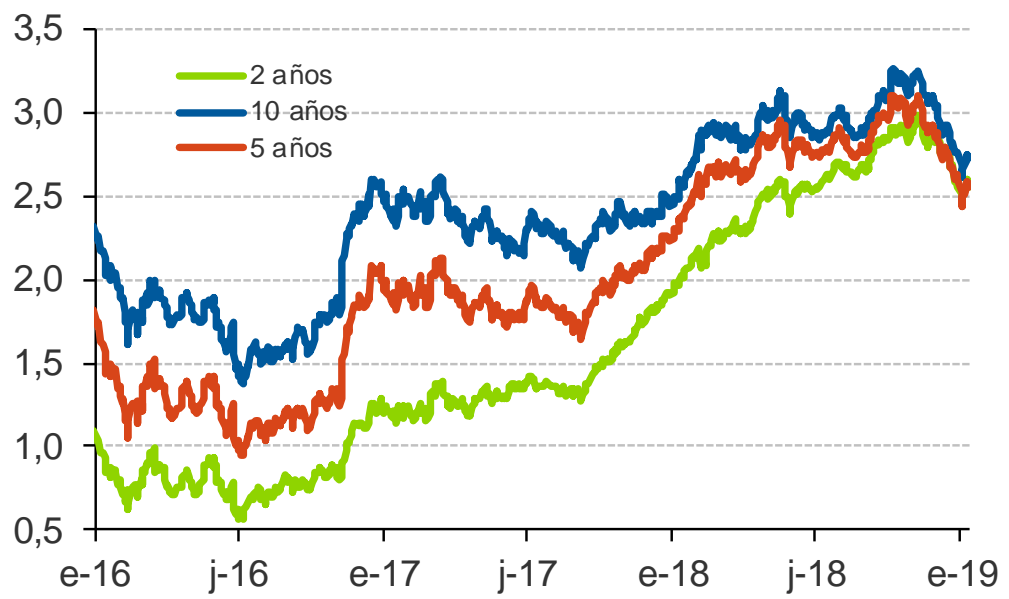
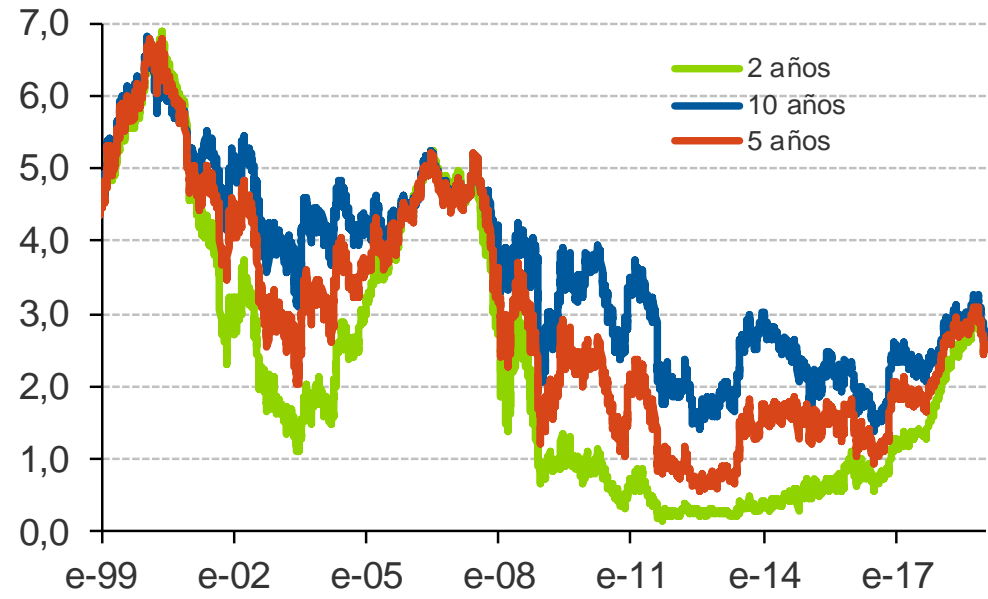
# Cesión generalizada de los tipos a 10 años...

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



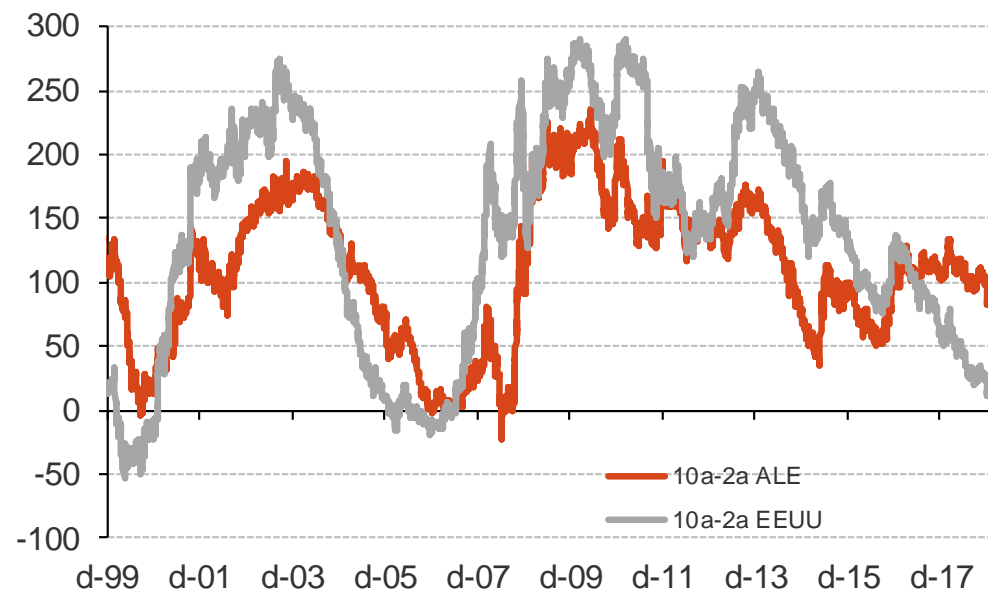
... que lleva al T-Note a 10 años a perder la cota del 2,7%...

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

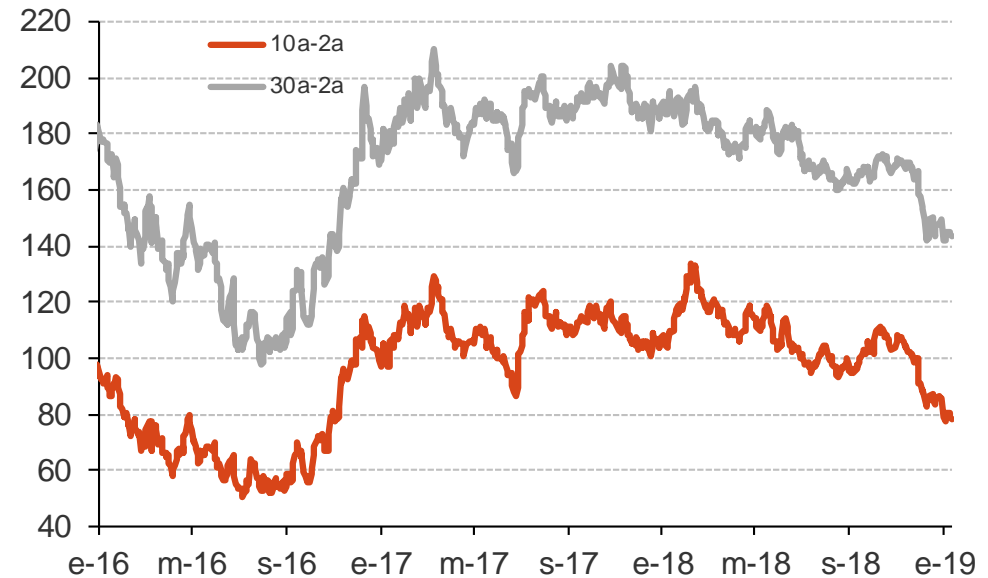


... con una reducción adicional de pendiente.

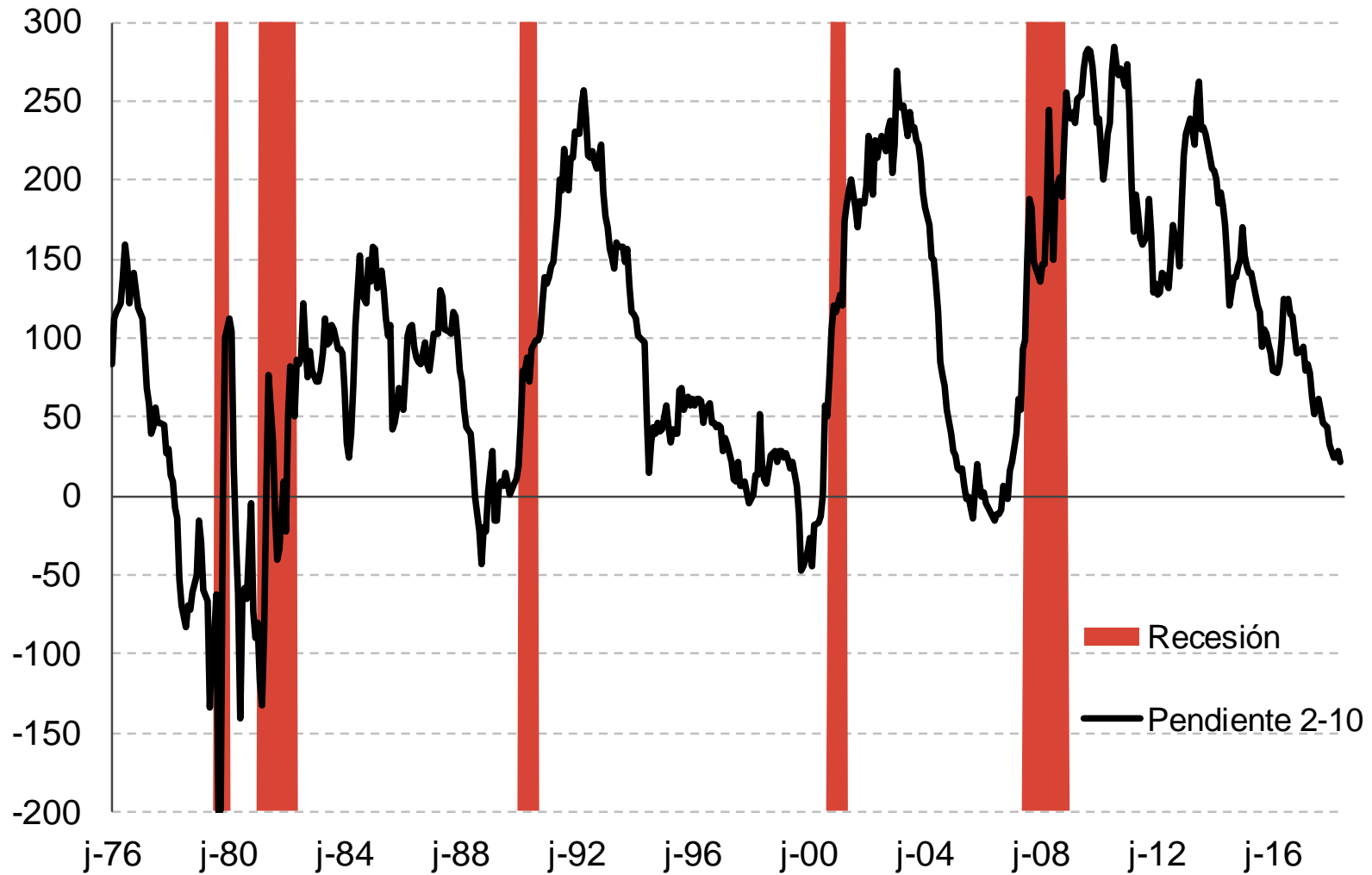
**Evolución de la pendiente de la curva de deuda pública de EEUU y Alemania**



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

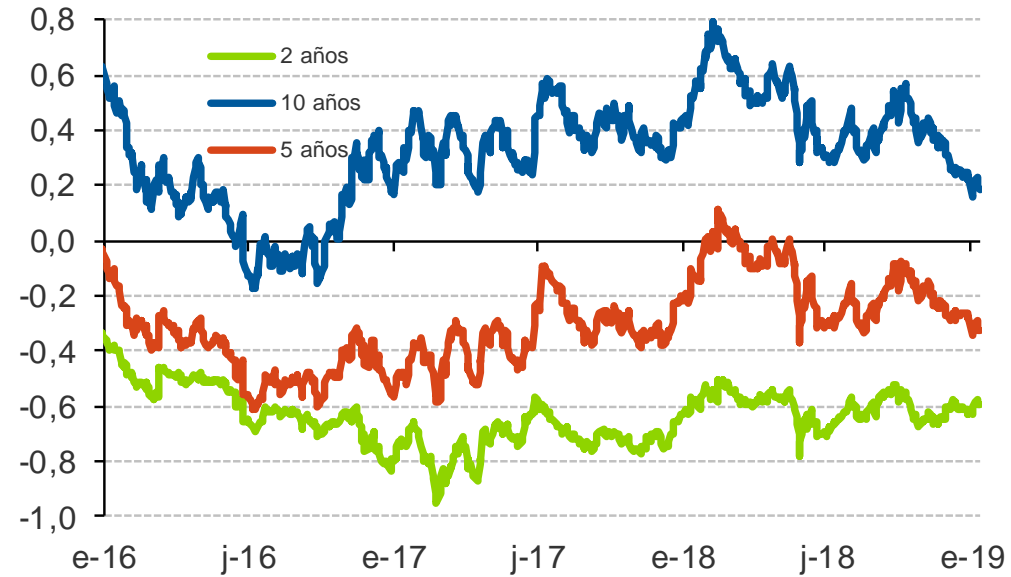
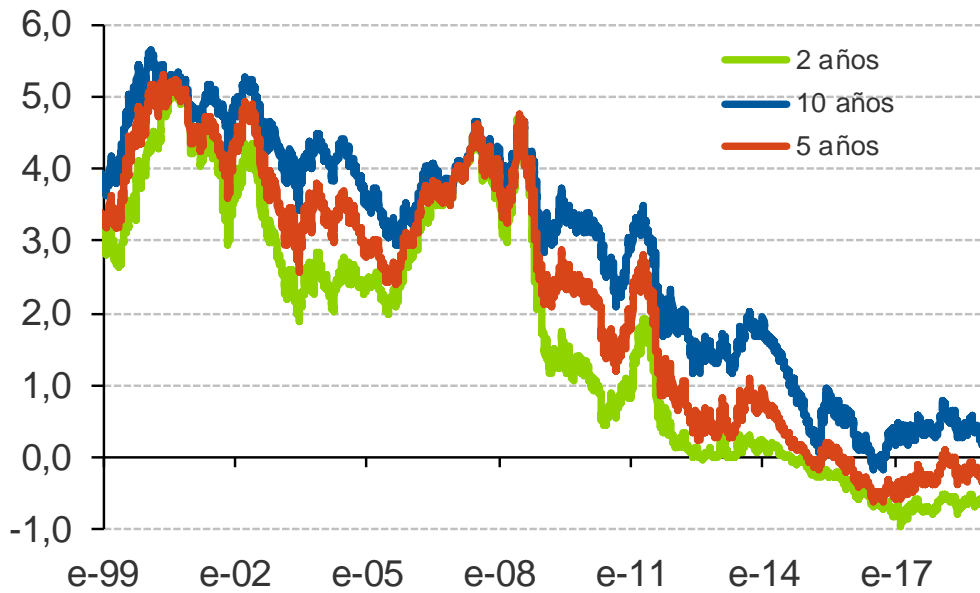


## Pendiente 2-10 años y recesión en EEUU

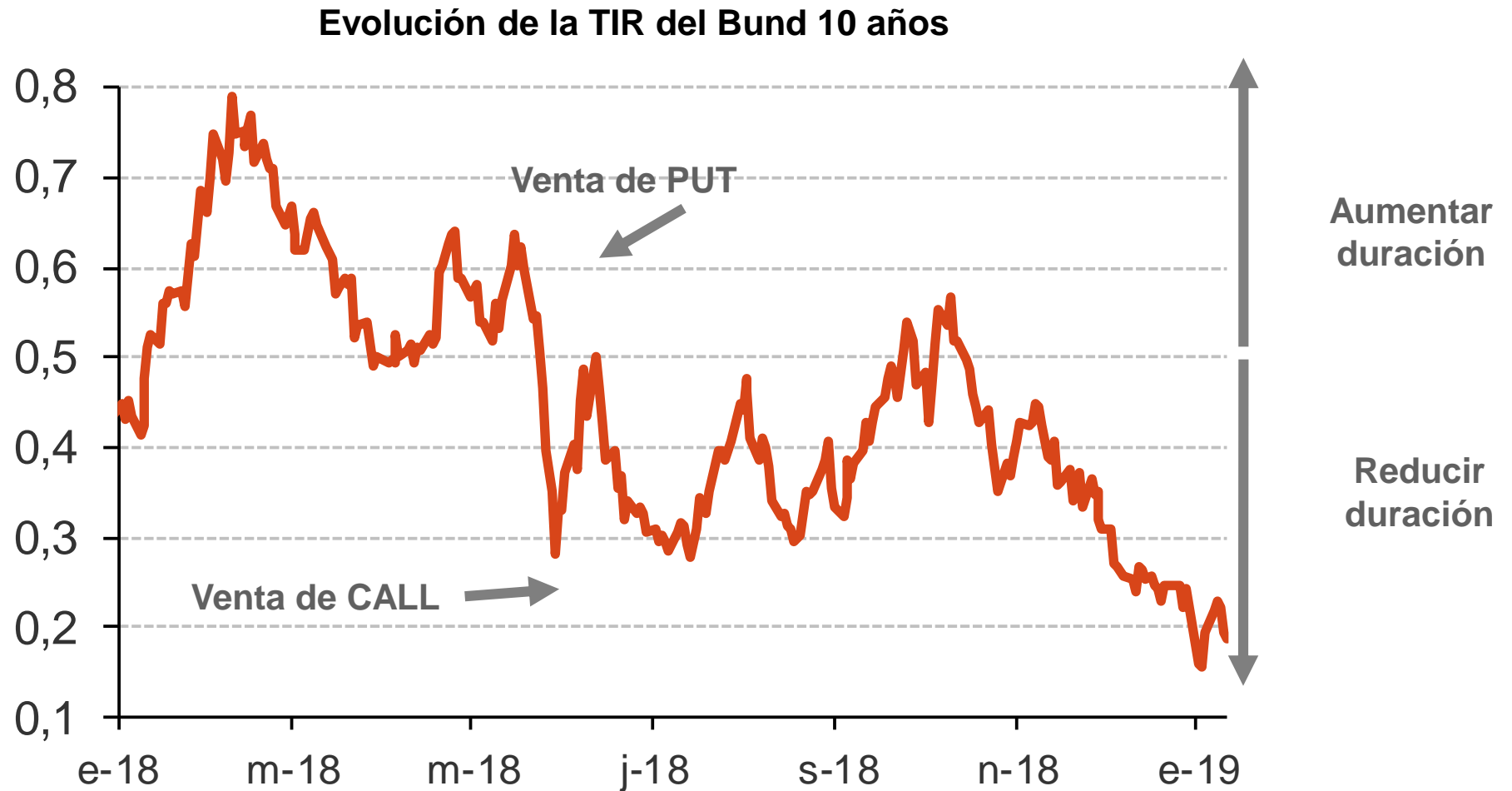


# El Bund a 10 años vuelve a ceder después de superar el 0,50%...

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

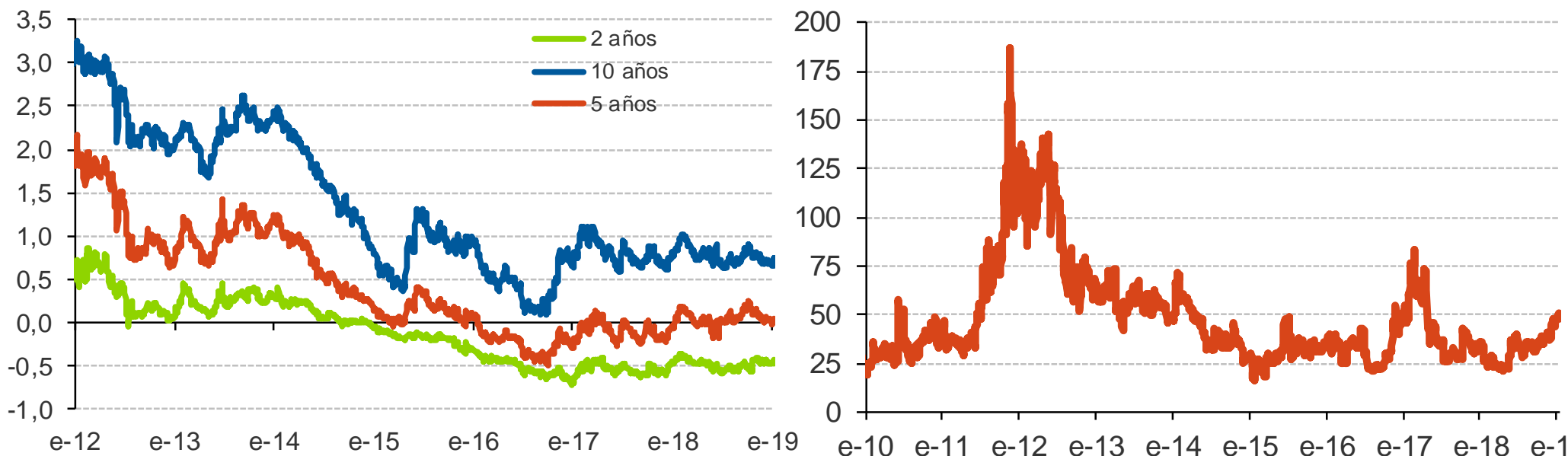


... y cae a mínimos anuales.



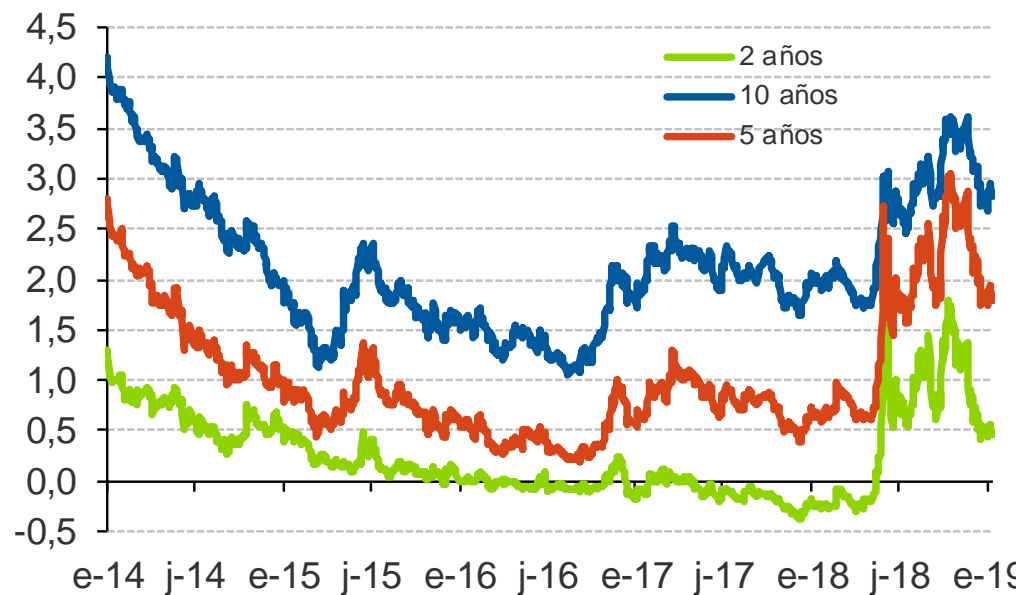
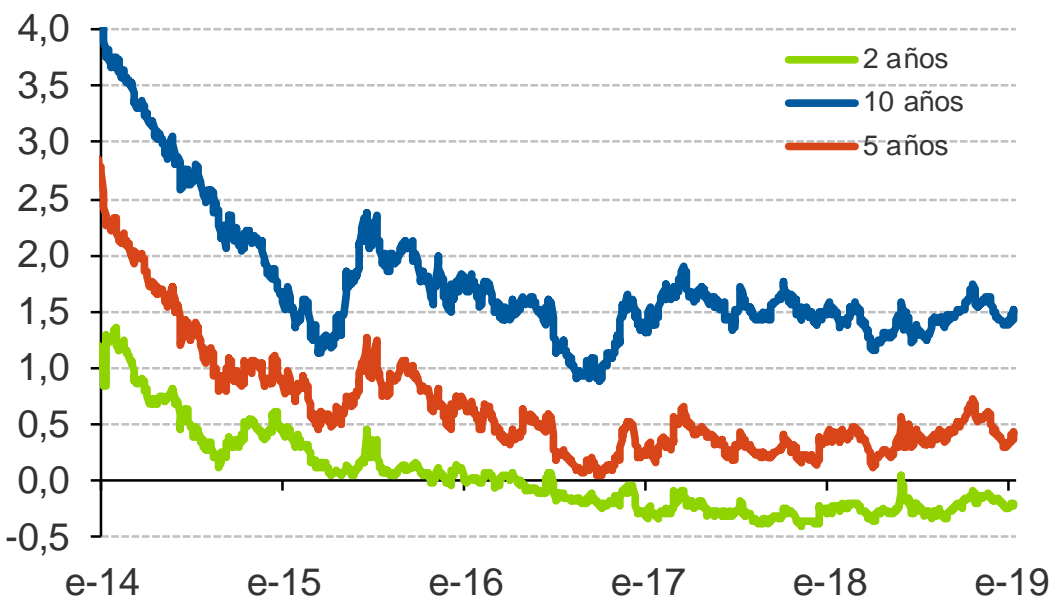
## La prima Francia – Alemania se amplía ligeramente.

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



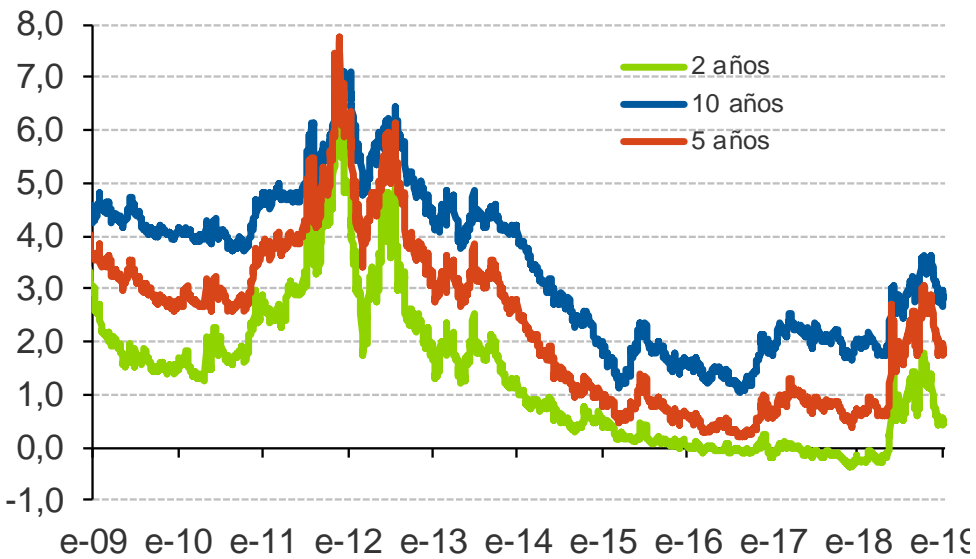
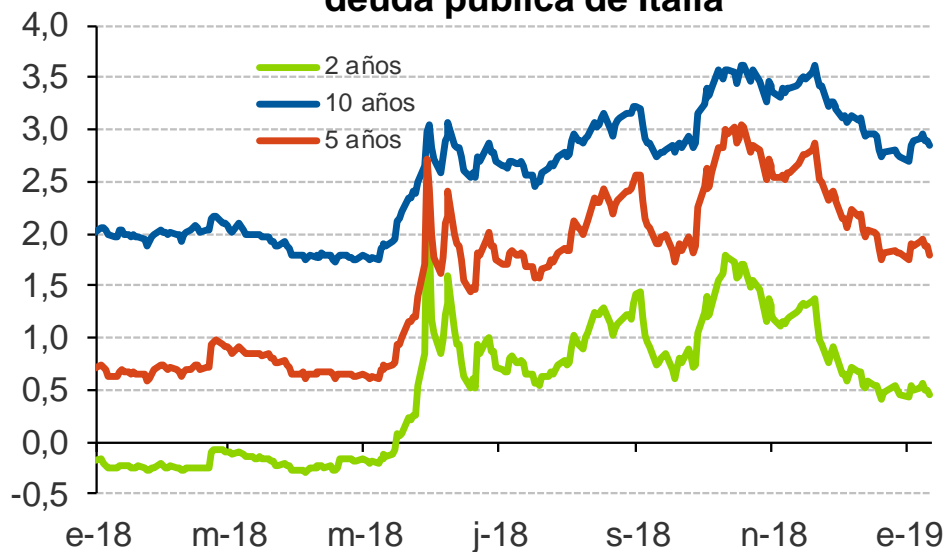
# La curva italiana cede desde los máximos

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

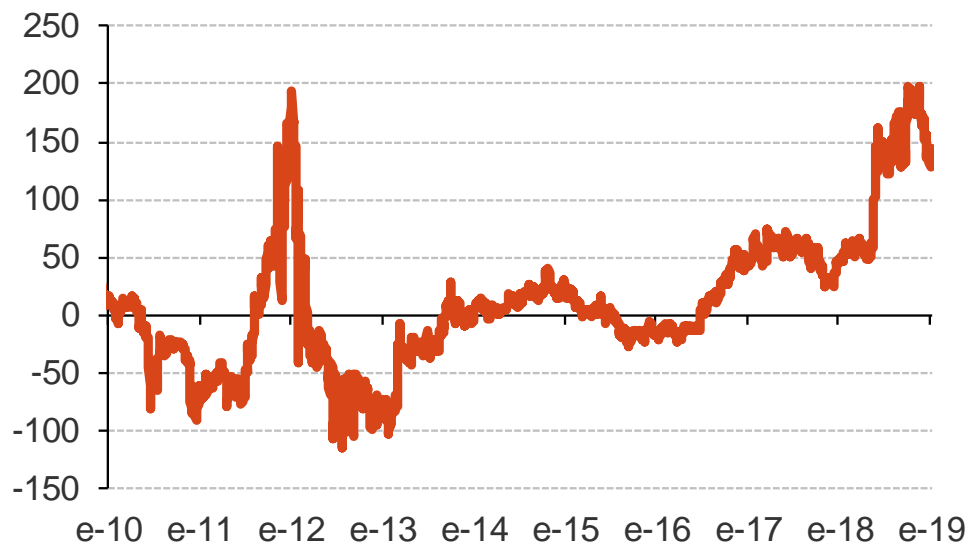
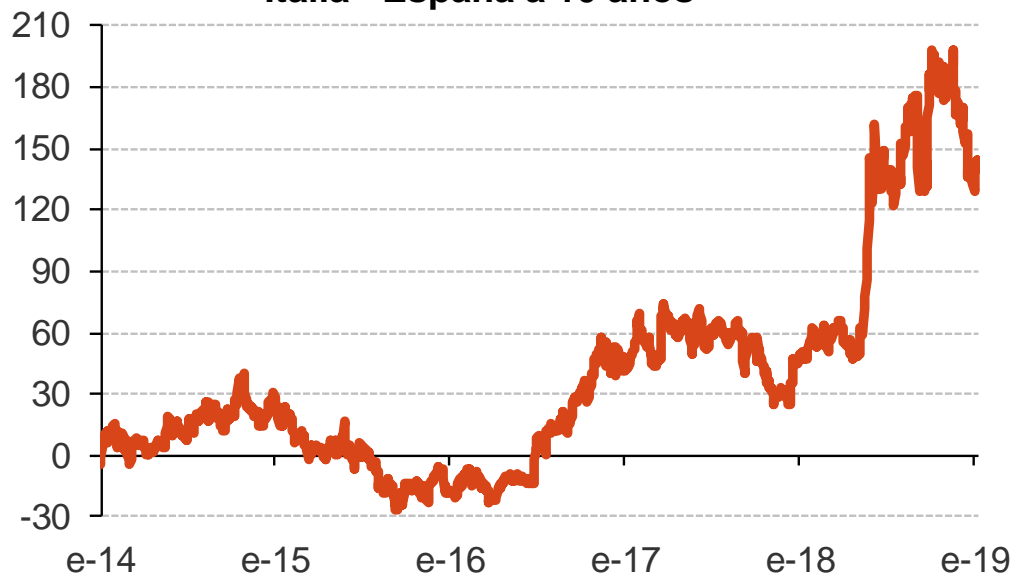




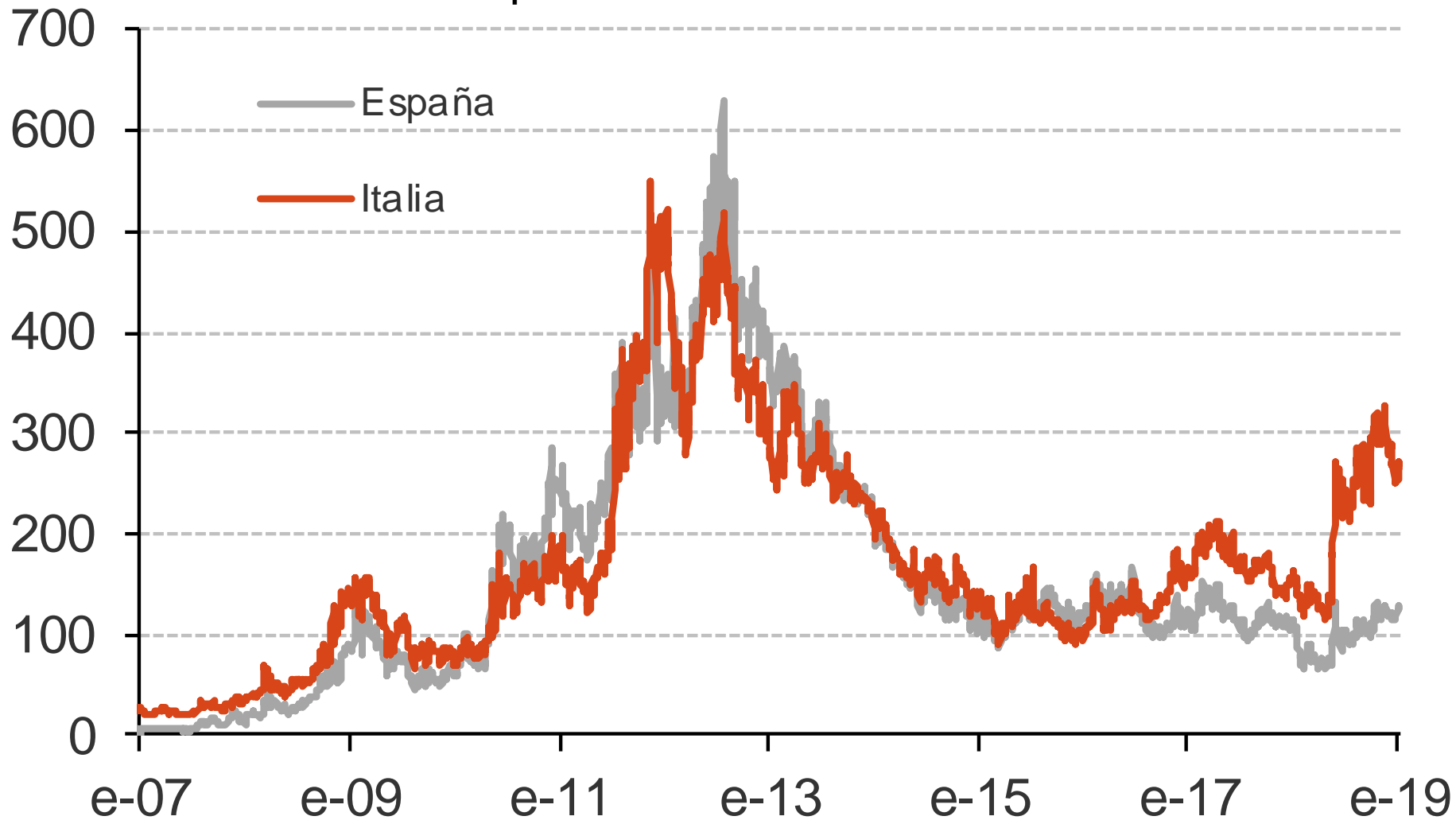
### Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Italia



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

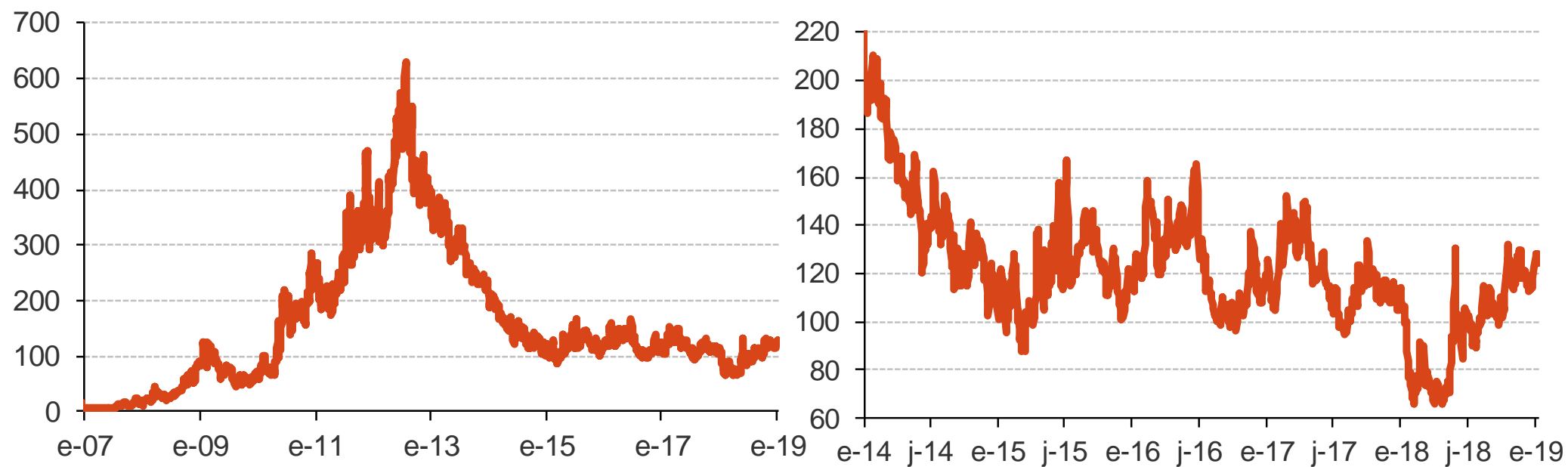


Evolución de la prima por riesgo de Italia y España a 10 años frente a Alemania



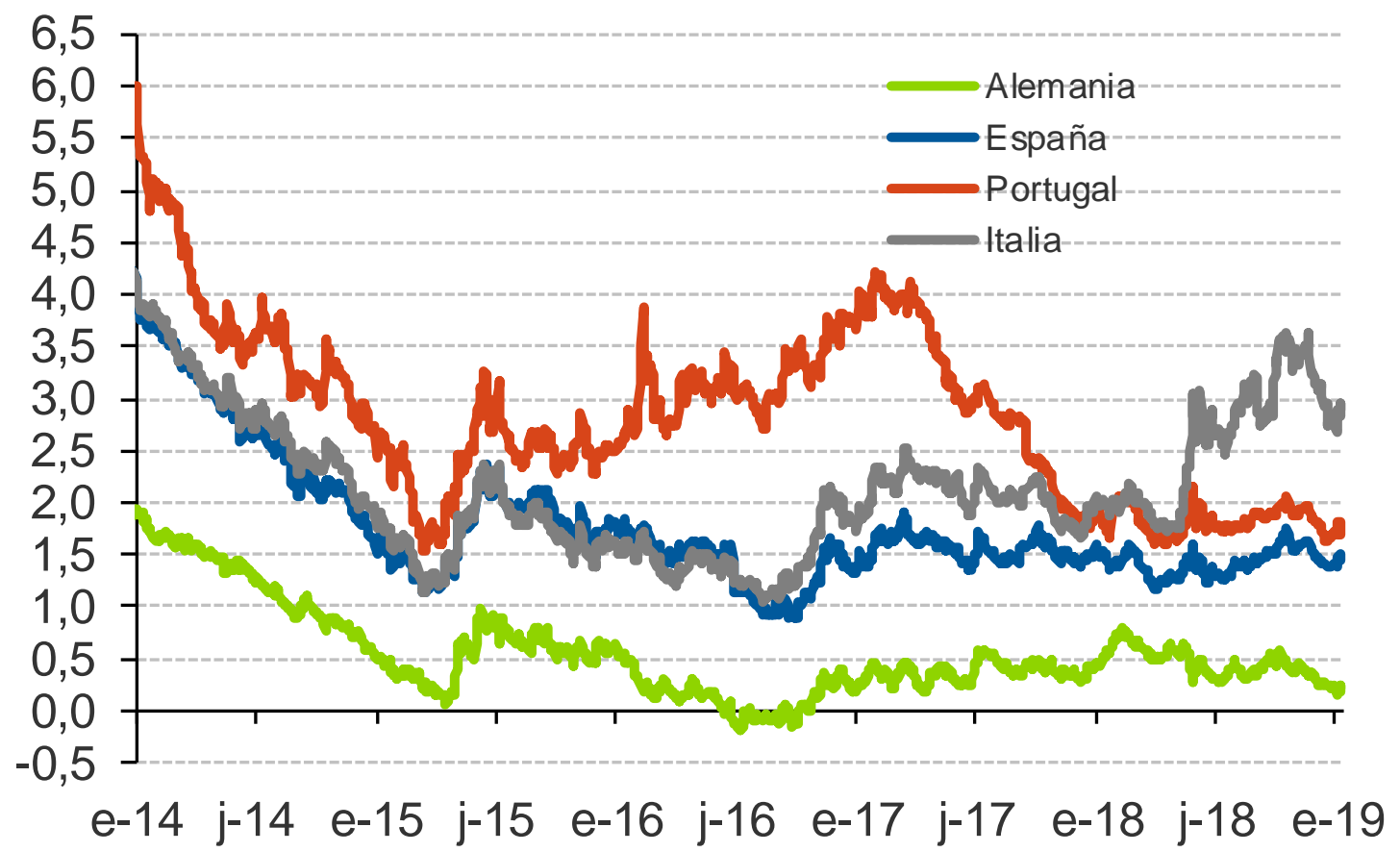
## La prima por riesgo de España supera los 120 pb

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



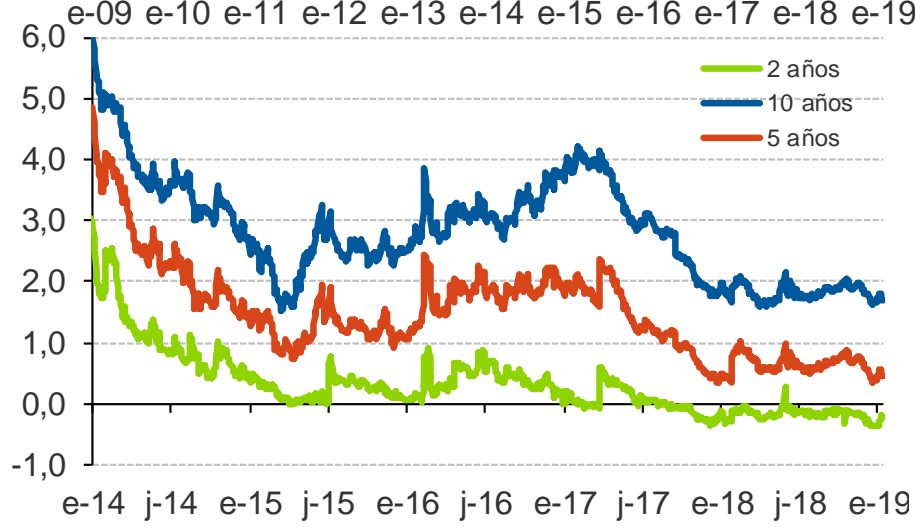
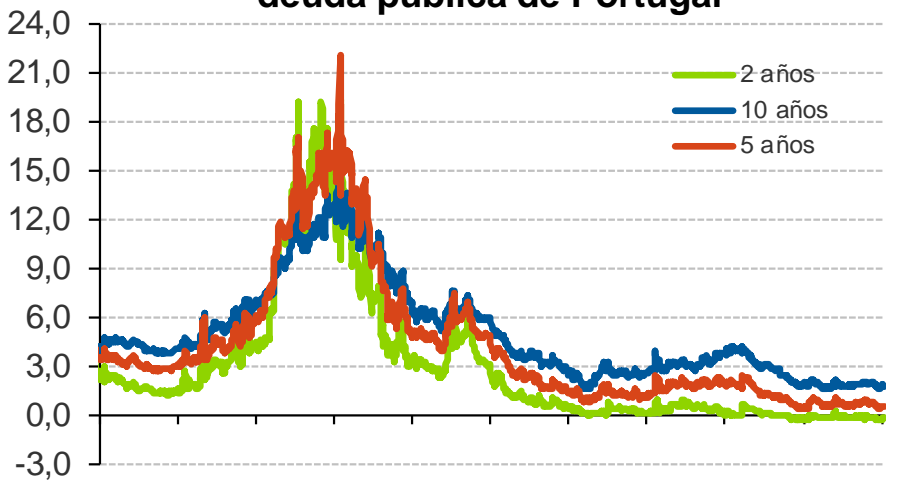
# Portugal se mantiene por debajo de Italia...

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

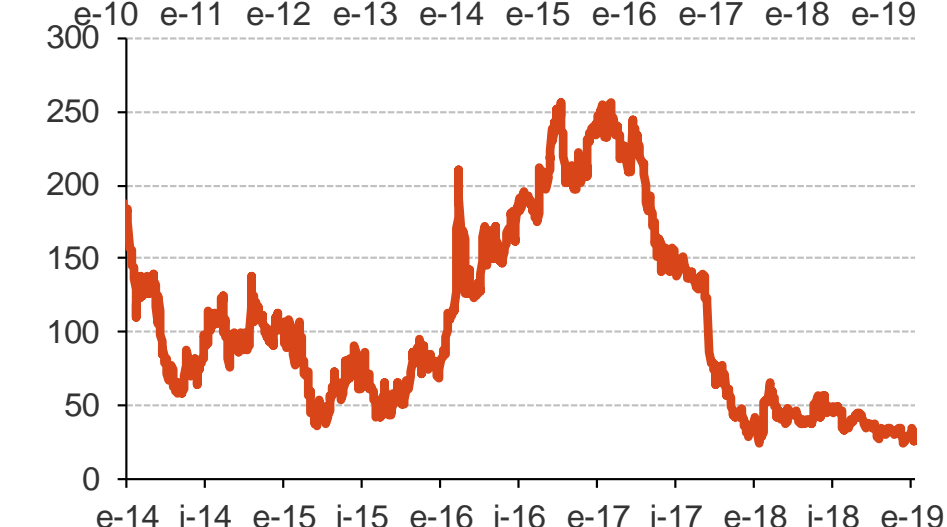
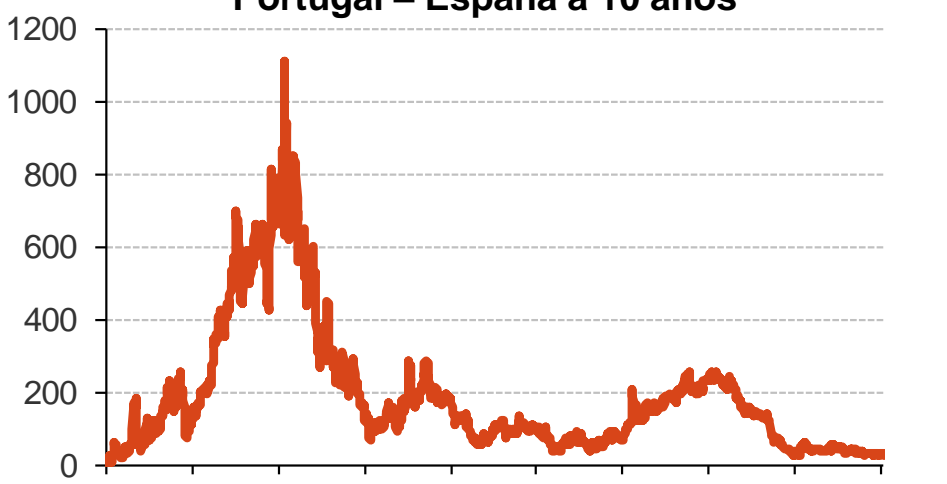


... gracias a la mejora de sus datos macro.

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



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



# Han seguido repuntando los diferenciales...

## Sector Spreads

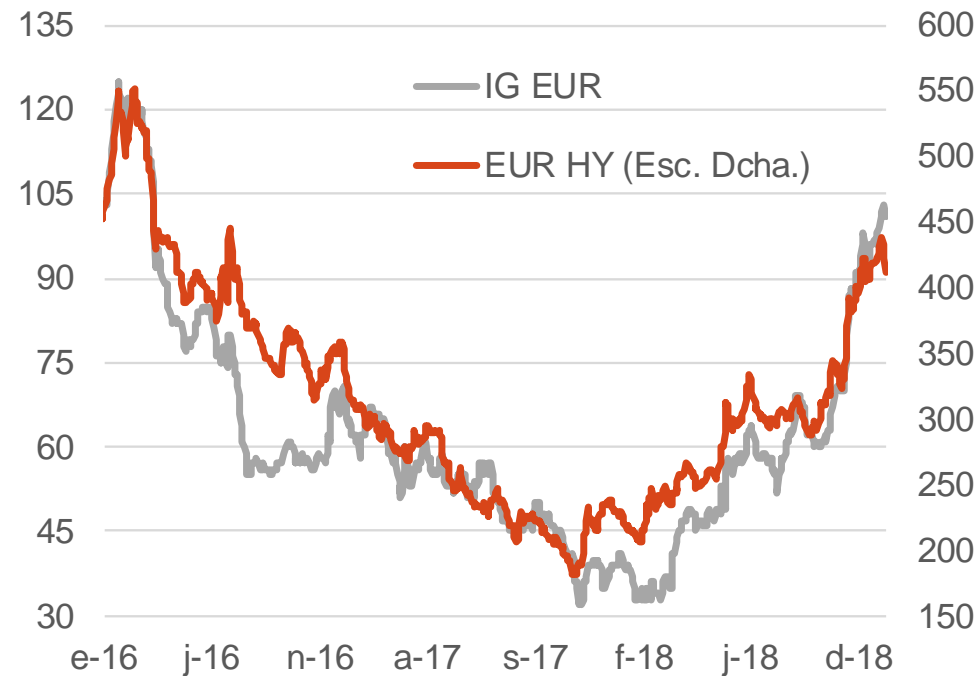
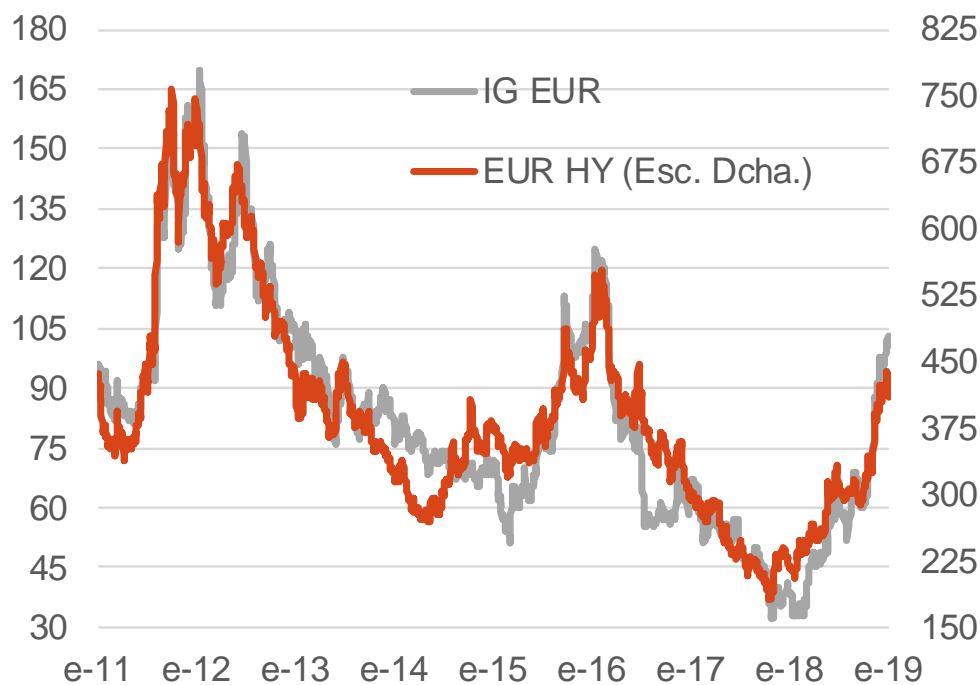


Source: Bloomberg, Barclays, JP Morgan, as of January 11, 2019.

Índice	07/11/2017		10/01/2019		Variación			Variación (%)	
	TIR	Spread	TIR	Spread	TIR	Spread	Risk free	Spread	Risk free
EUR IG	0,63	32	1,32	101	69	69	0	99%	1%
EUR HY	2,10	189	4,59	411	250	222	28	89%	11%
Global HY	5,10	307	6,91	425	181	118	63	65%	35%
BofA EM Corporate	4,09	206	5,44	283	135	77	58	57%	43%
RFE LC	6,83	n.d.	6,80	n.d.	-4	n.d.	n.d.		

... alejándose cada vez más de la zona de mínimos de noviembre de 2017

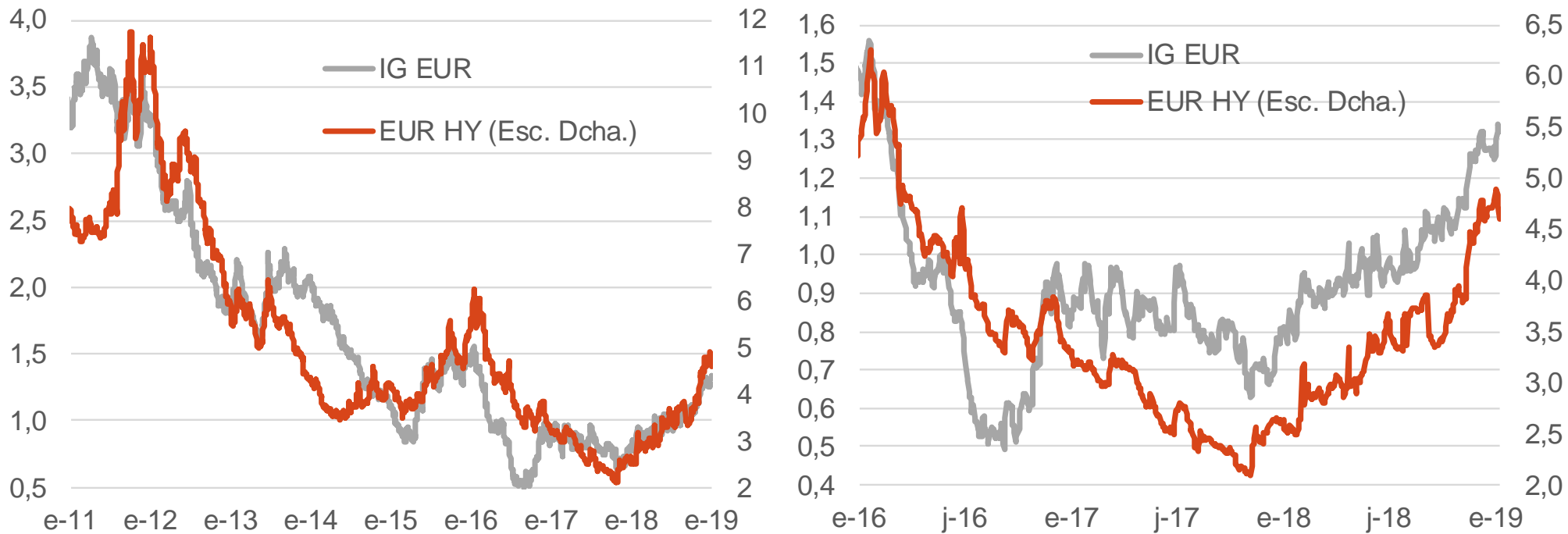
### Evolución de diferencias



*Spread del IG EUR 101 pb y  
411 pb el HY EUR*

El repunte del diferencial provocan que la TIR esté entre 65 y 250 pb por encima de los mínimos de noviembre de 2017.

### Evolución de la TIR

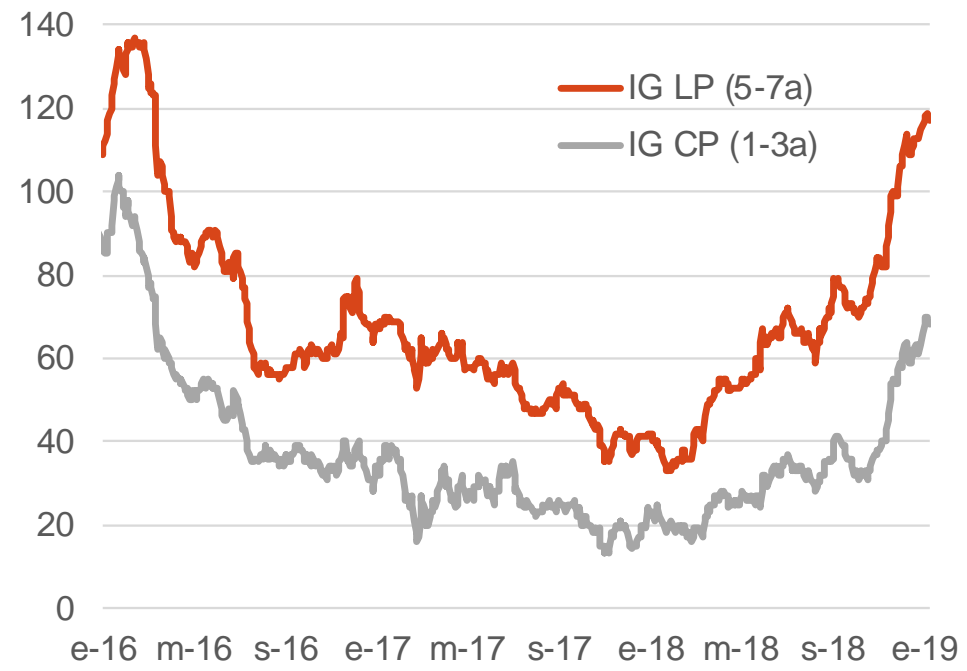
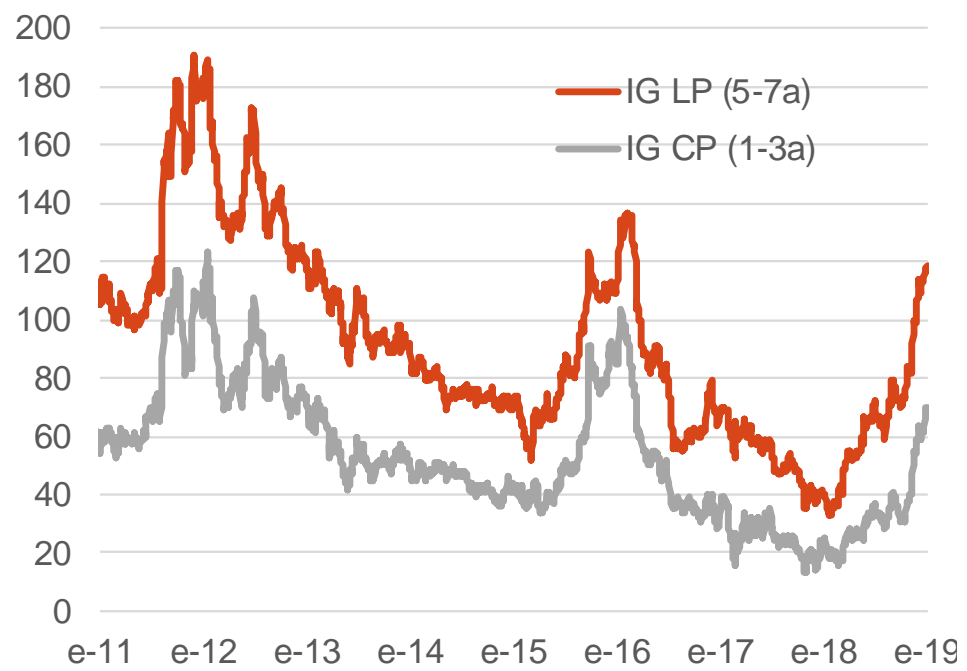


*TIR del IG EUR en el 1,32%, en el 4,59% la del HY EUR*



El movimiento de diferenciales se ha producido en todos los tramos, aunque en mayor medida en los largos...

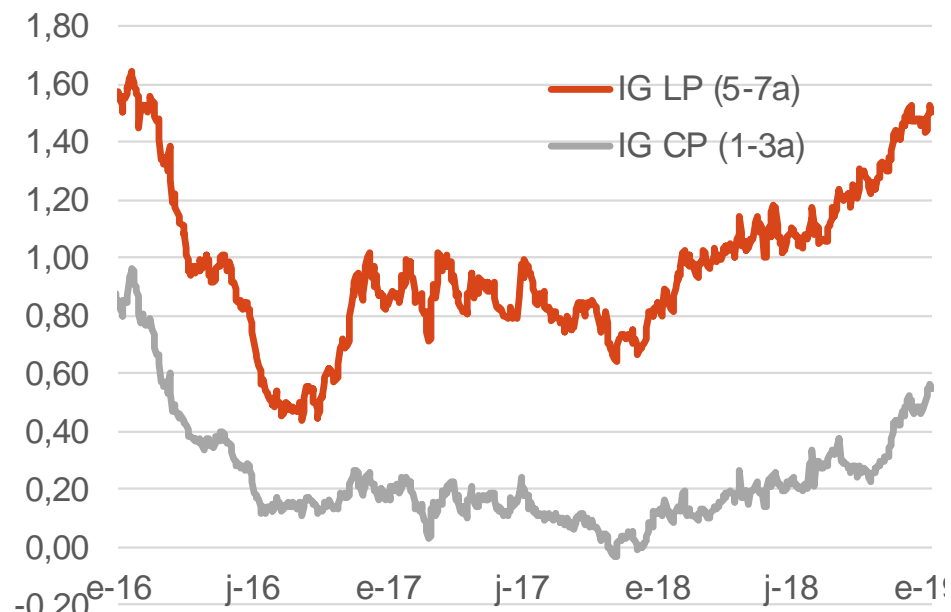
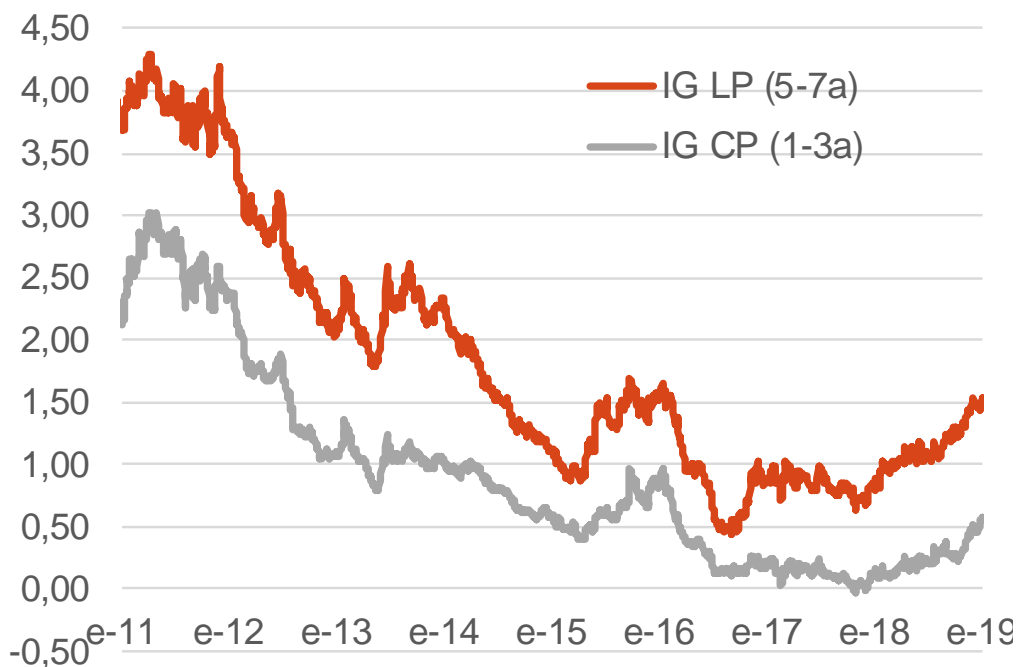
**Evolución de diferenciales**



*Spread del IG CP EUR 68 pb y 117 pb en IG LP*

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

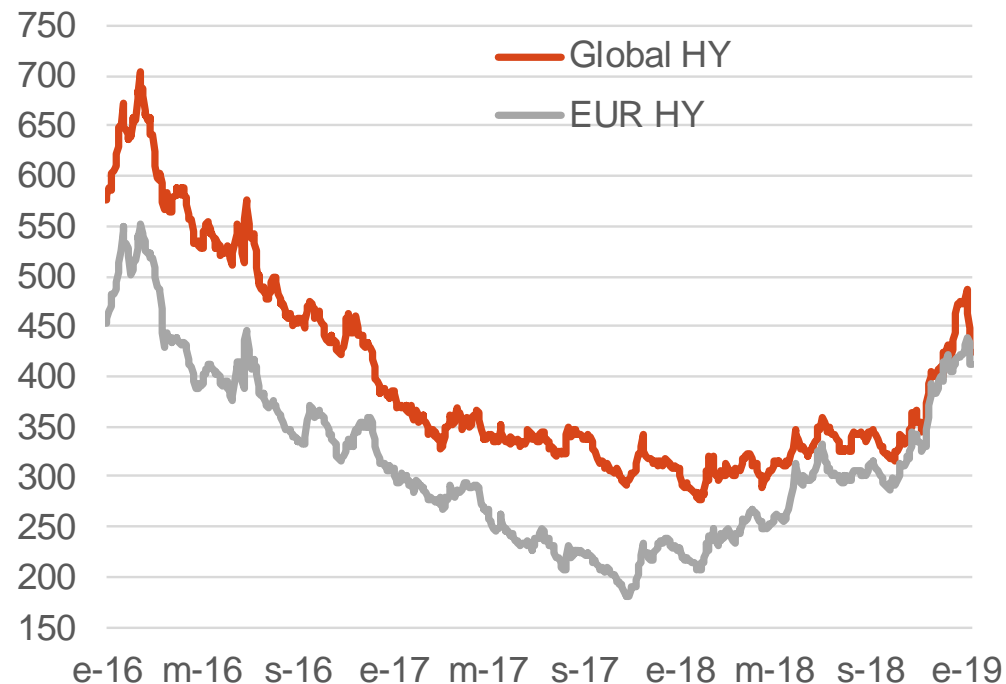
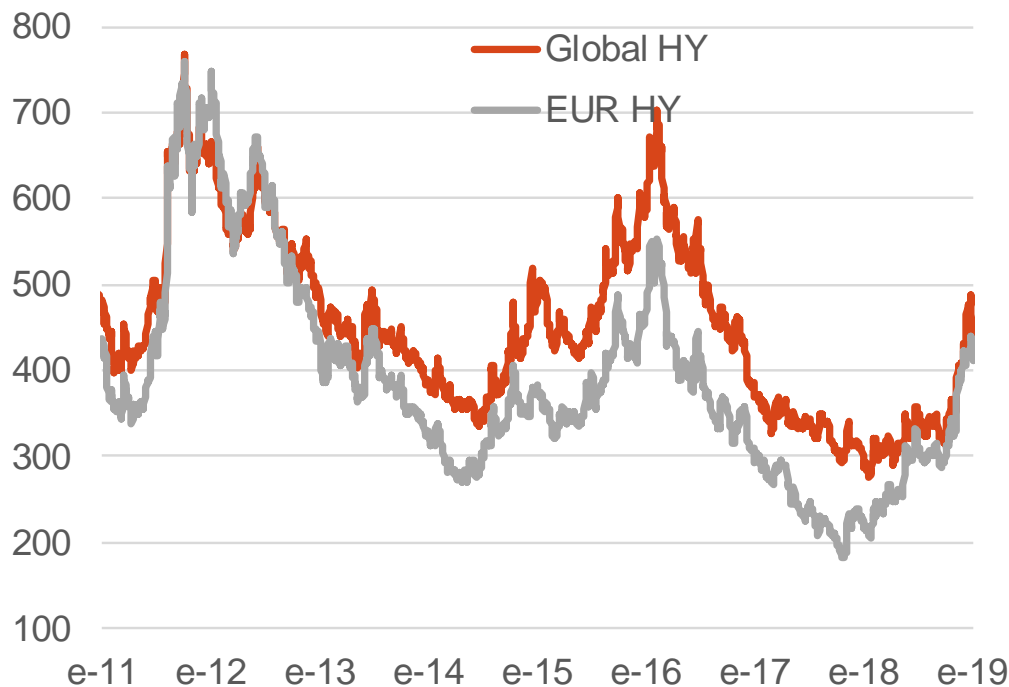
Evolución de la TIR



*TIR del IG EUR CP en el 0,55%*  
*TIR del IG EUR LP en el 1,50%*

# Los spreads actuales en RF HY...

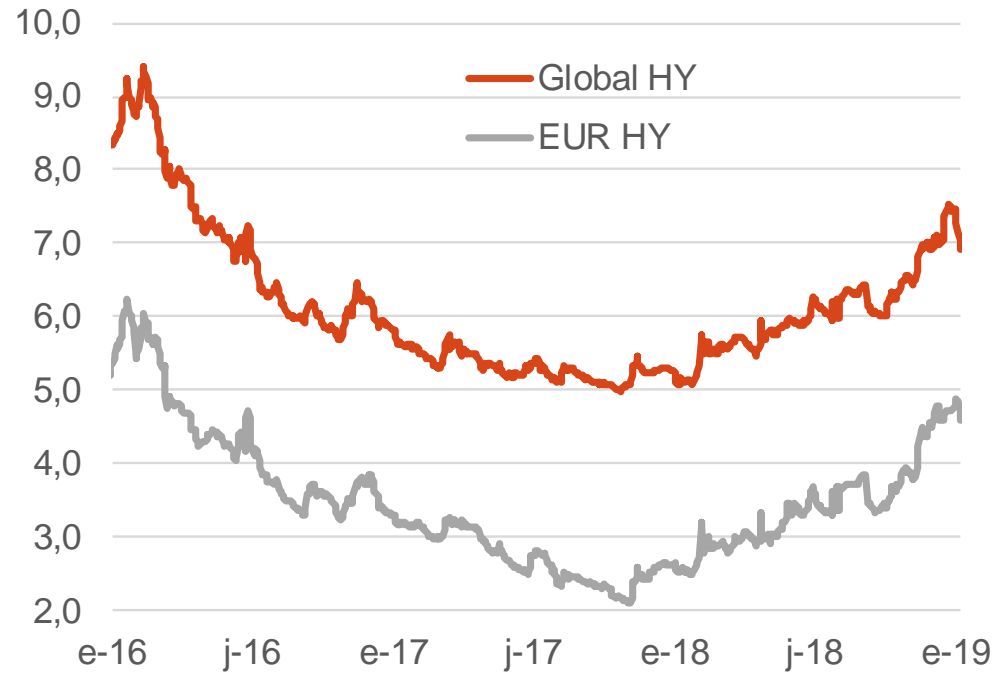
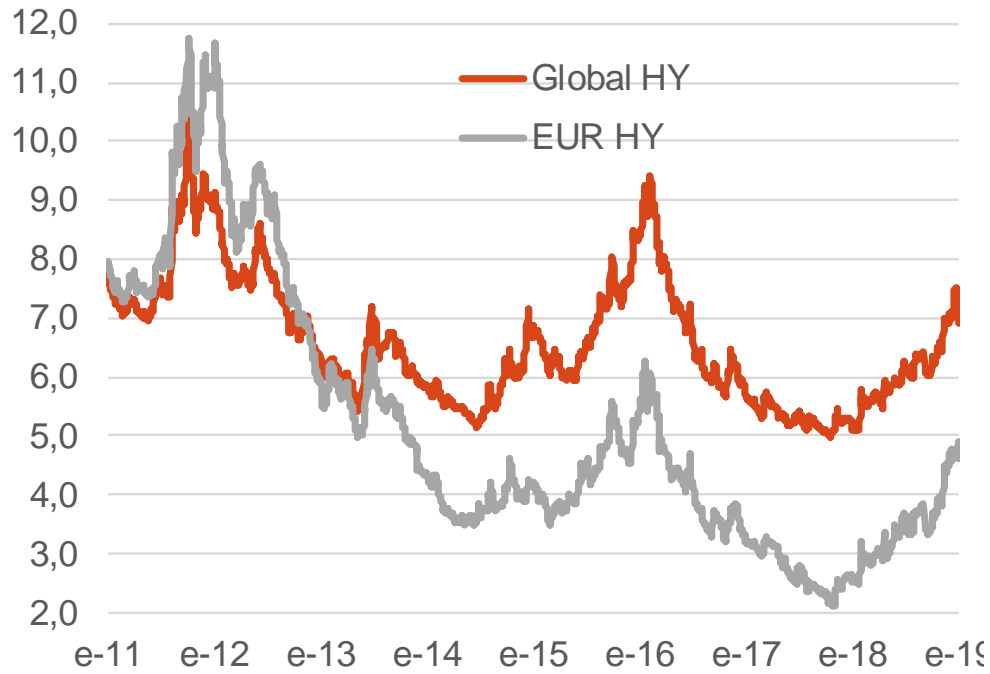
**Evolución de diferencias**



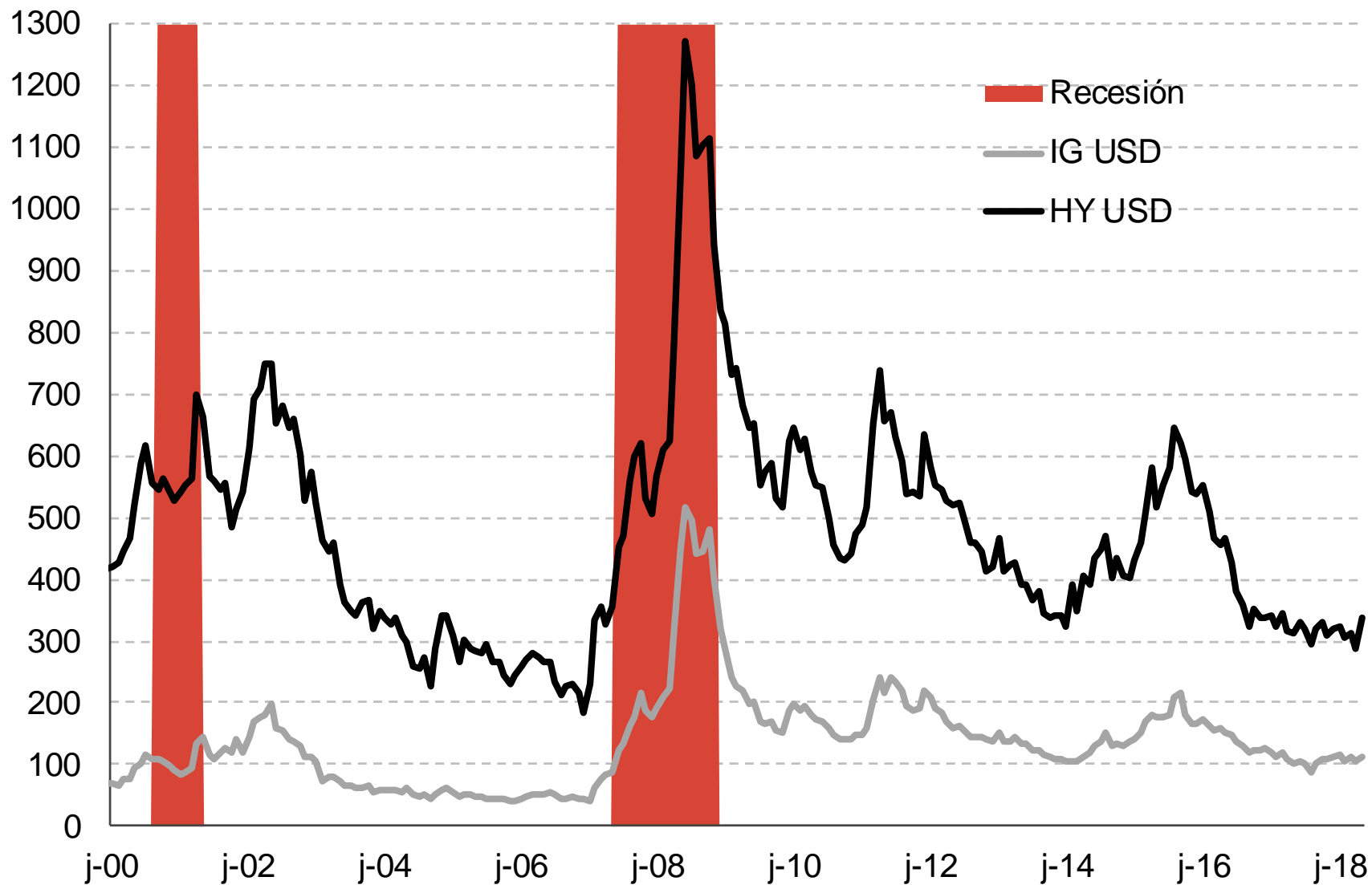
*Spread del HY EUR en 411 pb*  
*Spread del HY Global en 425 pb*

... provocan que la TIR del HY Global alcance el 7,0% (y llegó a situarse en el 7,5%).

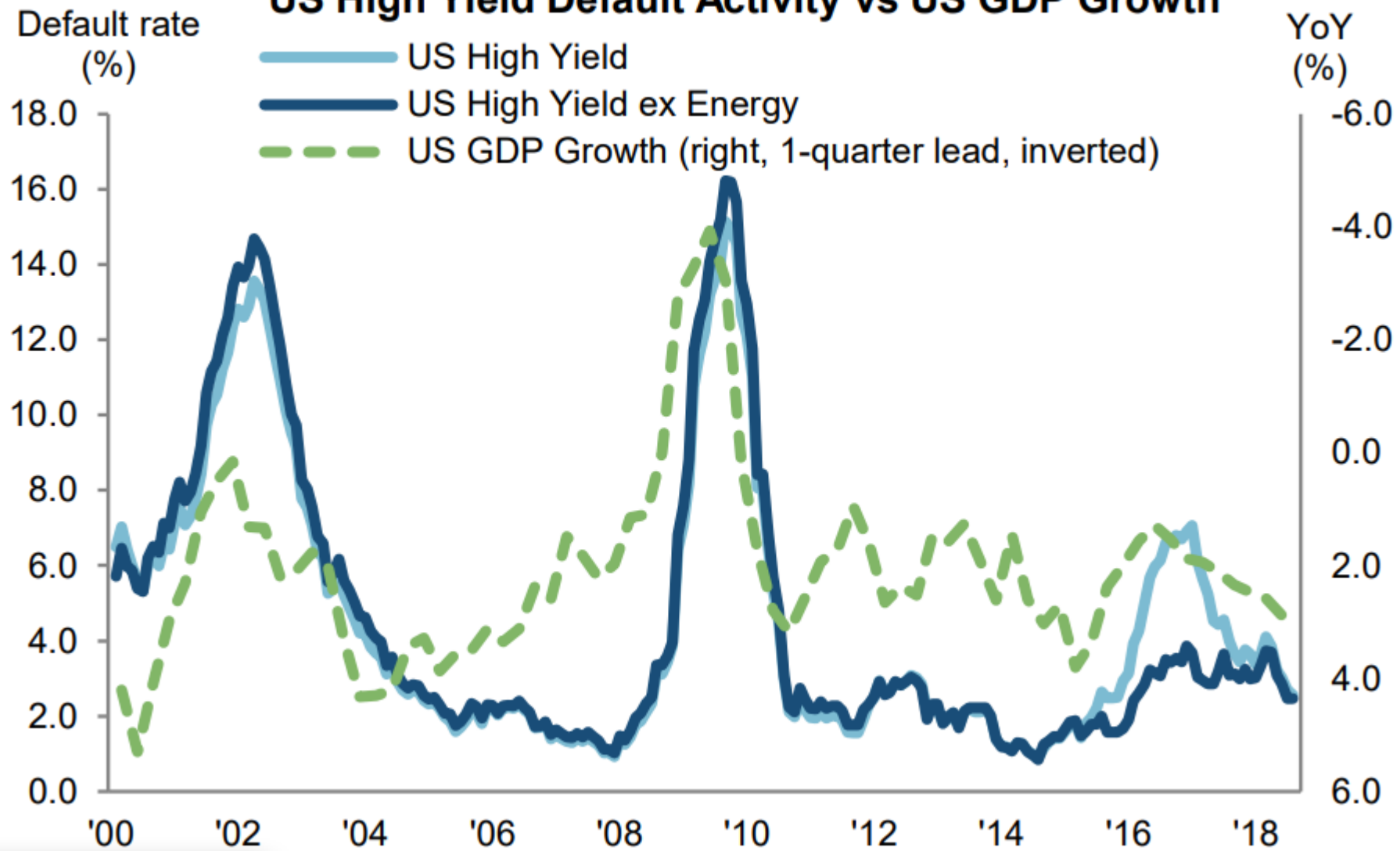
### Evolución de la TIR



*TIR del HY EUR en el 4,87%*  
*TIR del HY Global en el 7,46%*



## US High Yield Default Activity vs US GDP Growth





04/01/19

ISIN	FUND	ETF Currency	Rating	Yield	ModDur	AvMat	WtD	MtD	YtD	1 Yr
LU1681041205	AMUNDI GLOBAL EMERGING BOND MARKIT IBOXX UCITS ETF - USD (C)	USD	BB-	5,78	8,66	14,49	+1,23%	+1,07%	+1,07%	-3,88%
LU1681040496	AMUNDI EURO HIGH YIELD LIQUID BOND IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	B	4,67	3,97	4,63	-0,62%	-0,64%	-0,64%	-3,48%
LU1806495575	AMUNDI INDEX US CORP SRI UCITS ETF DR - USD (C)	USD	BBB	4,19	6,76	10,17	+0,39%	+0,15%	+0,15%	-
LU1525418726	AMUNDI INDEX BARCLAYS US CORP BBB 1-5 UCITS ETF DR - USD (C)	USD	BBB-	3,97	2,66	2,97	+0,12%	-0,00%	-0,00%	+0,65%
LU1681040900	AMUNDI FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF - USD (C)	USD	BBB+	3,92	0,11	3,16	-0,04%	-0,07%	-0,07%	+0,45%
LU1681040652	AMUNDI US TREASURY 7-10 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,64	7,45	8,47	+0,72%	+0,28%	+0,28%	+1,32%
LU1681040819	AMUNDI US TREASURY 1-3 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,51	1,85	1,93	+0,12%	+0,04%	+0,04%	+1,50%
LU1681040736	AMUNDI US TREASURY 3-7 UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	2,51	4,40	4,74	+0,42%	+0,14%	+0,14%	+1,63%
LU1681041387	AMUNDI BBB EURO CORPORATE INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB	2,12	5,76	6,44	-0,34%	-0,34%	-0,34%	-2,99%
LU1437024729	AMUNDI INDEX BARCLAYS GLOBAL AGG 500M UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A	1,97	6,90	10,73	+0,87%	+0,61%	+0,61%	+4,88%
LU1681046774	AMUNDI GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,71	7,46	9,39	-0,34%	-0,34%	-0,34%	-0,07%
FR0010754143	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	1,61	10,11	12,37	-0,35%	-0,35%	-0,35%	+0,26%
LU1437016204	AMUNDI INDEX J.P. MORGAN GBI GLOBAL GOVIES UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A+	1,56	8,00	9,92	+0,90%	+0,63%	+0,63%	+5,46%
LU1437018168	AMUNDI INDEX EURO AGG CORPORATE SRI UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	BBB+	1,55	4,80	5,24	-0,19%	-0,21%	-0,21%	-1,70%
LU1681040140	AMUNDI EURO CORPORATE EX FINANCIALS IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,51	5,49	5,98	-0,11%	-0,12%	-0,12%	-1,42%
LU1681039647	AMUNDI EURO CORPORATES UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,45	5,07	5,46	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-1,56%
LU1681040066	AMUNDI EURO CORPORATE FINANCIALS IBOXX UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	1,35	4,51	4,79	-0,34%	-0,35%	-0,35%	-1,75%
LU1525418643	AMUNDI INDEX BARCLAYS EURO CORP BBB 1-5 UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	BBB	1,27	2,85	3,02	-0,17%	-0,18%	-0,18%	-1,30%
LU1681046261	AMUNDI GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	1,24	7,64	9,49	-0,15%	-0,15%	-0,15%	+0,52%
LU1437018598	AMUNDI INDEX J.P. MORGAN EMU GOVIES IG UCITS ETF DR - EUR (C)	EUR	A-	1,22	7,66	9,52	-0,20%	-0,19%	-0,19%	+0,66%
LU1525419294	AMUNDI INDEX BARCLAYS US GOV INFLATION-LINKED BOND UCITS ETF DR - USD (C)	USD	AAA	1,03	7,77	8,52	+0,66%	+0,50%	+0,50%	-0,87%
FR0010754184	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 7-10 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,97	7,72	8,52	-0,14%	-0,14%	-0,14%	+0,98%
LU1681041031	AMUNDI FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS ETF - HEDGED EUR (C)	EUR	BBB+	0,81 **	0,11	3,16	-0,10%	-0,12%	-0,12%	-2,34%
FR0010754176	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 5-7 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,69	5,64	6,04	-0,09%	-0,09%	-0,09%	-0,16%
LU1681046691	AMUNDI GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF - EUR (C)	EUR	AA	0,64	8,07	9,84	+0,11%	+0,11%	+0,11%	+1,61%
LU1681041114	AMUNDI FLOATING RATE EURO CORPORATE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	0,55	0,12	1,87	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-1,35%
FR0010754168	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 3-5 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,26	3,86	4,06	-0,06%	-0,05%	-0,05%	-0,33%
FR0010754127	AMUNDI ETF EURO INFLATION UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	0,18	7,98	8,62	-0,40%	-0,39%	-0,39%	-2,13%
LU1681046345	AMUNDI GOVT BOND LOWEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	0,06	1,97	2,05	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,49%
FR0010754135	AMUNDI ETF GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-0,11	1,99	2,05	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,43%
FR0010754200	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS EUROMTS INVESTMENT GRADE UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	BBB+	-0,33	0,21	0,22	+0,02%	+0,02%	+0,02%	-0,69%
LU1681046428	AMUNDI GOVT BOND HIGHEST RATED EUROMTS INVESTMENT GRADE 1-3 UCITS ETF - EUR (C)	EUR	AA	-0,52	2,00	2,03	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,54%
FR0010821850	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE DAILY UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-1,24	-7,64	9,49	+0,11%	+0,11%	+0,11%	-1,52%
FR0010823385	AMUNDI ETF SHORT GOVT BOND EUROMTS BROAD INVESTMENT GRADE 10-15 DAILY UCITS ETF UCITS ETF - EUR (C)	EUR	A-	-1,61	-10,11	12,37	+0,33%	+0,33%	+0,33%	-1,37%
FR0010892745	AMUNDI ETF SHORT US TREASURY 7-10 DAILY UCITS ETF UCITS ETF - USD (C)	USD	AAA	-2,64	-7,45	8,47	-0,65%	-0,25%	-0,25%	+1,86%

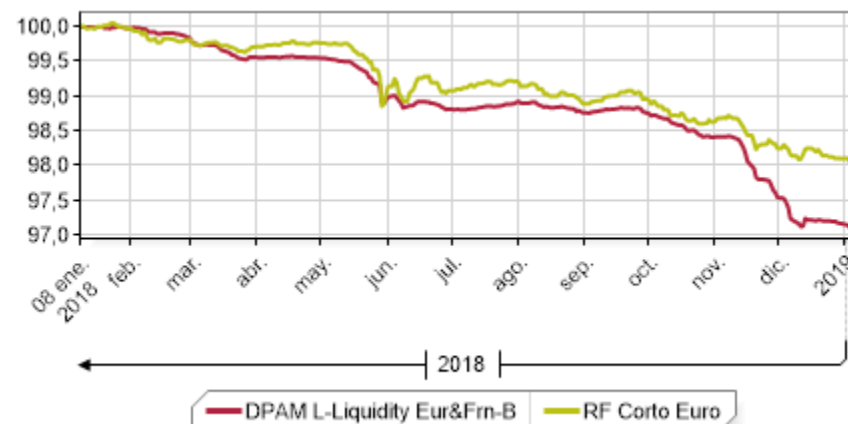
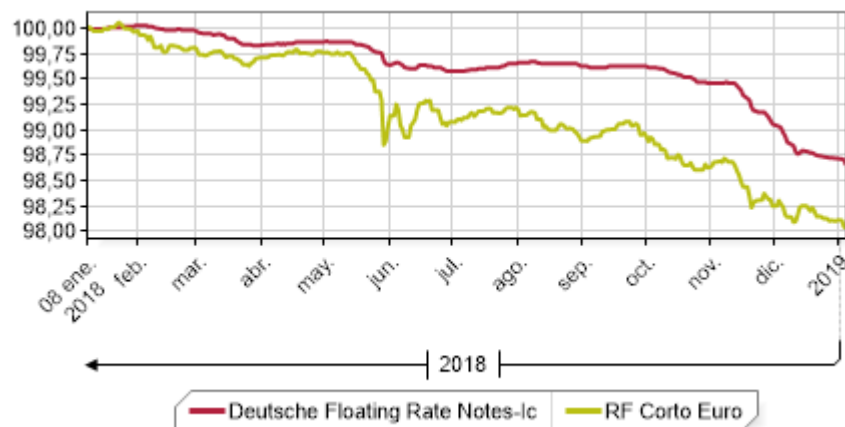
Source: FTSE MTS, Markit, JP Morgan, Bloomberg, Amundi

\*\* Yield net of hedging cost

Credit Spread Duration : FRN EUR 1,72  
FRN USD 2,81

## La ampliación de diferenciales impacta negativamente en los FRN...

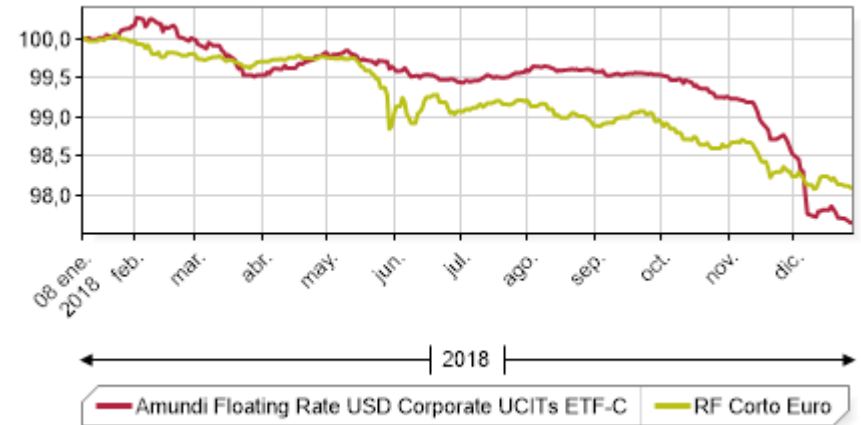
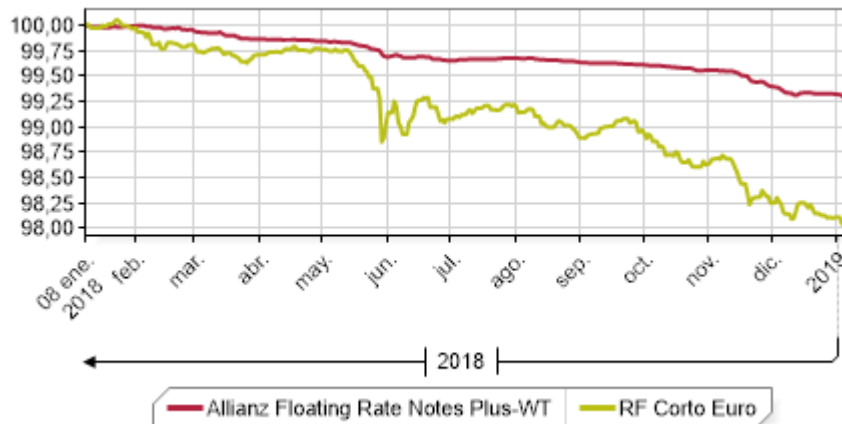
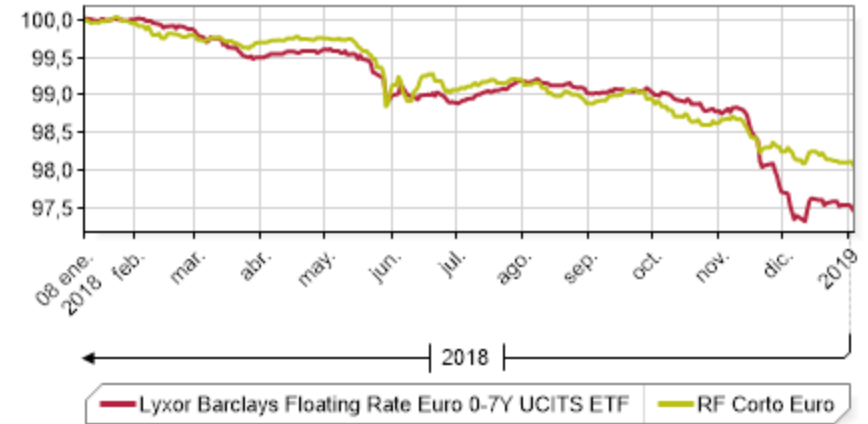
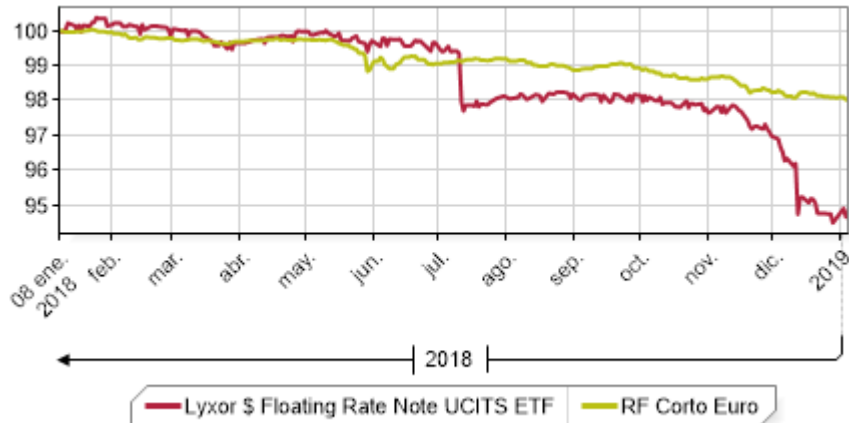
Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2019% ▼	Fecha
Lyxor \$ Floating Rate Note UCITS ETF	RFCE	-1,9	-3,3	-5,5	-	-	0,3	04/01
Allianz Floating Rate Notes Plus-WT	RFCE	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-	0,0	04/01
DPAM L-Liquidity Eur&Frm-B	RFCE	-0,4	-1,6	-2,9	-2,1	0,5	-0,1	03/01
Deutsche Floating Rate Notes-Ic	RFCE	-0,4	-1,0	-1,3	-	-	-0,1	04/01
Lyxor Barclays Floating Rate Euro 0-7Y UCITS ETF	RFCE	-0,3	-1,6	-2,6	-1,5	-	-0,1	03/01
Amundi Floating Rate USD Corporate UCITs ETF-C	RFCE	-1,0	-1,9	-2,3	-	-	-	28/12



<http://www.afi-inversiones.es/b13.html>



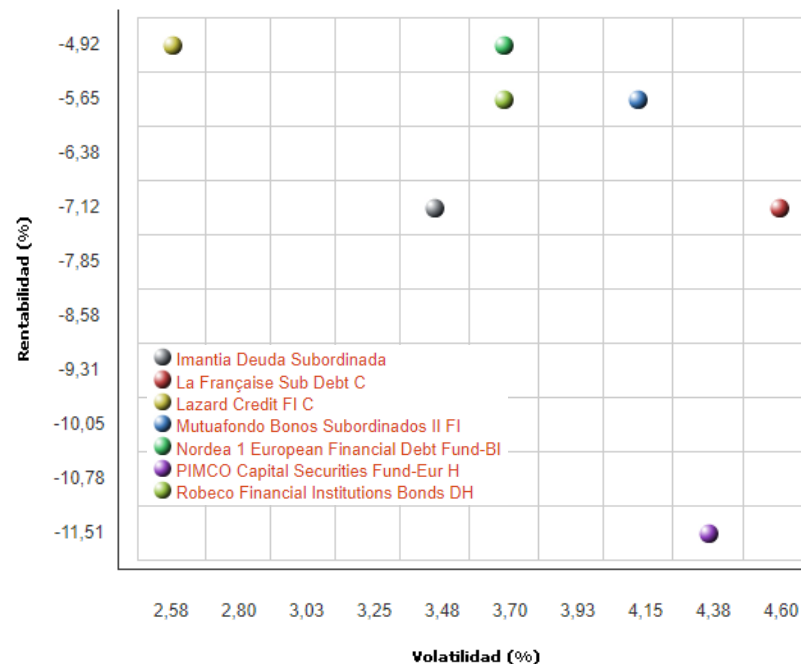
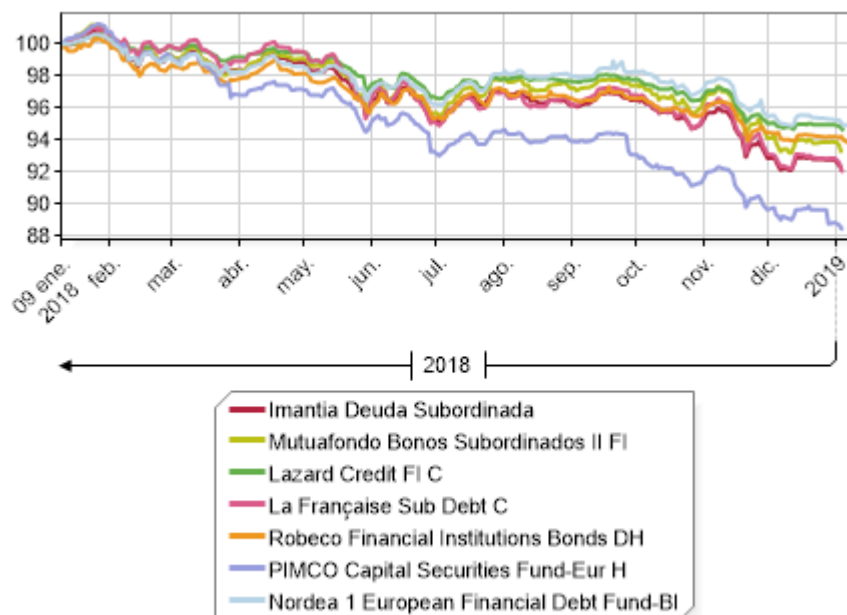
## ... con diferencias en función de la duración del crédito



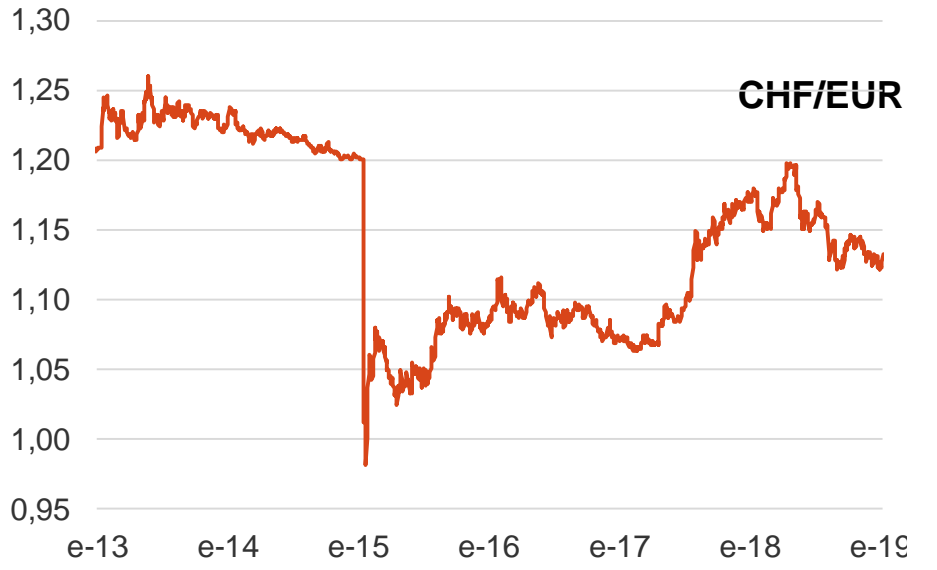
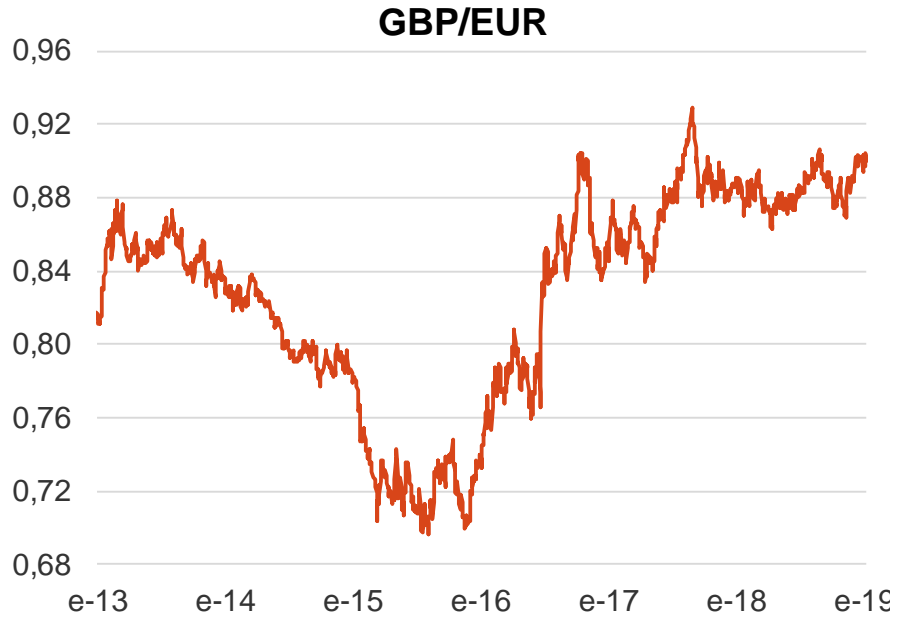
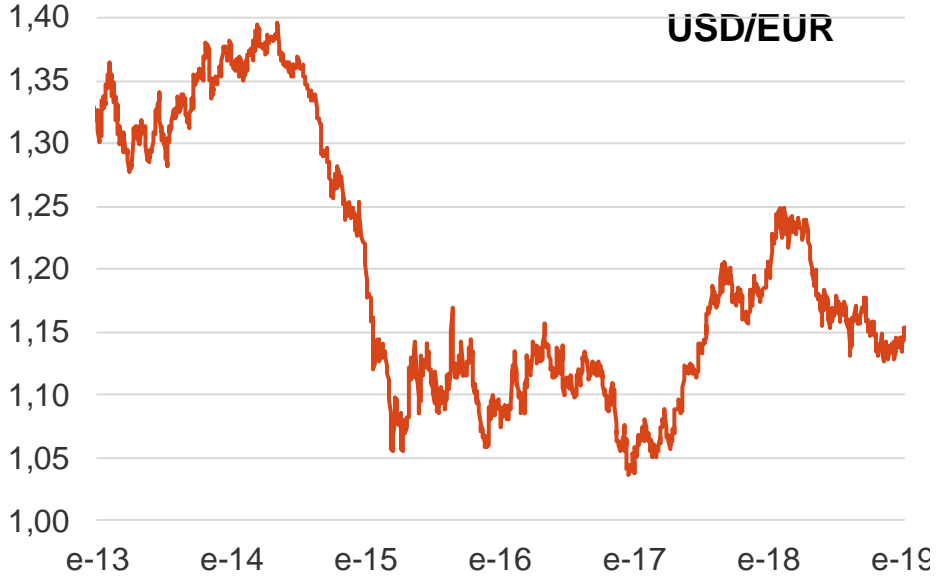
<http://www.afi-inversiones.es/b15.html>

## Un año muy negativo en renta fija financiera subordinada

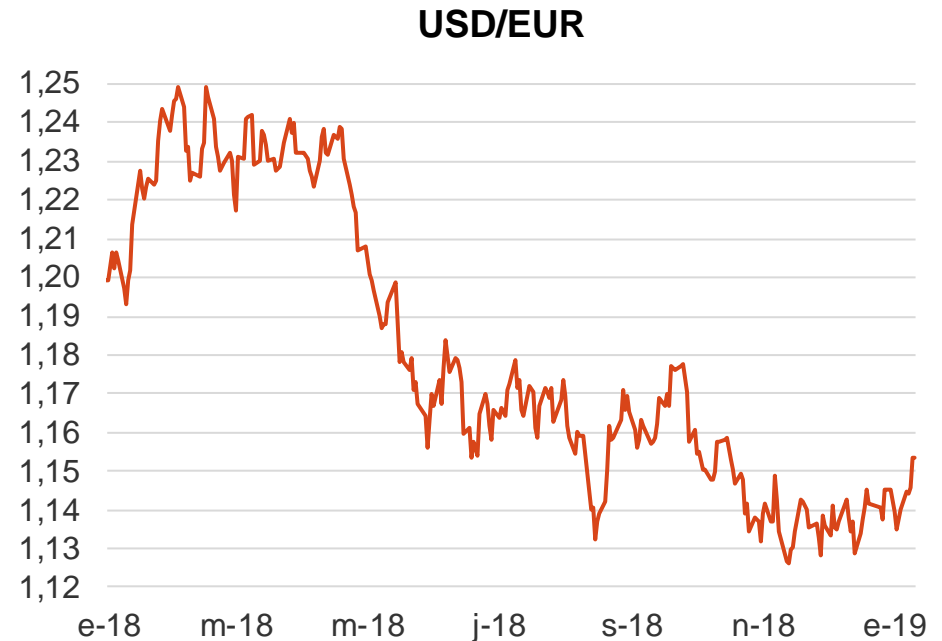
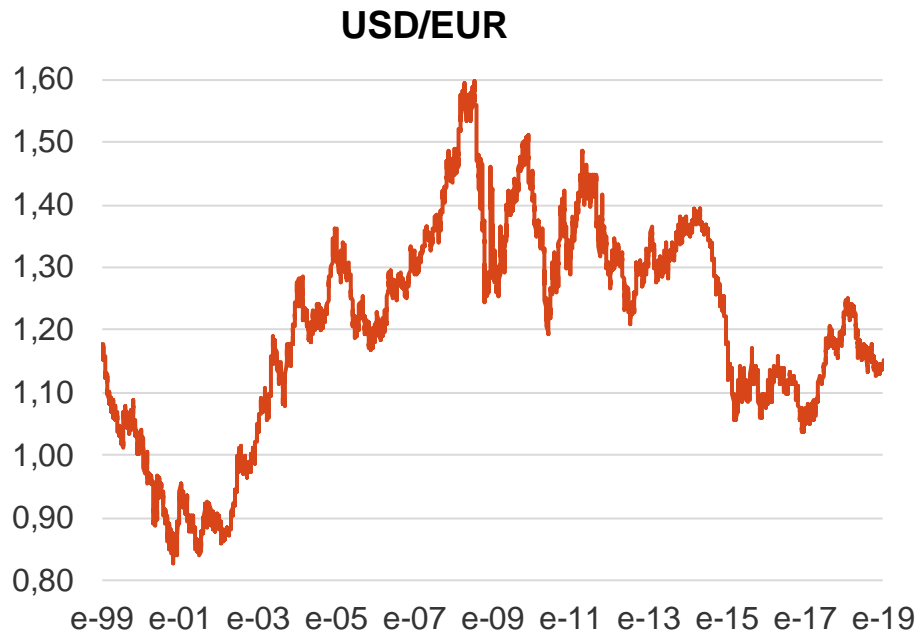
Fondo	Cat.	1m%	3m%	1a%	3a%	5a%	2019% ▼	Fecha
Lazard Credit FI C	RFCHY	-0,4	-3,0	-4,9	8,0	16,1	-0,2	03/01
Nordea 1 European Financial Debt Fund-BI	RFCHY	-0,1	-3,3	-5,0	13,3	23,7	-0,4	07/01
PIMCO Capital Securities Fund-Eur H	RFCHY	-1,0	-4,8	-11,5	-6,2	-5,5	-0,4	04/01
Robeco Financial Institutions Bonds DH	RFCHY	-0,3	-2,8	-5,8	8,8	18,5	-0,5	07/01
Imantia Deuda Subordinada	RFCHY	-0,8	-4,4	-7,3	0,1	5,4	-0,6	03/01
Mutufondo Bonos Subordinados II FI	RFCHY	-1,2	-4,4	-6,3	1,0	10,2	-0,7	03/01
La Française Sub Debt C	RFCHY	-0,9	-4,9	-7,8	11,3	20,4	-0,9	04/01



## 9.3. | Divisas



## El USD ejerce de activo refugio, profundizando en su sobrevaloración



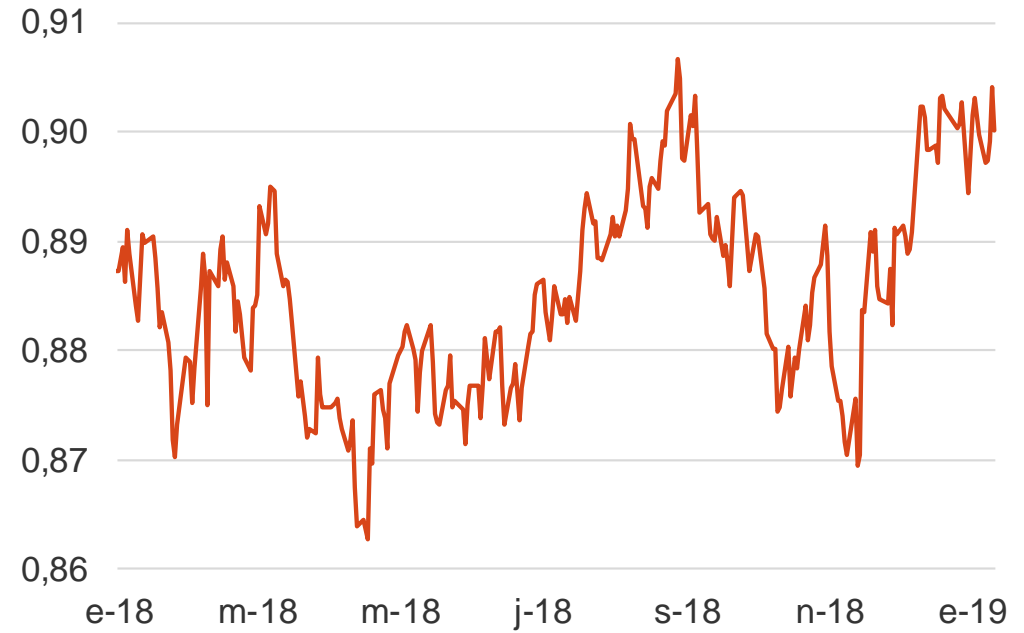
- Si en 2017, las sorpresas positivas en la economía de la UME (así como los resultados electorales de los candidatos “pro europeístas”) permitieron una apreciación del EUR frente al USD (de 1,05 USD/EUR a 1,18 USD/EUR), en 2018 el movimiento ha sido el contrario.
- El deterioro de las previsiones de crecimiento pero, sobre todo, la tensión entre el gobierno de Italia y la Comisión Europea y el entorno de *risk off* ha favorecido una apreciación del USD, que ha ejercido de activo refugio.

## La GBP se deprecia ante el temor a un *hard Brexit*

GBP/EUR



GBP/EUR



El JPY se aprecia frente al EUR en el reciente episodio de *risk off*

JPY/EUR



JPY/EUR



## Previsiones Afi

### Tipos de cambio del EUR y previsiones Afi

<b>Cruce</b>	<b>Último</b>	<b>mar-19</b>	<b>jun-19</b>	<b>sep-19</b>	<b>dic-19</b>	<b>mar-20</b>	<b>jun-20</b>
USD/EUR	1,141	1,175	1,195	1,225	1,230	1,250	1,260
GBP/EUR	0,89	0,90	0,89	0,88	0,87	0,87	0,87
JPY/EUR	128,7	130,0	131,0	134,0	133,0	134,0	135,0

- Esperamos que, a medida que se reduzca el entorno de aversión al riesgo, la Fed de por finalizado el proceso de subidas de tipos de interés y se produzca cierta convergencia en el crecimiento del PIB entre EEUU y la UME, el USD/EUR regrese a niveles “de equilibrio”. El diferencial de inflación y la persistencia del déficit por cuenta corriente en EEUU son factores que justifican esta previsión.
- Respecto a la GBP, entendemos que debería recuperarse, pero somos conscientes de las elevadas incertidumbres asociadas al BREXIT, con un impacto incierto sobre GBP/EUR.
- En cuanto al JPY, esperamos que asistamos a una corrección de la apreciación observada en 2018.



## 9.4. | Emergentes

## Recomendación de activos emergentes

### Recomendación Afi mercados emergentes:

#### 1. Renta variable: **INFRAPONDERAR**

- Tomamos las cesiones del mercado como oportunidad de compra, aunque manteniendo la infraponderación.

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

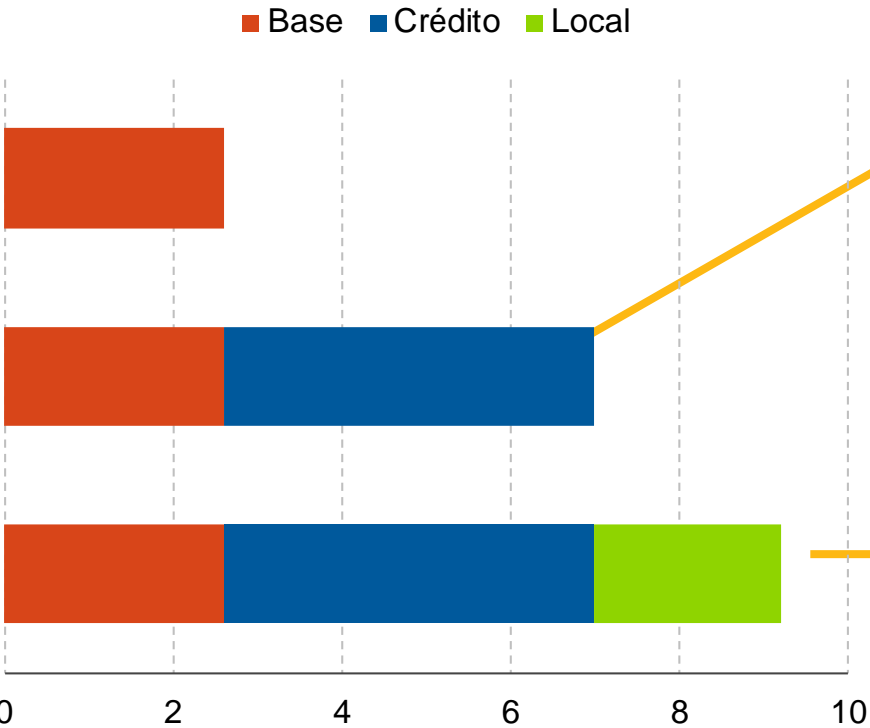
- La deuda externa de países emergentes es la que podría tener mayor riesgo de impago.

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

- El repunte de tipos de interés ofrece una buena protección. Mantenemos la sobreponderación en países protegidos de *shocks* externos.

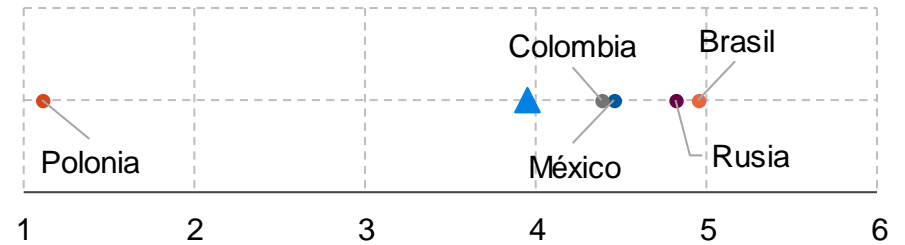
# Rentabilidad de la renta fija emergente

### Composición de la TIR 10 años en emergentes

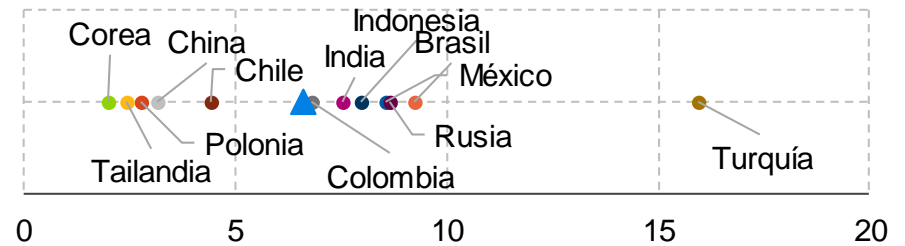


Fuente: Afi

### TIR 10 años en USD de países emergentes (%)



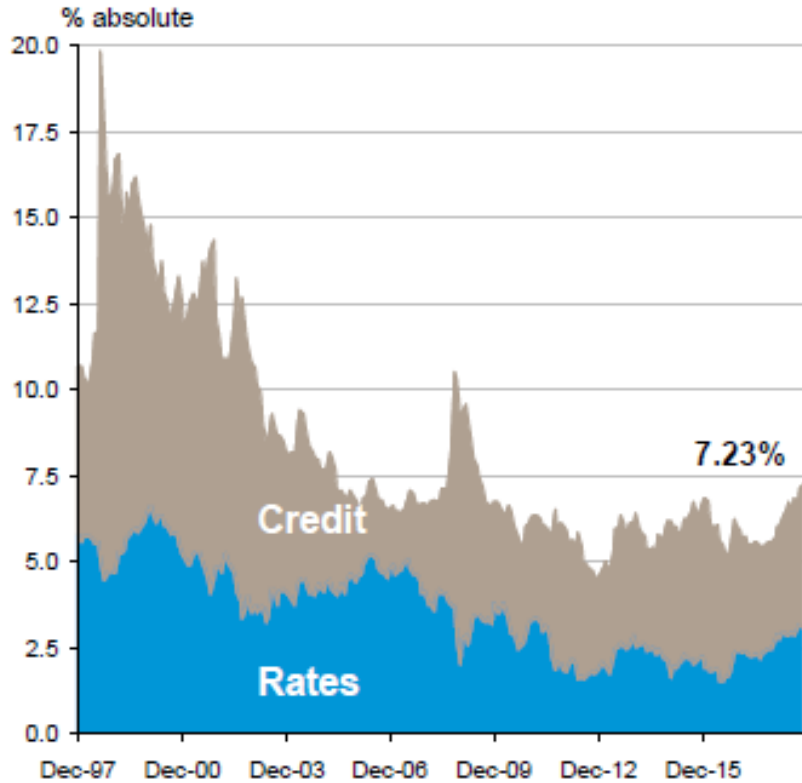
### TIR 10 años de emisiones en divisa local de países emergentes (%)



Fuente: Afi, Bloomberg

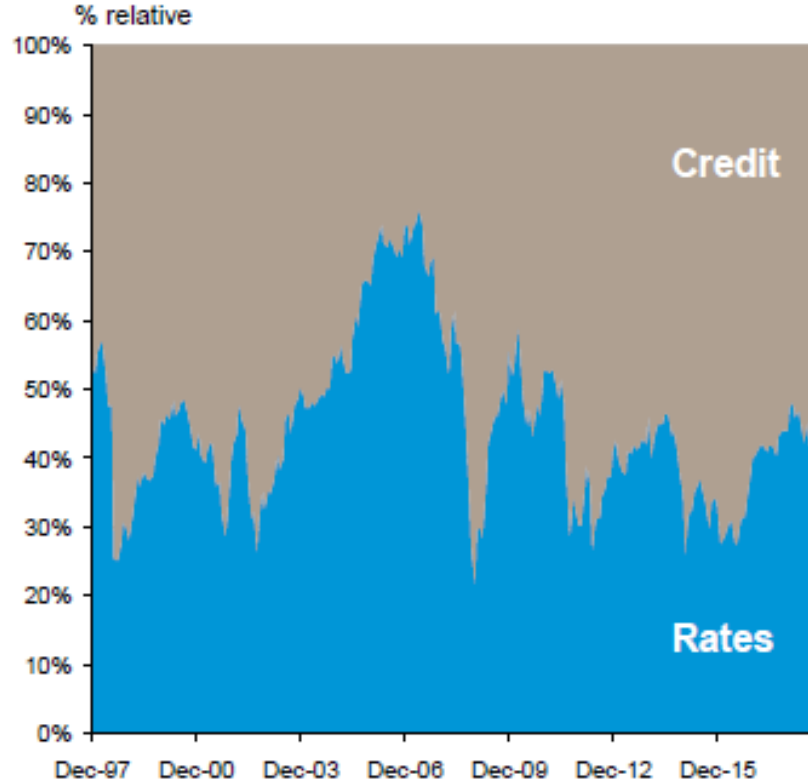
# Rentabilidad de la renta fija emergente

Yield-to-maturity decomposition credit vs. yield curve exposure



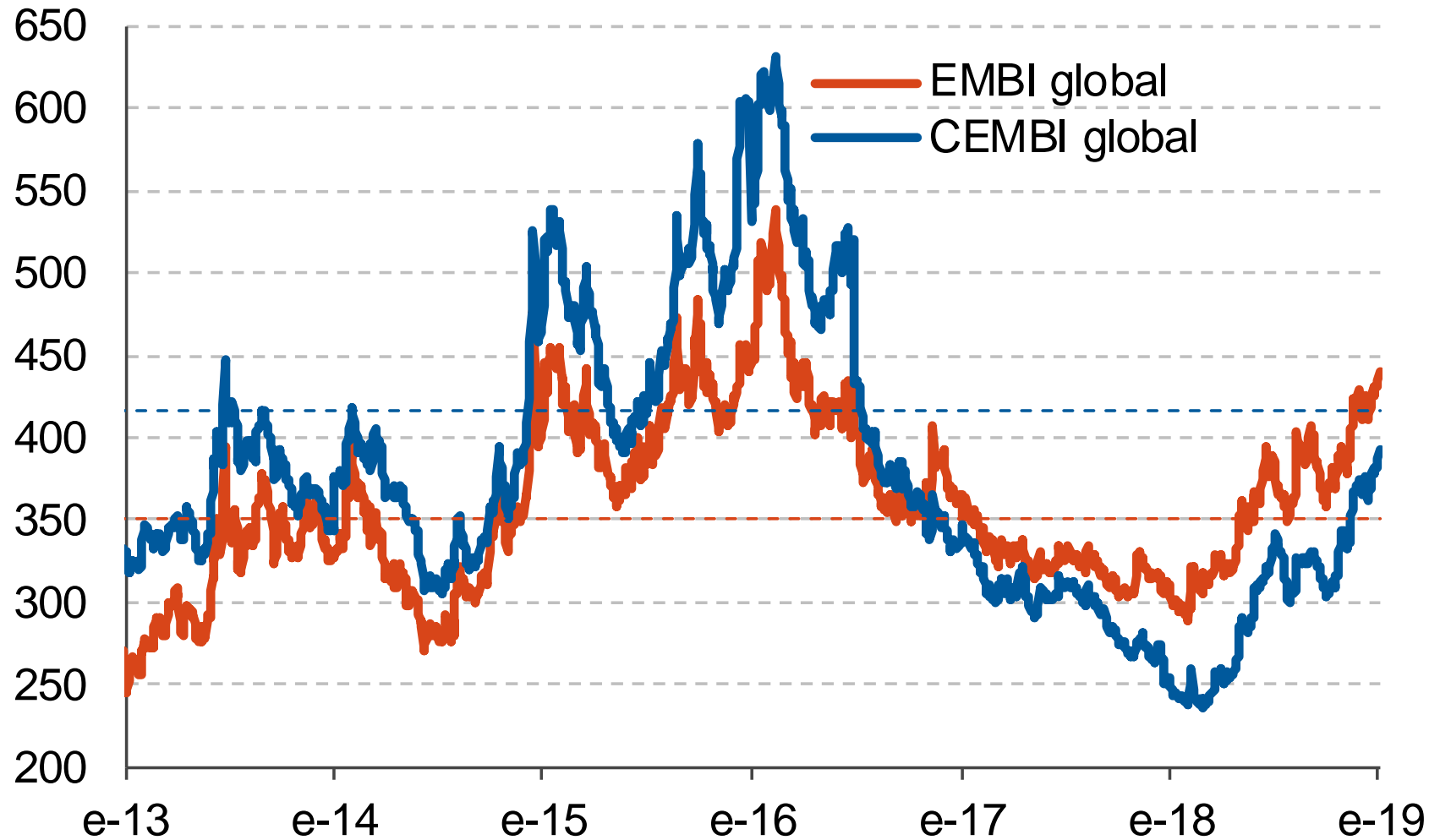
■ EMBI Global credit spread  
■ YTM benchmark yield curve

Yield-to-maturity decomposition credit vs. yield curve exposure

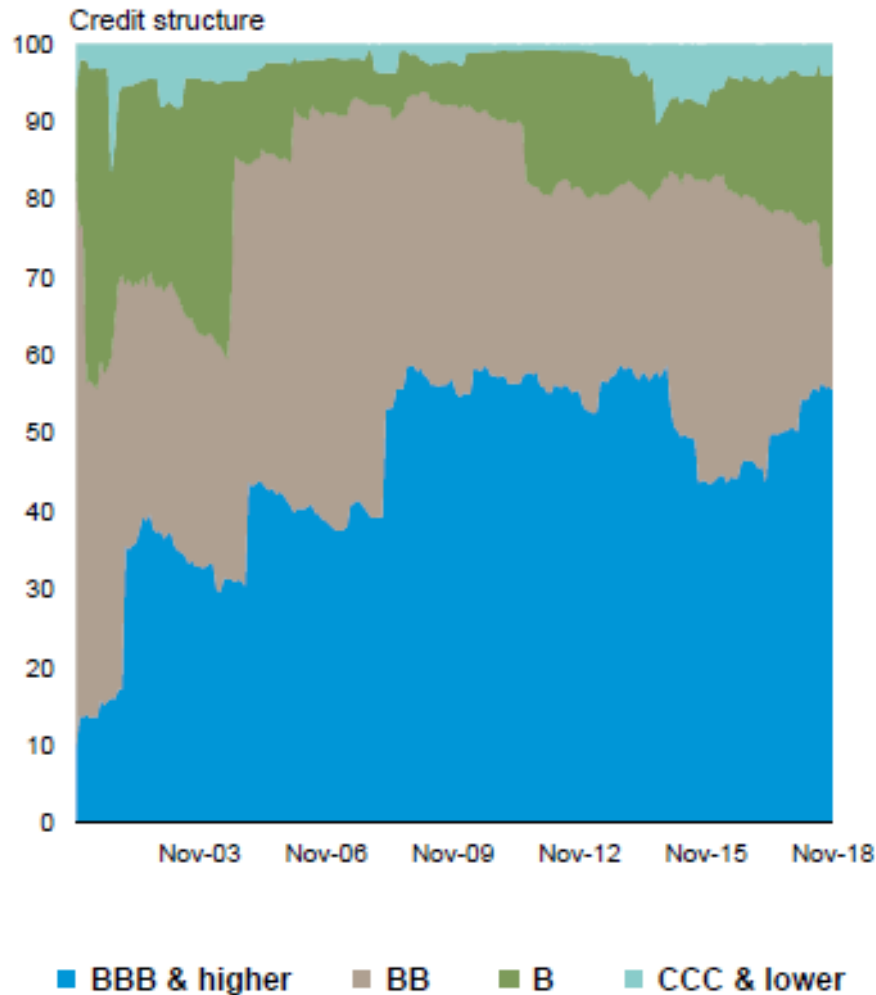


## Aumento de los diferenciales de la RF emergente...

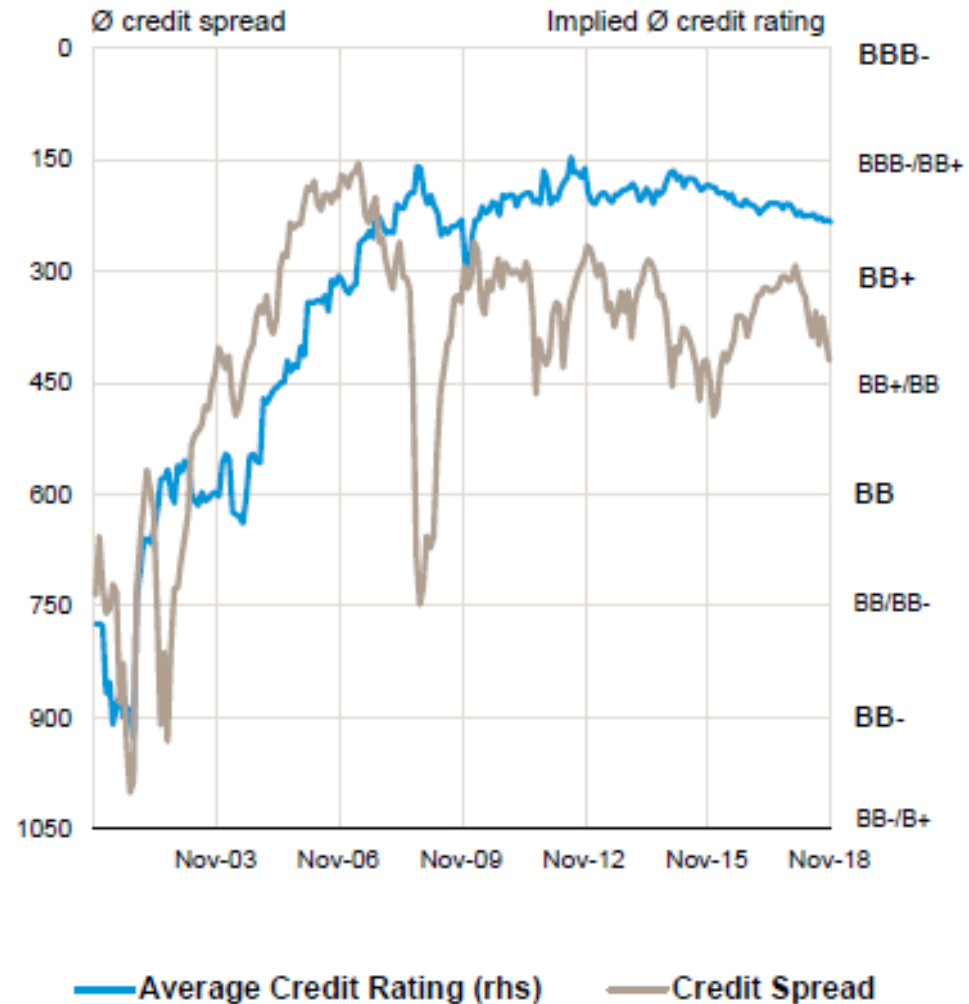
Evolución de diferenciales de RF Emergente



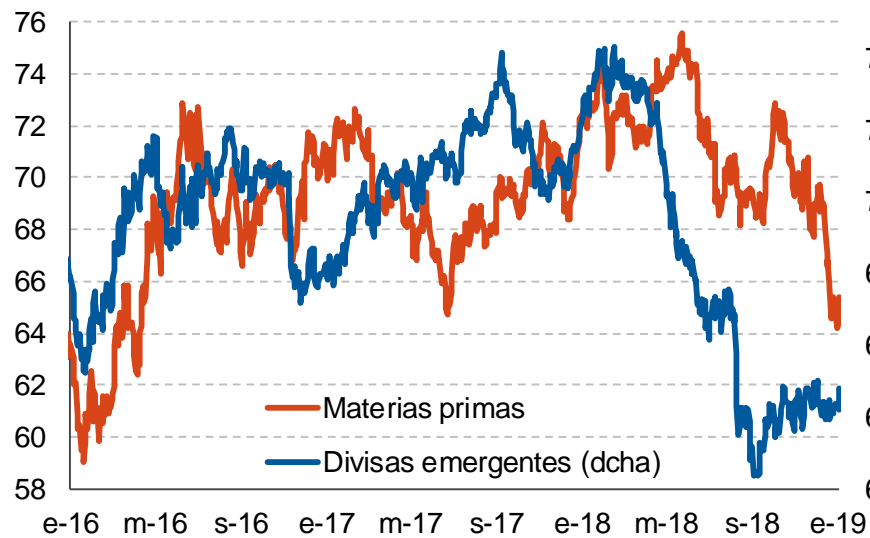
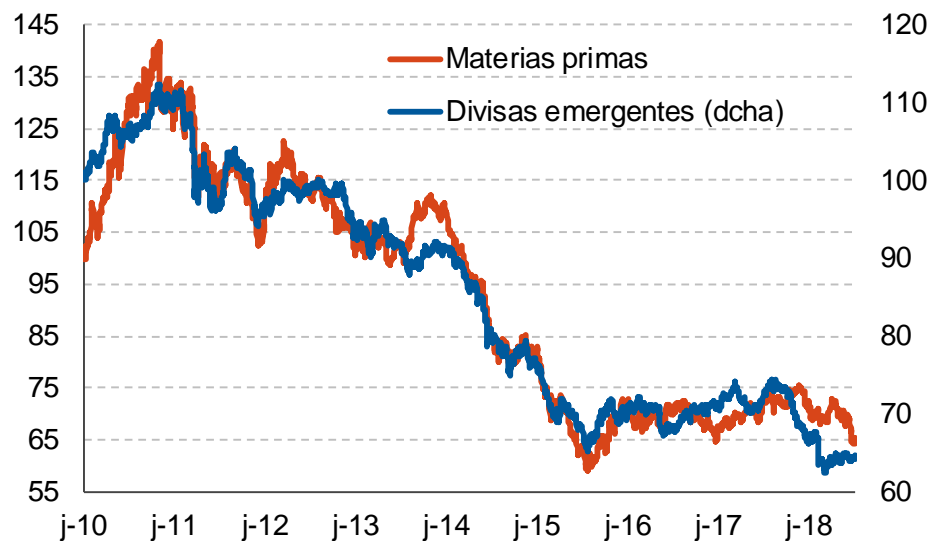
### Emerging markets sovereign credit structure



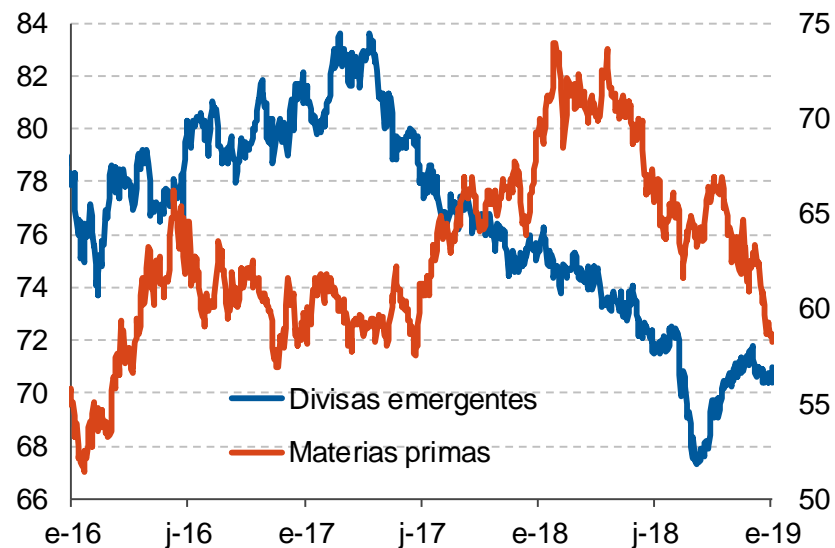
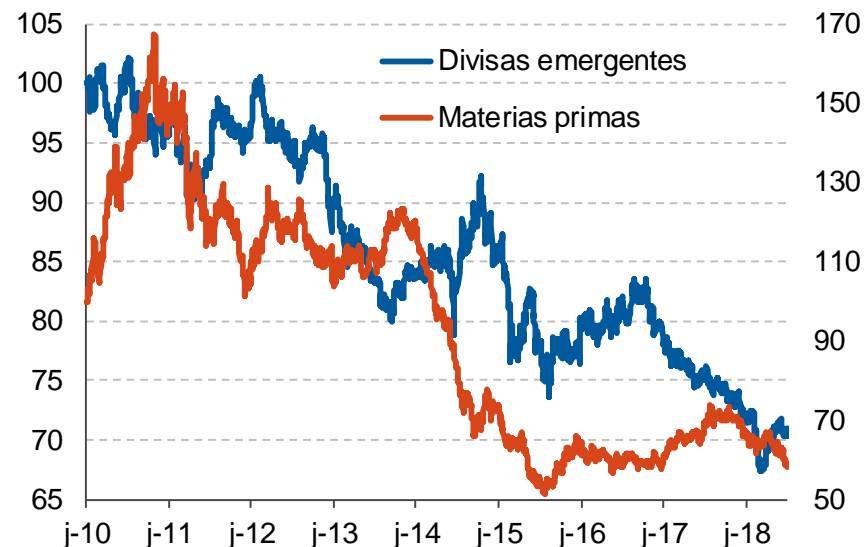
### Emerging markets sovereign spreads vs Ø credit



USD



EUR



### Exhibit 3: EM currencies are undervalued relative to fundamentals

EM Currency Valuations (%)

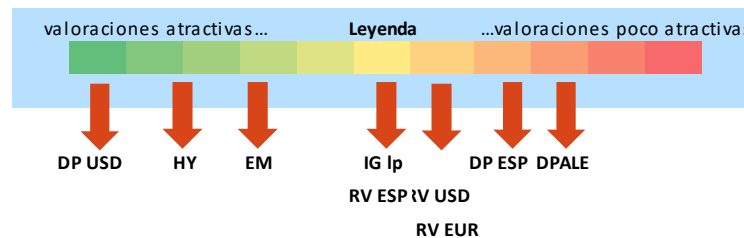
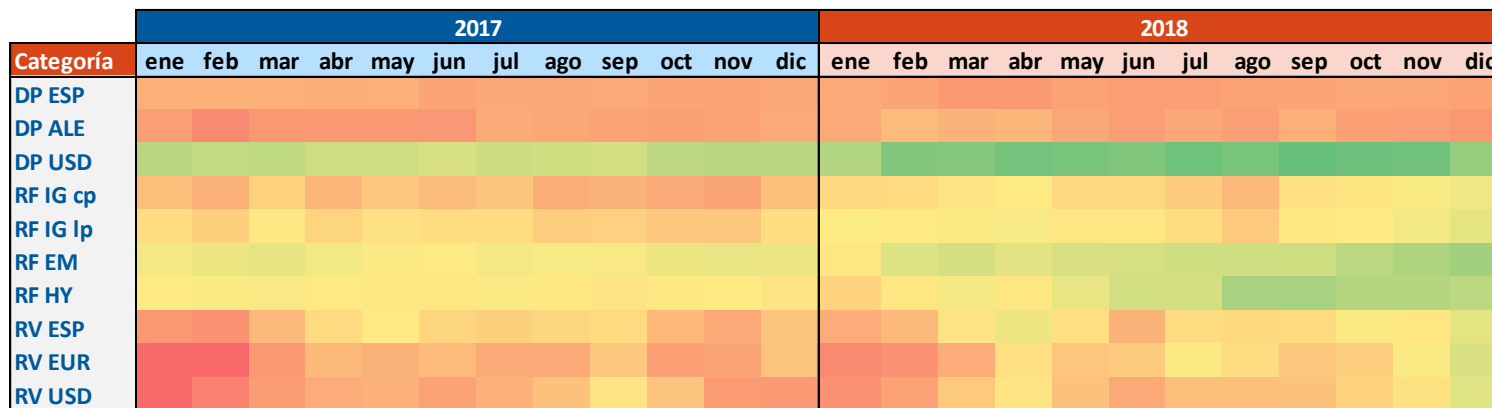
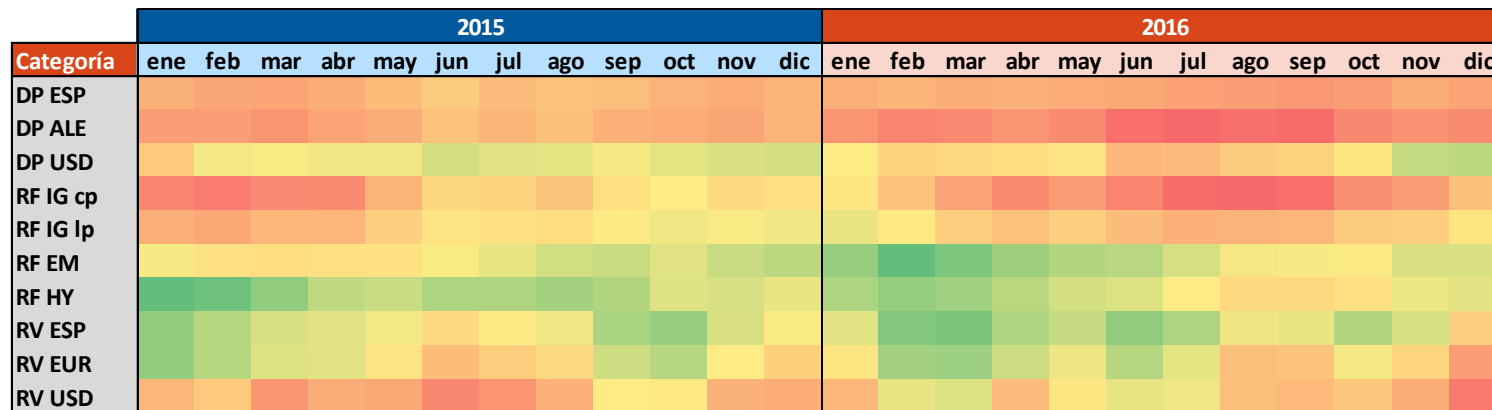


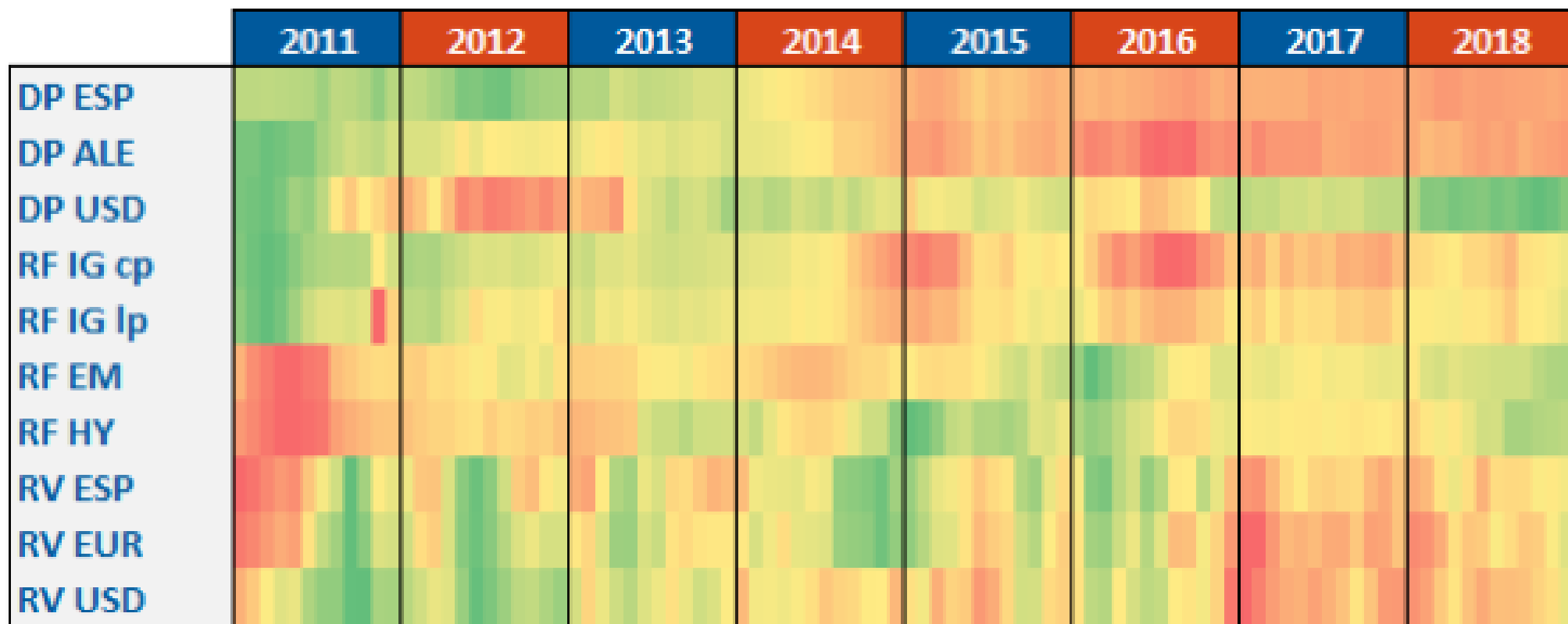
Source: GSAM, Bloomberg. As of September 2018.



# 10 | *Asset allocation* recomendado

# Temperatura del mercado



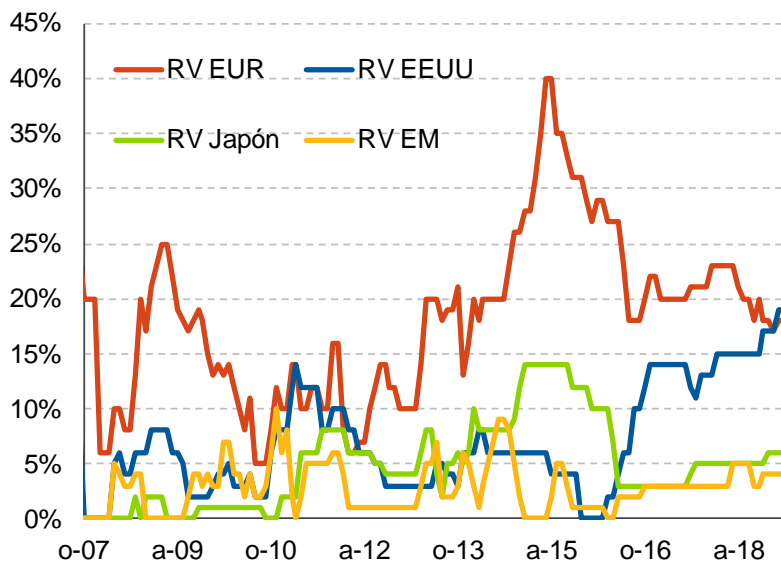
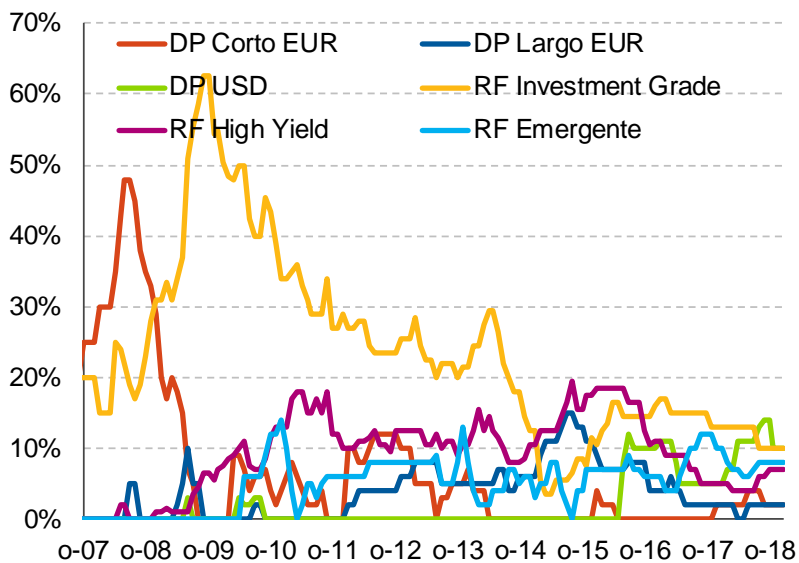
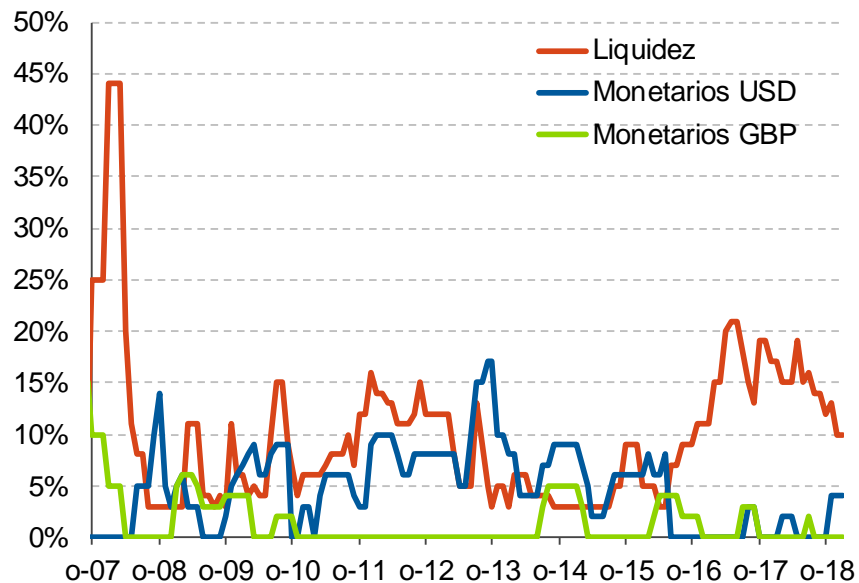
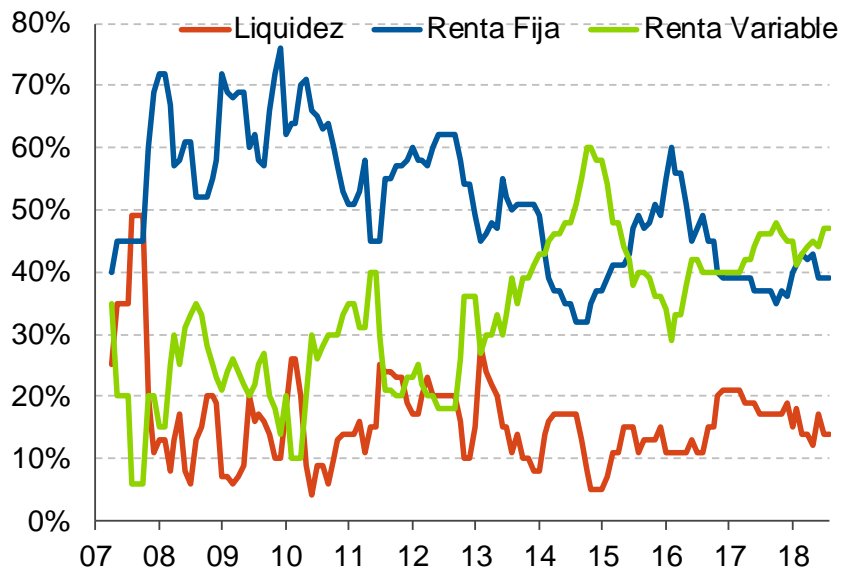


## Asset Allocation enero 2018

Categoría	ene-19	Var. mes	dic-18	nov-18	oct-18	ene-18	ene-17	feb-16	BMK	AFI vs BMK	Perfilados España
Liquidez	10%	0%	10%	13%	12%	17%	11%	5%	5%	5%	8%
Monetarios USD	4%	0%	4%	4%	0%	0%	0%	8%	0%	4%	0%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>14%</b>	<b>0%</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>
DP Corto EUR	2%	0%	2%	2%	2%	2%	0%	2%	15%	-13%	9%
DP Largo EUR	2%	0%	2%	2%	2%	2%	4%	7%	10%	-8%	9%
DP USD	10%	0%	10%	10%	14%	5%	11%	0%	5%	5%	3%
RF Investment Grade	10%	0%	10%	10%	10%	13%	17%	13%	15%	-5%	25%
RF High Yield	7%	0%	7%	7%	7%	5%	11%	19%	7%	0%	6%
RF Emergente	8%	0%	8%	8%	8%	10%	6%	7%	3%	5%	2%
<b>Renta fija</b>	<b>39%</b>	<b>0%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>43%</b>	<b>37%</b>	<b>49%</b>	<b>47%</b>	<b>55%</b>	<b>-16%</b>	<b>54%</b>
RV EUR	18%	0%	18%	17%	18%	23%	20%	29%	15%	3%	20%
RV EEUU	19%	0%	19%	17%	17%	15%	14%	0%	15%	4%	11%
RV Japón	6%	0%	6%	6%	6%	5%	3%	10%	5%	1%	3%
RV Emergente	4%	0%	4%	4%	4%	3%	3%	1%	5%	-1%	4%
<b>Renta variable</b>	<b>47%</b>	<b>0%</b>	<b>47%</b>	<b>44%</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>7%</b>	<b>38%</b>

Sube peso en el mes

Pierde peso en el mes



# Corrección del precio de las materias primas, en especial, del petróleo.

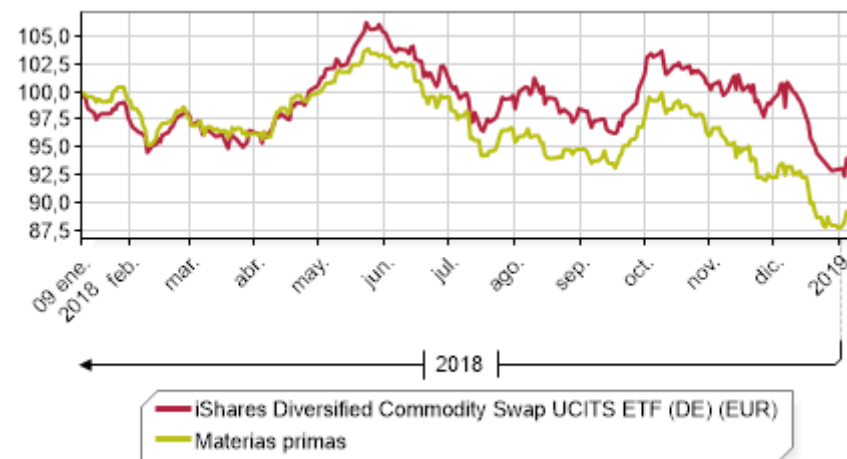
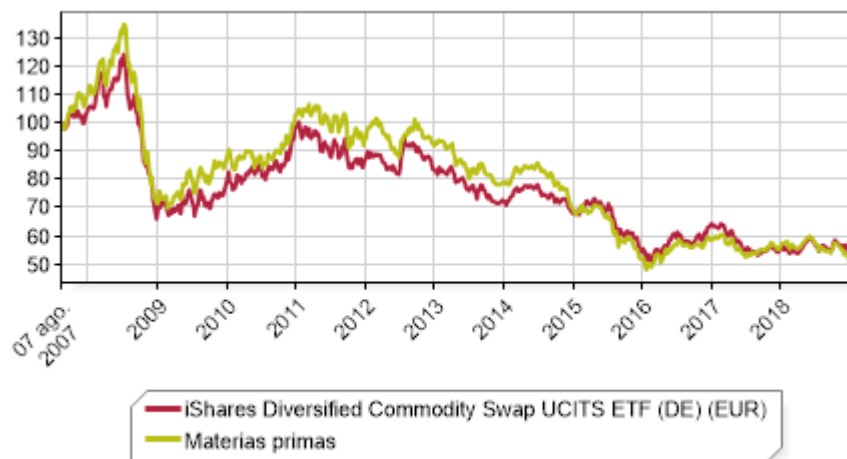
**Evolución del precio del petróleo, oro y cobre**



**Evolución del RICI y del CRB**



## Evolución del ETF de materias primas (DE000A0H0728)



### Rentabilidades acumuladas (%)

	3M	12M	36M	2019
Fondo	-9,15	-5,28	-4,45	1,18
Categoría	-10,25	-10,28	2,06	1,75

### Rentabilidades anuales (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fondo	-6,21	-18,47	15,25	-12,08	-6,28
Categoría	-11,83	-24,69	12,82	-3,82	-11,30
+/- Categoría	5,61	6,22	2,43	-8,26	5,02

noviembre 2018	Volatilidad	Rentabilidad
Fondo	10,68	2,78
Categoría	12,44	-2,57

Volatilidad calculada con datos de los últimos 36 meses

La rentabilidad se calcula diariamente

# 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)

