



Situación Fondos Globales

3T17

Noviembre 2017

Resumen ejecutivo

1. En el tercer trimestre, los flujos de capital siguieron fluyendo hacia todos los mercados de capital, tal y como recogen los datos de fondos de inversión global (GIF, por sus siglas en inglés), no obstante se observa una ligera ralentización con respecto a la primera mitad del año.
2. Las entradas netas en GIF se explican sobre todo por los factores comunes a todos los países: entorno de liquidez global, tipos de interés anclados en EEUU y, en menor medida, a la recuperación económica global, mucho más sincronizada.
3. El apetito por el riesgo incrementó a final del trimestre tras una fase de cierta aversión al riesgo a principios del mismo. Los países emergentes siguen disfrutando de un buen comportamiento pero según nuestro indicador, la preferencia por emergentes se está moderando progresivamente.
4. ¿Y ahora qué? Esperamos que en los siguientes trimestres las entradas en GIF se ralenticen en la medida que los bancos centrales avancen en su proceso de normalización, drenando liquidez al sistema financiero global. Evitar episodios de alta volatilidad durante este proceso es clave. Nuestro escenario base asume una normalización muy gradual.



Fondos de Inversión Global (GIF)

Analizamos tendencias en los flujos de inversión de fondos globales basados en datos EPFR, mas específicamente:

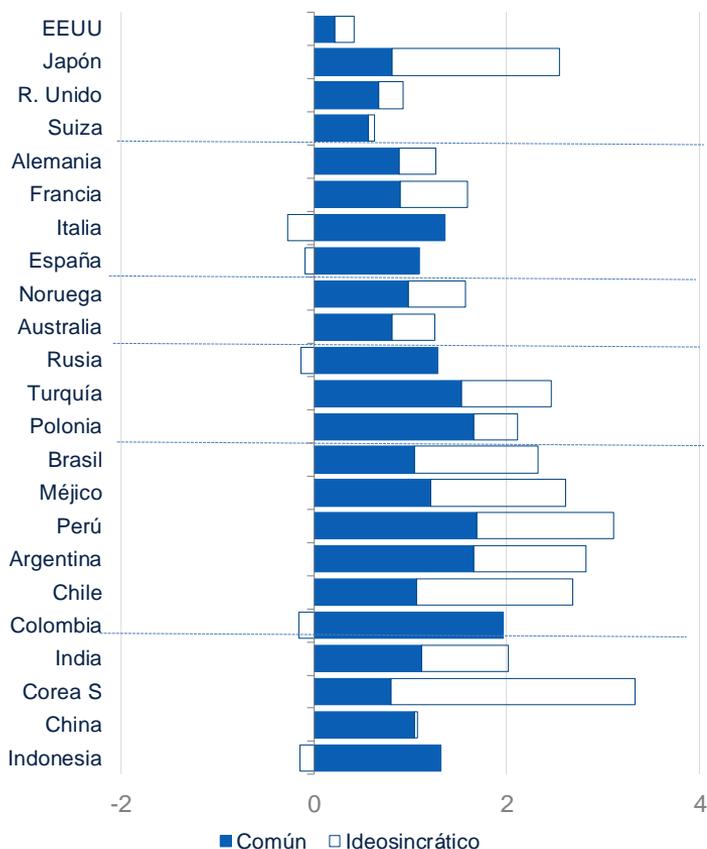
- seguimos el volumen total,
- identificamos la preferencia de los inversores por cierta región o tipo de activos (bonos o bolsa)
- identificamos los factores globales e idiosincráticos que están detrás de las tendencias de GIF.



En el tercer trimestre, el flujo de capital hacia los GIF continuó, aunque se ralentizó ligeramente

Flujos hacia GIF: factores comunes e idiosincráticos

(países seleccionados, % Activos bajo gestión)



Fuente: BBVA Research, EPFR

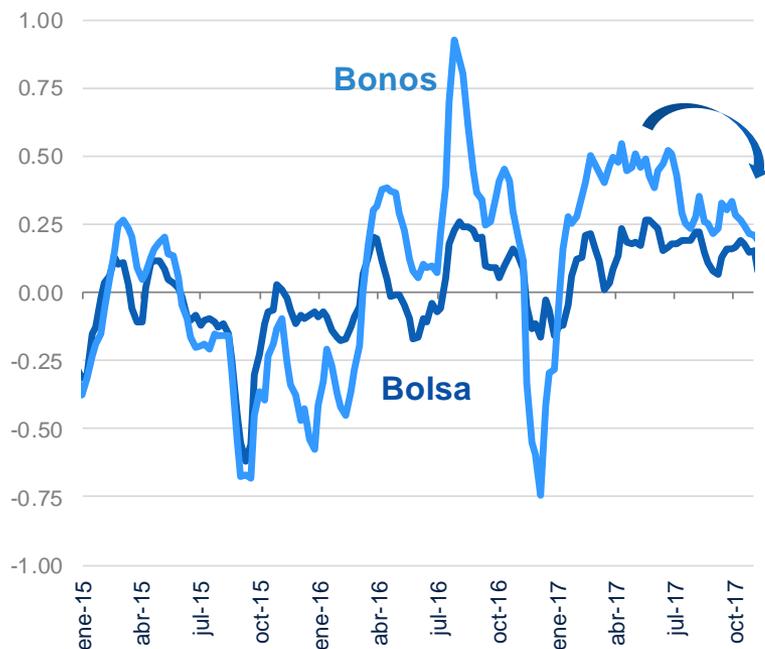
- ◆ Las entradas de flujos en GIF obedecen sobre todo a factores comunes, que explican más de la mitad del flujo total.
- ◆ Los flujos hacia GIF se moderaron con respecto al 2T17 (de 3% a 2.5% en EM y de 1% a 0.8% en DM)
- ◆ Dentro de los desarrollados, Japón fue uno de los más favorecidos mientras EEUU fue el destino menos atractivo según los datos*
- ◆ De entre los emergentes, América Latina fue el destino principal seguido de Europa EM y Asia (ex China)

**La comparativa entre países se basa en los flujos "relativos a los activos bajo gestión (ABG)" en cada país. Es decir, no son datos de flujos en dólares, ya que bajo esta métrica los flujos hacia EEUU son significativamente mayores que hacia el resto de economías.*

Los mercados EM siguen mostrando un atractivo superior a DM a pesar de que esta diferencia también se ha moderado ligeramente

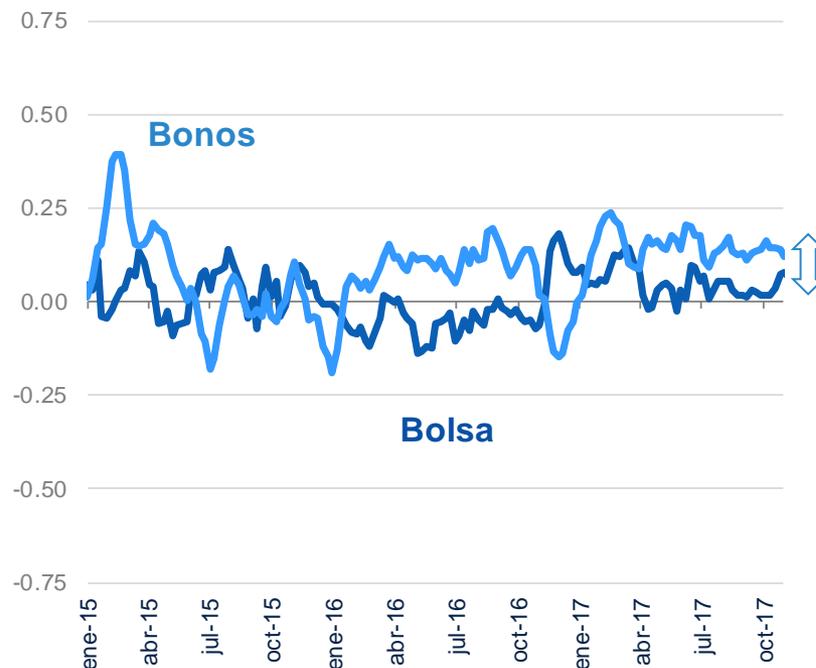
Flujos hacia GIF de EM

(entradas semanales, media móvil 4 semanas, % ABG)



Flujos hacia GIF de DM

(entradas semanales, media móvil 4 semanas, % ABG)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Estrategias de búsqueda de rentabilidades siguen favoreciendo a EM. No obstante, se observa un ligero agotamiento después de las cuantiosas entradas acumuladas en el año

Entradas estables en DM. A pesar de las cotizaciones boyantes en la bolsa de EEUU, las fuertes entradas que hubo tras la victoria de Trump se han ido diluyendo. La Eurozona toma el relevo

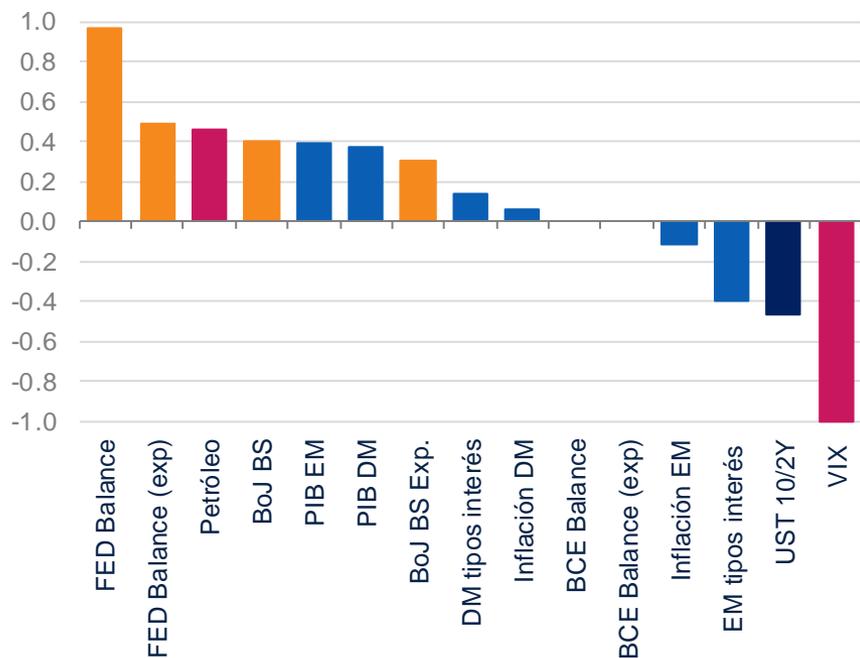
Principales determinantes macro-financieros de los GIF

Identificamos los factores globales e idiosincráticos detrás de los flujos a GIF, diferenciando entre países desarrollados y emergentes.

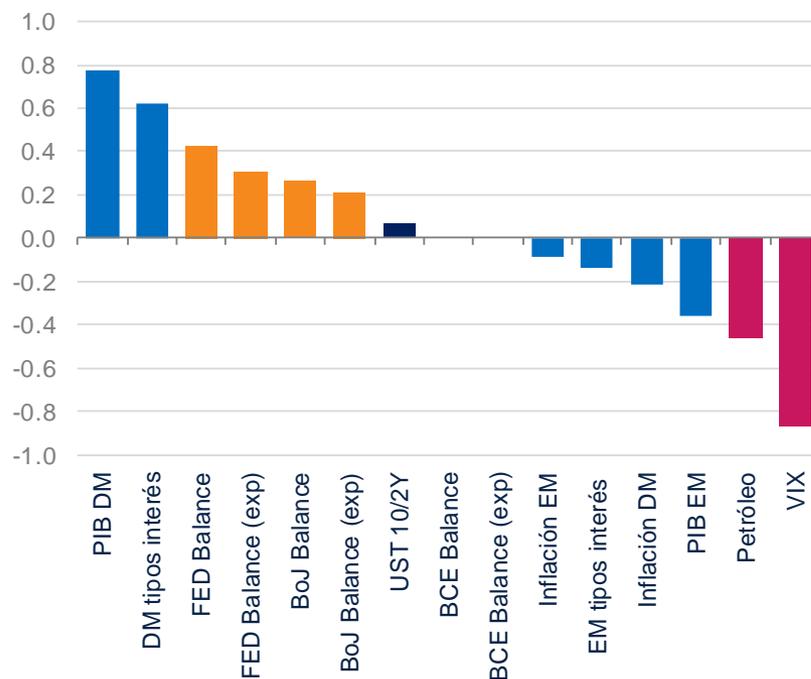


Factores globales determinan los flujos de los GIF. Los factores idiosincráticos juegan un papel secundario.

Sensibilidad de flujos hacia GIF en EM
(Coeficiente de variables estandarizadas en la regresión de panel)



Sensibilidad de flujos hacia GIF en DM
(Coeficiente de variables estandarizadas en la regresión de panel)

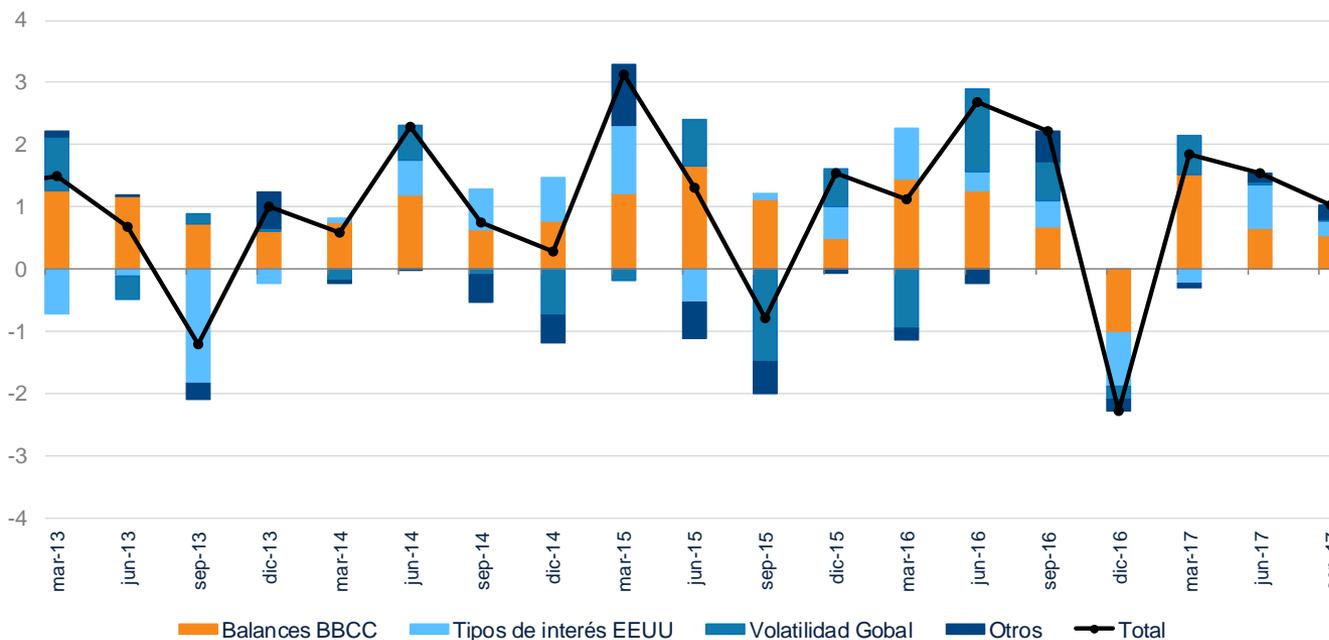


Existe evidencia histórica de que los inversores tienen en cuenta factores muy diferentes a la hora de invertir en mercados desarrollados o emergentes. Por otra parte, las diferencias entre países dentro de cada una de las regiones son muy limitadas

En 3T17, los inversores siguen gestionando sin sobresaltos en un entorno de progresiva y anticipada reducción de la liquidez global

Contribución de los factores globales en flujos hacia GIF en EM

(La desagregación no incluye factores idiosincráticos, solo recoge la contribución de los factores globales).

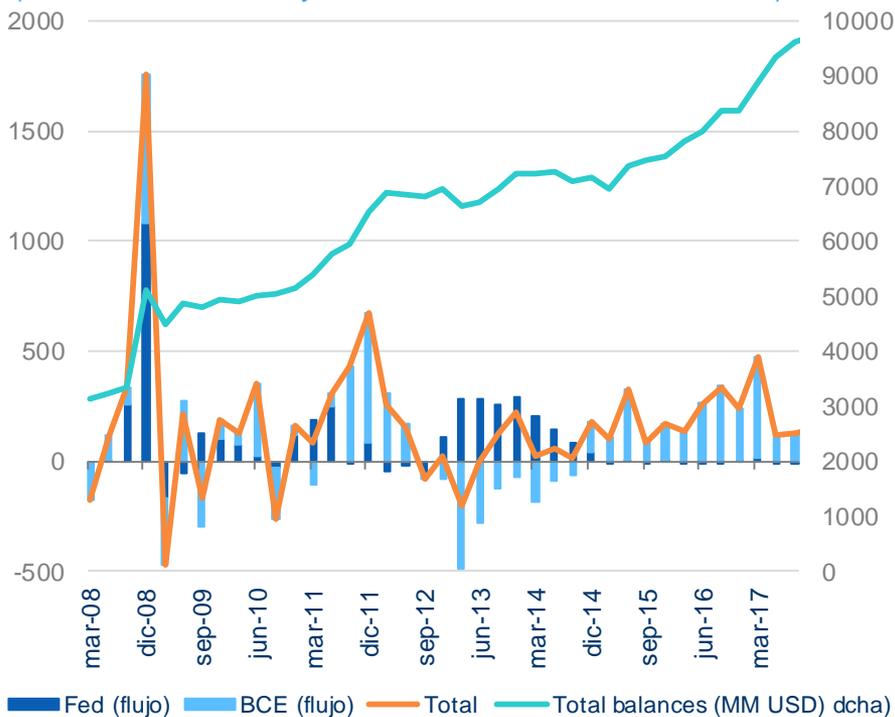


Los mercados emergentes acumulan entradas significativas en GIF, revirtiendo las abruptas salidas tras la victoria de Trump (Nov16). La recuperación se ha sustentado en gran medida en un i) entorno de amplia liquidez global y los ii) tipos de interés anclados en EEUU. Durante los próximos meses, estos soportes podrían diluirse.

La gestión de la liquidez por parte de los bancos centrales permite contener la volatilidad

Balances de los Bancos Centrales

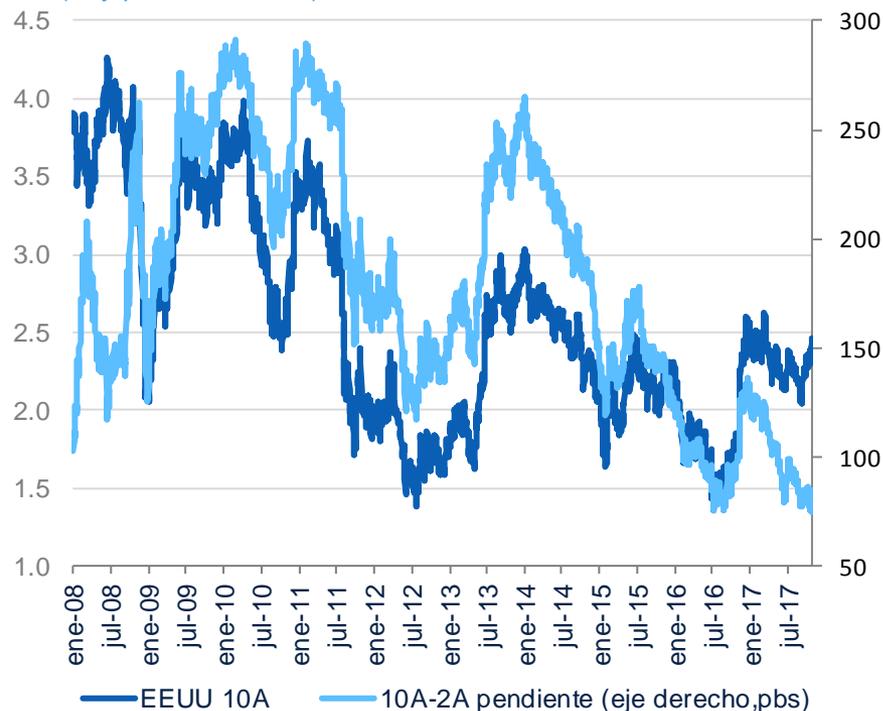
(cambios trimestrales y balance, miles millones de dólares)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

Rendimiento de los bonos a 10 años y pendiente 10-2 años en EEUU

(% y puntos básicos)



Los crecientes balances del BCE y del BoJ siguen contribuyendo a aumentar la liquidez global, limitando la volatilidad en los mercados financieros.

La Fed ha comenzado a subir sus tipos de referencia y a reducir el balance. El BCE ha moderado los estímulos mientras que el BoJ mantiene una postura muy acomodaticia.

La mejora sincronizada de las perspectivas económicas globales, contribuyen también a la estabilidad financiera

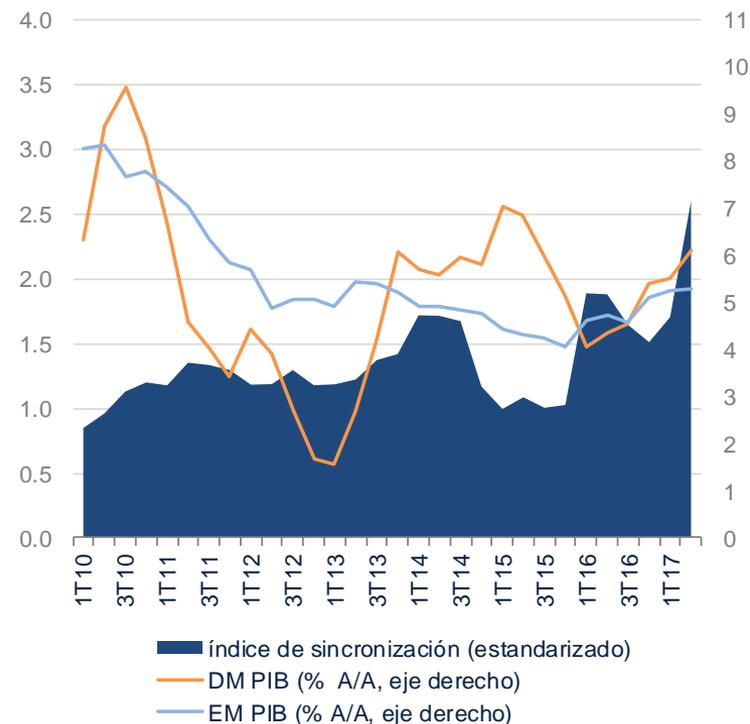
Crecimiento del PIB global

Previsión basada en BBVA-GAIN (% T/T)



Crecimiento del PIB e índice de sincronía

(basado en la varianza del PIB)

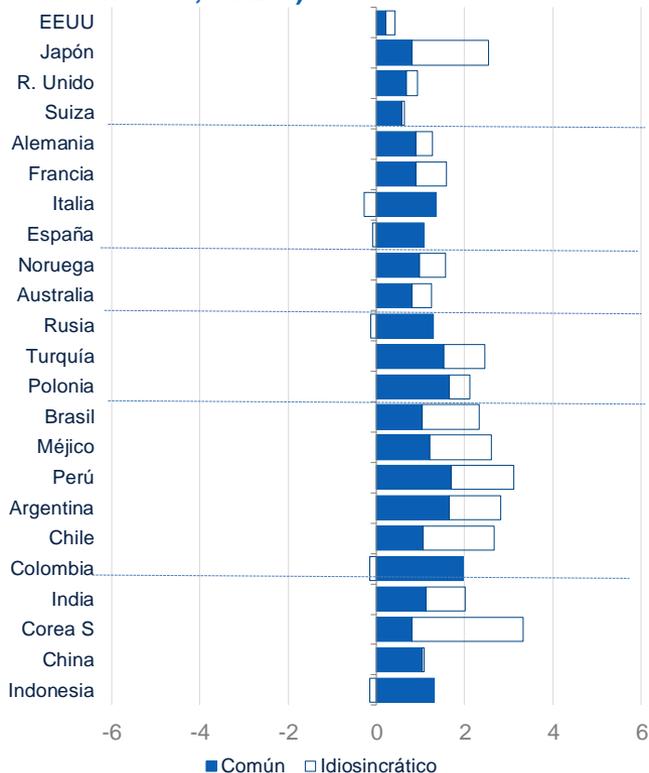


El crecimiento global se acelera ligeramente en el 2T17 y los datos más recientes indican que este dinamismo es probable que continúe

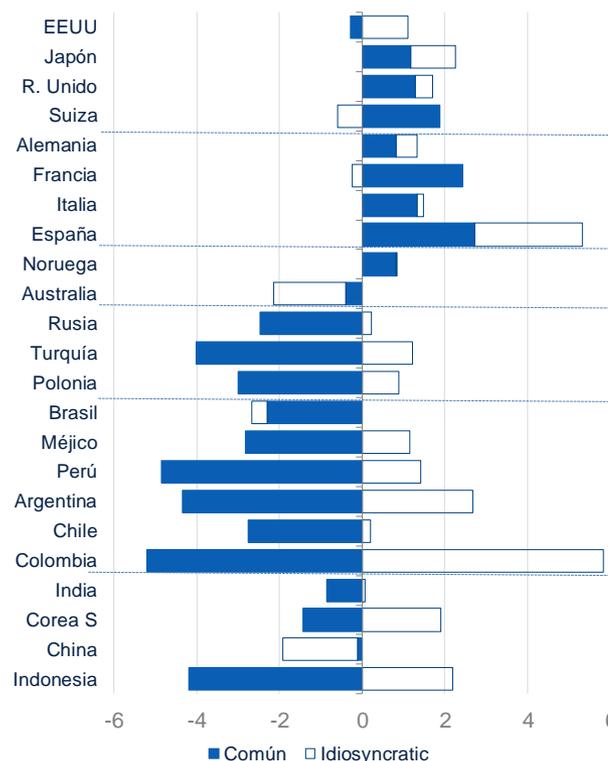
La mejora de todas las grandes economías está siendo muy sincronizada. Al mismo tiempo, se observa cierta aceleración de la inversión

La buena comunicación de los bancos centrales y las expectativas positivas contienen eventos de extrema volatilidad

Desagregación de flujos hacia GIF, 3Q17
(Países seleccionados, %ABG)



Desagregación de flujos hacia GIF, 2Q13
“Taper tantrum” (Países seleccionados, %ABG)



La gradualidad y una comunicación efectiva por parte de los Bancos Centrales están siendo claves para un exitoso proceso de normalización, a diferencia de en otros procesos similares

Sentimiento de los inversores

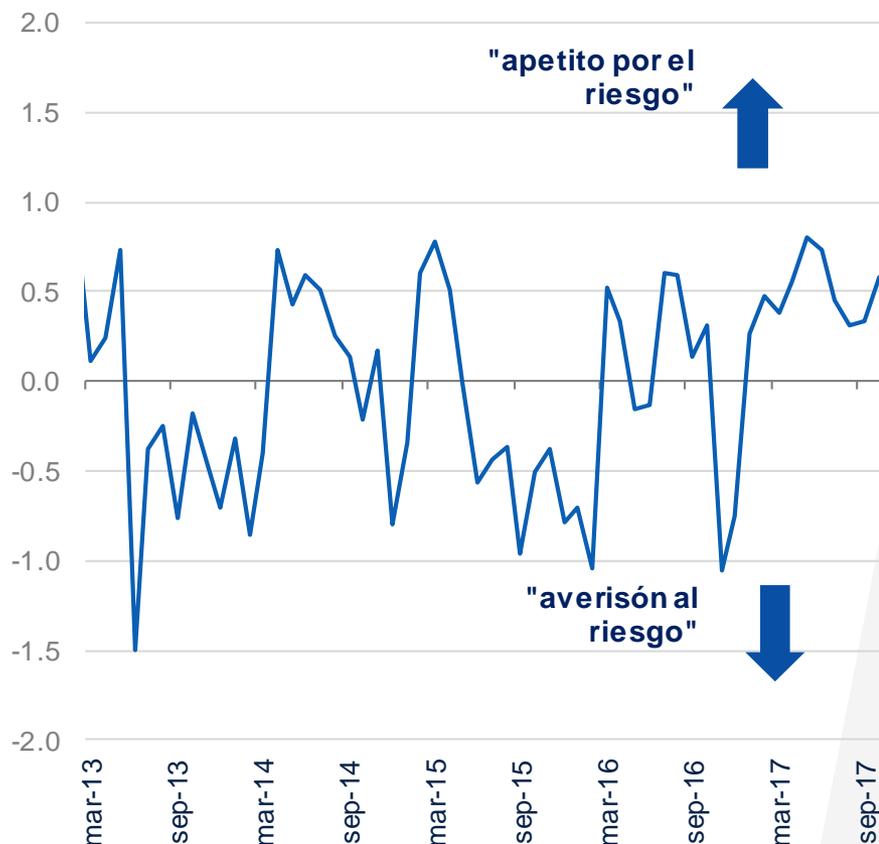
Presentamos un conjunto de indicadores que combinan la evolución del precio de los activos con los flujos hacia los GIF que identifican:

- Episodios de apetito/aversión al riesgo (diferenciando escenarios que van desde episodios de “aversión al riesgo” a de “huida”.
- Preferencias reveladas por cierta clase de activos en términos geográficos (EM vs DM) o tipos de activos (Bonos vs Eqtuivy).



El apetito por el riesgo se recuperó en el tramo final del 3T tras un periodo de ligera apatía durante el verano

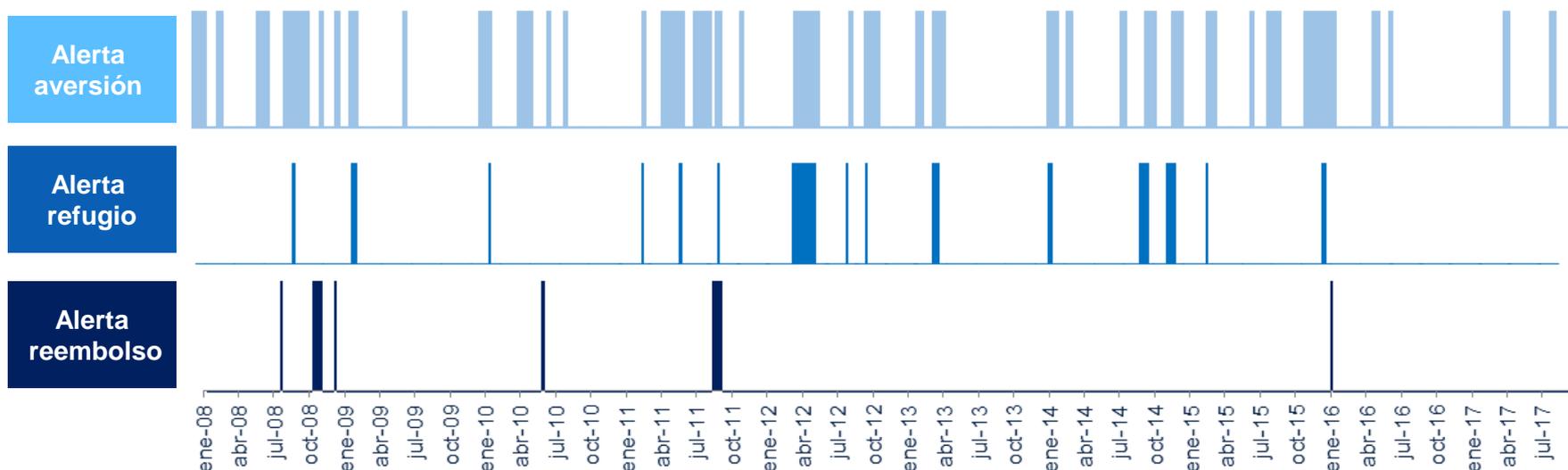
Indicador de apetito por el riesgo



Flujos a **GIF** sugieren que el **apetito por el riesgo por parte de los inversores continúa**, y ya acumula un año. El pico se observó durante el segundo trimestre, gracias a que varias incógnitas –sobre todo en el ámbito político- se despejaron en Europa. Durante el tercer trimestre, el ligero deterioro del apetito durante el verano se revirtió, devolviéndolo a niveles máximos de los últimos años

La incertidumbre geopolítica (Korea N) activó alarmas en los precios de activos, pero sin alertas en los flujos GIF.

Alertas de “aversión al riesgo” (areas coloreadas indican los eventos)

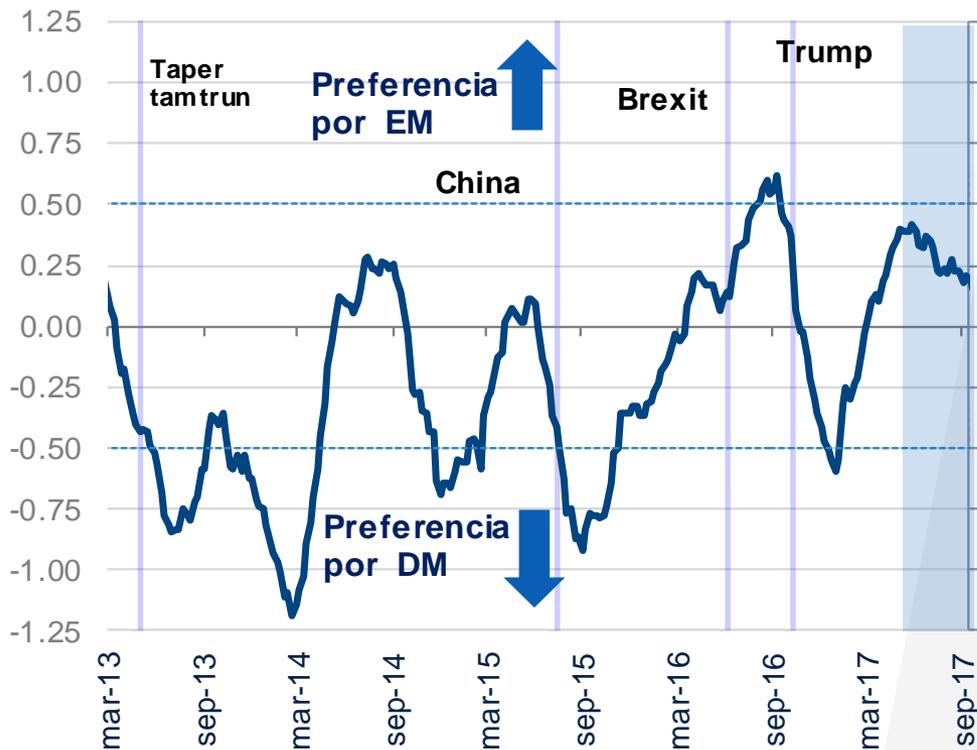


Fuente: BBVA Research

La alerta “aversión” se basa en los movimientos del precio de los activos (tasas y VIX); mientras que las alertas “refugio” y “reembolso” están contenidas en la alerta “aversión”, y están asociadas a un impacto o persistencia mayor. Éstas se basan en movimientos de los flujos GIF (“refugio” está vinculada a movimientos de EM a DM, y “reembolso” a salidas netas de activos GIF hacia probablemente una mayor liquidez)

La preferencia por los activos emergentes siguió moderándose...

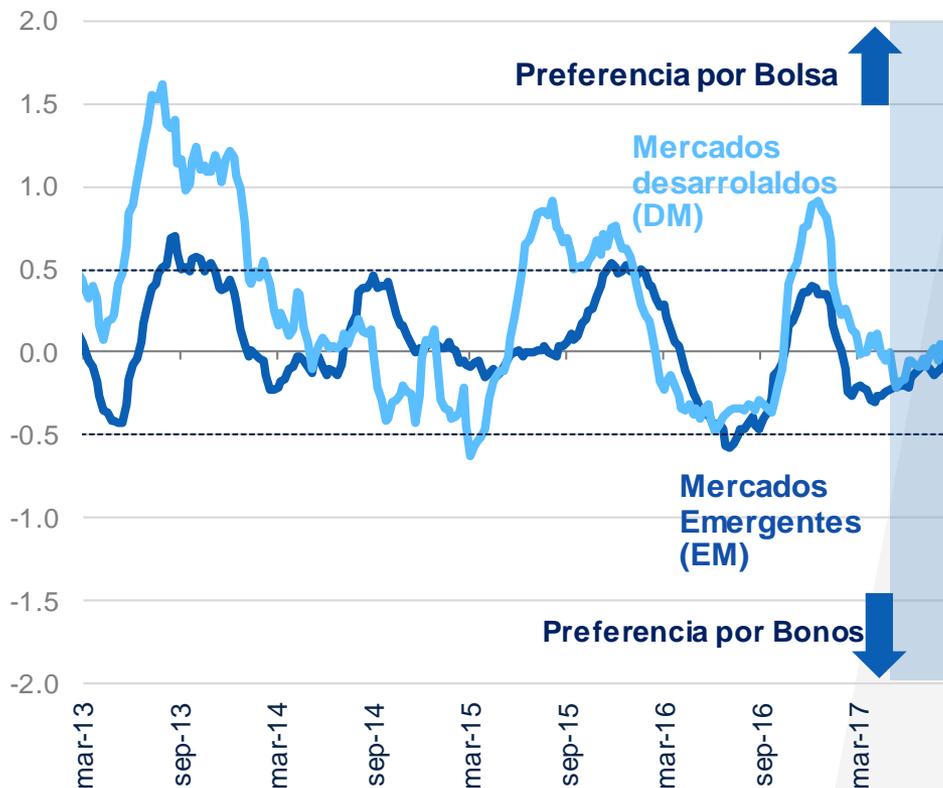
Apetito de los inversores por EM vs DM



- ◆ A principios de 2017, una vez el escenario más agresivo tras la elección de Trump no se materializó, la preferencia por EM volvió con una intensidad todavía mayor, una tendencia apoyada también por los tipos anclados en DM
- ◆ En Junio, el sesgo favorable a EM alcanzó niveles máximos y gradualmente está convergiendo a niveles neutrales.

... especialmente en lo que se refiere a bonos

Apetito inversor por bolsa vs bonos



- ◆ Los flujos de fondos permiten evaluar la preferencia del inversor por el tipo de activos. En particular, conviene entender la dinámica de los flujos entre renta variable y renta fija como una aproximación a las estrategias de rentabilidad/ riesgo.
- ◆ De acuerdo con el indicador, la preferencia por bolsa desencadenada por las expectativas de presiones inflacionistas en EEUU (“reflation trade”) se han diluido en muy pocos meses.
- ◆ La preferencia por bonos EM ha sido mucho más nítida que en DM. Actualmente parece que no hay ningún sesgo a pesar de que los Bancos Centrales desarrollados están embarcados en un proceso (muy gradual) de normalización.

¿Y ahora qué?



Principales supuestos del escenario base

Mejora de actividad económica

- **Crecimiento mundial estable** para 2017-18.
- Crecimiento sostenido en EEUU **a pesar del impacto de los huracanes** y la incertidumbre política.
- **Las perspectivas para China mejorarán** a corto plazo, pero el crecimiento se moderará el próximo año (menor apoyo político)
- **Mayor crecimiento en la zona euro** gracias a la fortaleza de la demanda interna

Política monetaria menos acomodaticia

- **Los principales bancos centrales emprenderán una normalización muy gradual con una inflación todavía moderada.**
- La Fed continuará su reducción del balance, y subirá tipos de referencia en Dic17 y dos veces más en 18
- El BCE reducirá las compras de activos a partir del enero, finalizando en 3T18, con la primera subida a mediados de 2019.
- El BoJ permanecerá sin cambios relevantes en 2018

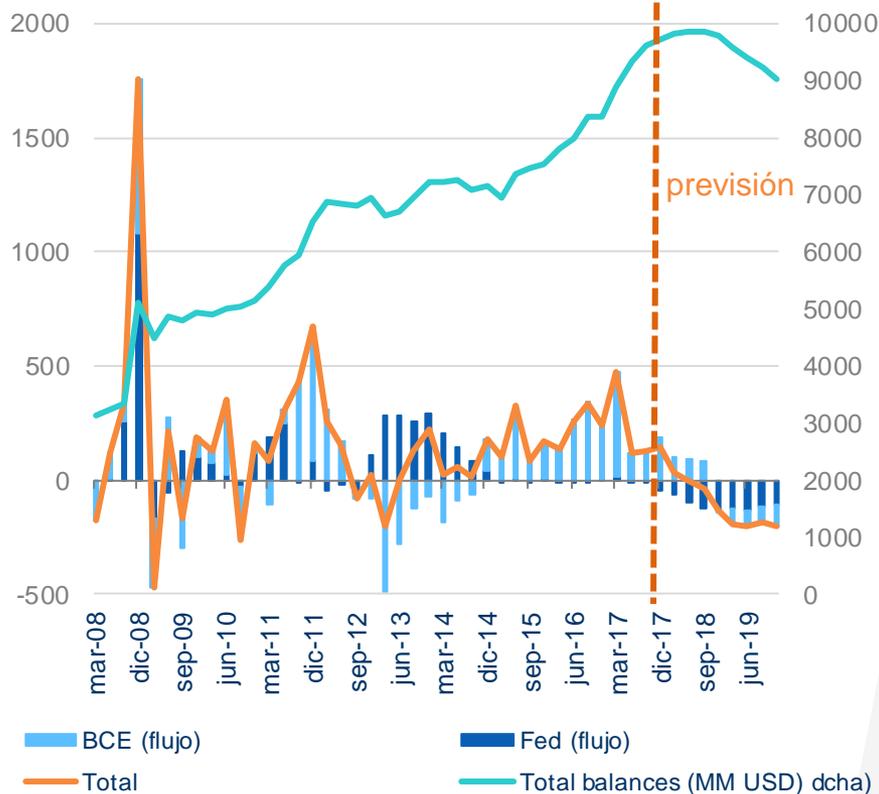
Volatilidad ligeramente superior

- La **volatilidad financiera seguirá contenida**, aunque es probable que aumente a desde niveles muy bajos.
- Se justifica un aumento debido a los riesgos globales (todavía sesgados a la baja) y a las condiciones financieras mundiales que serán menos acomodaticias.

En 2018, la liquidez global puede alcanzar un punto de inflexión dado el proceso de normalización de los bancos centrales

Balances de los Bancos Centrales

(cambios trimestrales y balance, miles millones de dólares)

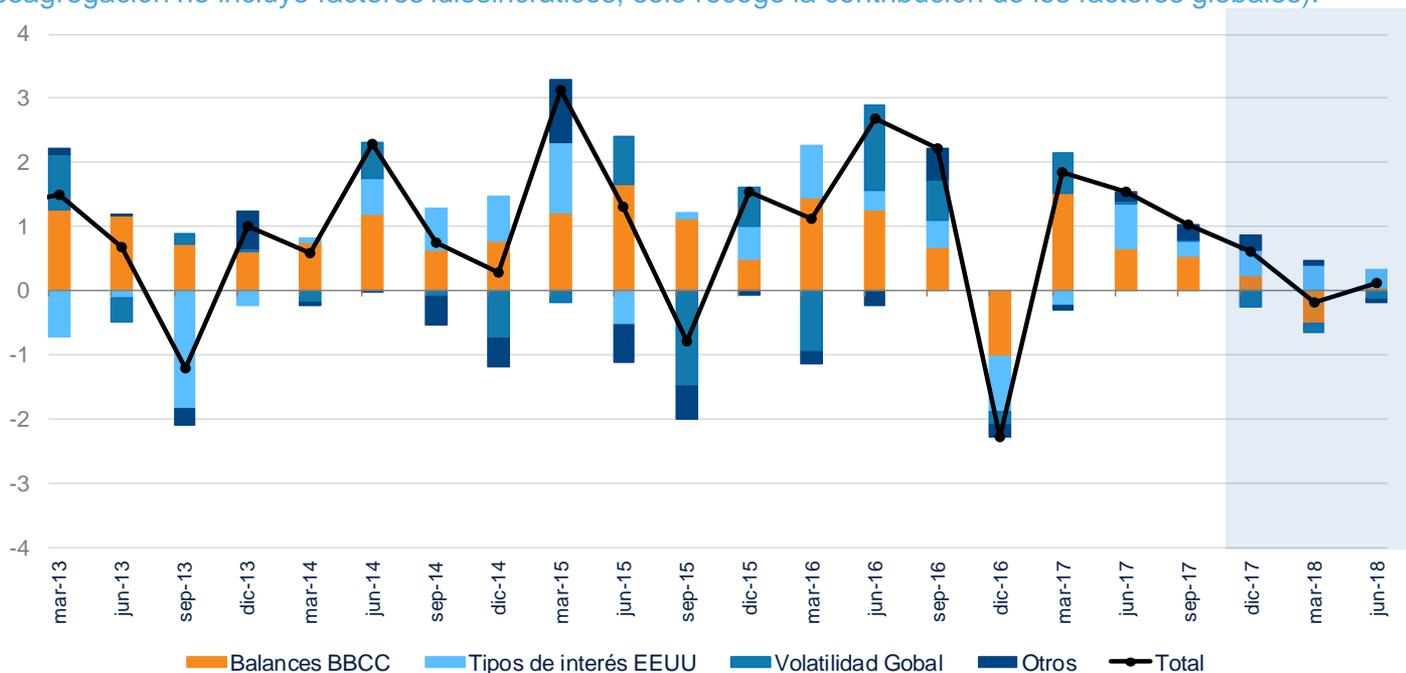


- ◆ En 2018, la actual reducción del balance de la Fed, junto con la reducción prevista del QE del BCE, supondrá un punto de inflexión en la liquidez mundial (a pesar de las compras en curso de otros bancos centrales, como el BoJ).
- ◆ La retirada de liquidez será gradual y durante mucho tiempo. Eventualmente, los activos en los balances de los bancos centrales permanecerán por encima de los niveles anteriores a la crisis de forma estructural.
- ◆ En consecuencia, la liquidez global seguirá siendo también superior a la etapa anterior a la crisis.

A medida que los vientos de cola se agoten para EM, esperamos una moderación de los flujos hacia la región.

Contribución de los factores globales en flujos hacia GIF en EM

(La desagregación no incluye factores idiosincráticos, solo recoge la contribución de los factores globales).



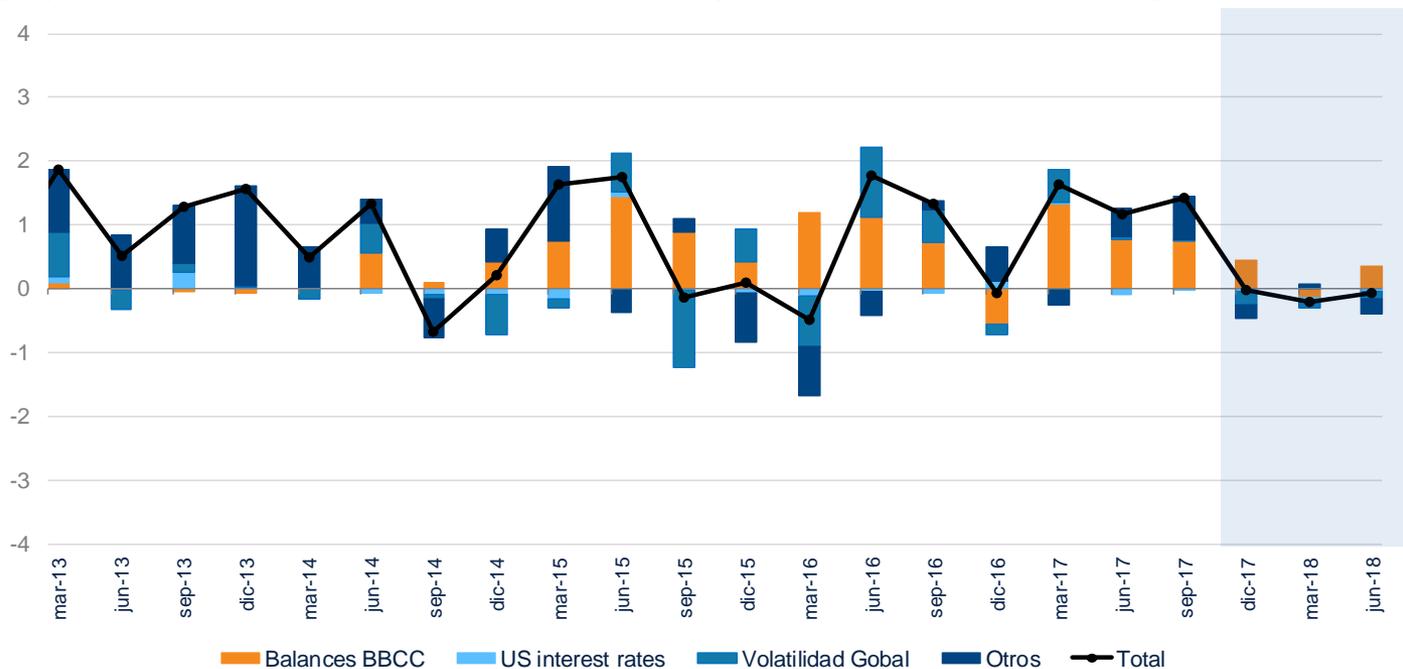
Fuente: BBVA Research, EPFR

La reducción del balance de la Fed, y la moderación de compras del BCE podría moderar las entradas de los flujos hacia EM. No obstante, los tipos de interés desarrollados, muy contenidos, harán que esta reducción sea muy progresiva

Esperamos que los flujos hacia DM también se moderen, lastrados por un entorno de menor liquidez global.

Contribución de los factores globales en flujos hacia GIF en DM

(La desagregación no incluye factores idiosincráticos, solo recoge la contribución de los factores globales).



Fuente: BBVA Research, EPFR

Los flujos totales hacia GIF deberían ir moderándose gradualmente en la medida que la liquidez global se ajuste desde unos niveles anormalmente altos

Glossary

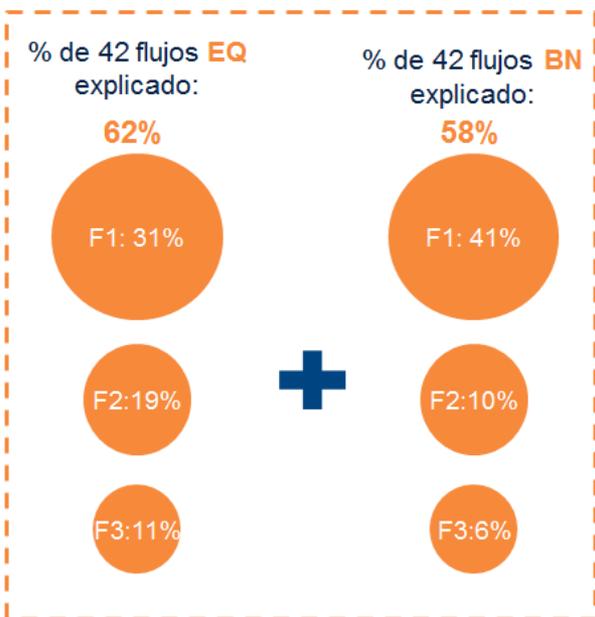
- ◆ **GIF: Global Investors Funds:** Fondos recopilados en la base de datos de EPFR donde se recogen los “Country flows” (o flujos de inversión hacia un país concreto), en millones de US dólares. Además de recopilar los flujos específicos de un país, también recogen la parte proporcional que le corresponde de aquellos fondos globales o supranacionales.
- ◆ **ABG:** Activos bajo gestión en la base de datos de EPFR
- ◆ **DM:** Mercados desarrollados incluidos en nuestra muestra: Austria, Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, France, Alemania, Grecia, Honk Kong, Irlanda, Italia, Japón, Países Bajos, Noruega, Portugal, Singapur, España, Suecia, Suiza, Reino Unido and Estados Unidos.
- ◆ **EM:** Mercados emergentes incluidos en nuestra muestra: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Hungría, India, Indonesia, Corea S, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Eslovenia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

Anexo Metodológico

Noviembre 2017

El análisis factorial (AF) apunta a tres factores con relevancia global y de fácil interpretación

Flujos hacia GIF pueden ser explicados por 3 factores y el residuo “idiosincrático”



Implícitamente, el % de 42 flujos **totales** explicado:



1 Global: Captura movimientos comunes en todos los países (en la misma dirección), por ejemplo, debido a los cambios en la tolerancia al riesgo de los mercados



2 Preferencia por tipo de activos: Variación explicada por la reasignación entre activos dentro de un territorio. El efecto en cada país variará según la composición de sus acciones entre renta variable y renta fija



3 Preferencia por áreas geográficas: Explica la variación causada por el apetito hacia un área frente a la otra.. Efecto inverso entre DM y EM

Determinantes macrofinancieros de los flujos EPFR

01 Metodología: **Panel GLS**

02 Muestra: **42 países**, datos trimestrales desde octubre de 2005 a junio de 2017

03 Variables dependientes: Renta variable (EQ), Renta fija (BN) y Flujos Totales para cada país.

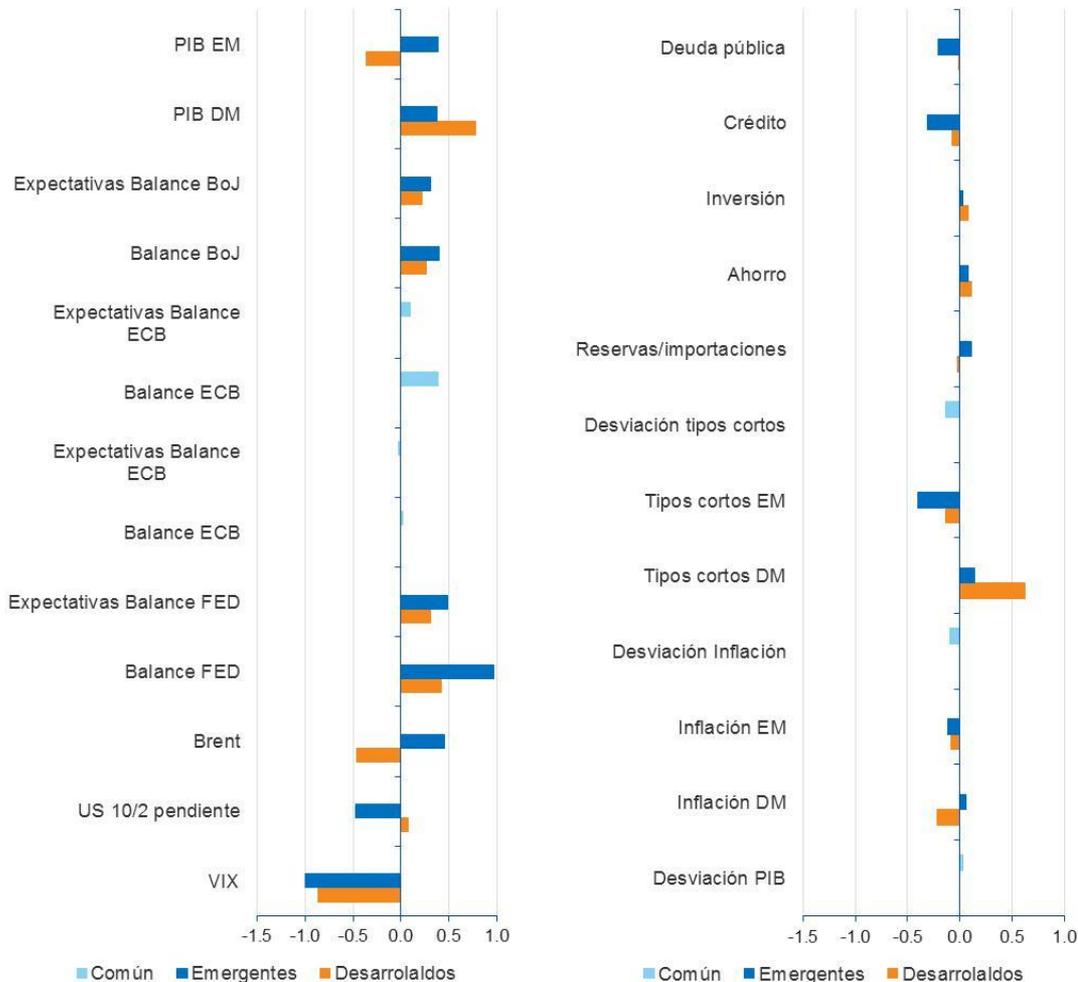
04 Permitimos que cada variable explicativa tenga un **efecto distinto en los mercados desarrollados frente a los mercados emergentes**

05 **Variables explicativas** (primeras diferencias)

- VIX
- Pendiente EEUU a 2-10 años
- Crecimiento del PIB (ME, MD, **idiosincrático**)
- Inflación (ME, MD, **idiosincrático**)
- Tipos de interés a corto plazo (ME, MD, **idiosincrático**)
- Oeste de Texas
- FED, BCE y el balance y previsiones del Banco de Japón
- **% Deuda pública/PIB**
- **% Crédito/ PIB**
- **% Inversión/ PIB**
- **% Ahorro/ PIB**
- **Reservas internacionales/ meses de importaciones**

Resultados de regresiones del panel (coeficientes)

• $R^2 = 0,53$



(*) Coeficientes de las variables estandarizadas

- Las variables globales son, con diferencia, los determinantes más importantes de los flujos totales, de renta variable y de renta fija
- Las variables idiosincráticas desempeñan un papel limitado
- Los mercados parecen diferenciar claramente entre países emergentes y países desarrollados, pero la diferenciación entre países parece bastante limitada

Indicador de aversión al riesgo

El punto de partida para desarrollar el indicador es identificar períodos de aversión al riesgo en los mercados financieros. Determinamos estos períodos en función de movimientos relevantes en variables financieras seleccionadas. Es decir, definimos un período t de aversión al riesgo de la siguiente manera:

$$t \text{ is a risk aversion period} \Leftrightarrow (\Delta T10 < 0 \text{ or } \Delta GER10 < 0 \ \& \ \Delta VIX > 0 \ \& \ \Delta EquityEM < 0)$$

Donde:

$\Delta T10$ se refiere al cambio semanal del Tesoro a 10 años YTM

$\Delta GER10$ se refiere al cambio semanal del bono alemán a 10 años YTM

ΔVIX se refiere al cambio semanal del índice VIX

$\Delta EquityEM$ se refiere al cambio semanal del índice MSCI de Mercados Emergentes

En resumen, un período de aversión al riesgo es tal que somos testigos de menores tipos a largo plazo en los bonos del gobierno de los mercados desarrollados, mayor volatilidad en el capital de los mercados desarrollados y pérdida en el capital de los mercados emergentes .

Una vez que hemos definido el conjunto de episodios de aversión al riesgo, categorizamos los períodos de refugio seguro como un subconjunto. Para hacerlo, seguimos dos pasos.

- Primero, utilizamos los datos EPFR para determinar la distribución condicional de los flujos de bonos de los inversores institucionales a los países de refugio seguro (EE. UU., Alemania y Japón) y la distribución condicional de los flujos de renta variable a los países emergentes (ME) de los inversores minoristas, ambos basados en el cambio promedio móvil de cuatro semanas de los activos bajo gestión (AUM). Estamos interesados en las distribuciones en períodos de aversión al riesgo dado su comportamiento diferente en comparación cuando se considera la muestra completa. Además, separamos las distribuciones por tipo de inversor, dado que encontramos una diferencia significativa en su comportamiento en condiciones de incertidumbre (véanse las gráficas 1, 2 y 3, 4). Es decir, observamos que los inversores institucionales tienden a huir hacia los bonos del gobierno, mientras que los inversores minoristas tienden a reducir significativamente su exposición al capital ME. Estos patrones podrían estar asociados con los diferentes objetivos de inversión y los horizontes de inversión de este tipo de inversores.
- En segundo lugar, sobre la base del análisis de las distribuciones por tipo de inversor en los episodios de aversión al riesgo, definimos los episodios de refugio seguro como aquellos períodos t' como

$$t' \text{ is a safe haven period} \Leftrightarrow (\text{Bond flows to haven countries from Institutional Investors} > p50) \ \& \ (\text{Equity flows to EM from Retail Investors} < p50) \ | \ t' \in \text{risk aversion episode}$$

Es decir, dado que estamos en un episodio de aversión al riesgo, esto se puede considerar en el subconjunto de episodios de *safe-haven* si y solo si los flujos de los inversores institucionales hacia los bonos "*safe-haven*" durante el período aumentan más que la media de la distribución; y si los bonos de los inversores minoristas hacia el capital de los mercados emergentes disminuyen durante el período en más de la media de la distribución. Todo ello está medido por el cambio promedio móvil de cuatro semanas de los activos bajo gestión.

Un segundo subconjunto de episodios de aversión al riesgo viene dado por la categoría de reembolso. Esto trata de capturar todos los episodios de aversión al riesgo en los que los inversores venden la mayoría de los activos financieros buscando no solo un refugio seguro, sino también liquidez. En resumen, definimos episodios de reembolso de la siguiente manera:

$$t'' \text{ is a redemption} \Leftrightarrow \text{Bond flows} < 0 \ \& \ \text{Equity flows} < 0 \ \& \ \text{Money market flows} > 0 \ | \ t'' \in \text{risk aversion episode}$$

Es decir, dado que estamos en un episodio de aversión al riesgo, esto se puede considerar en el subconjunto de episodios de reembolso, si y solo si se cumplen dos condiciones:

- 1) Flujos netos negativos hacia GIF
- 2) Flujos hacia los mercados monetarios se incrementan

Indicador preferencia regional

Consiste en un indicador simple para medir la preferencia del inversor por una determinada región a lo largo del tiempo. Se basa en datos EPFR*. El indicador se ha creado con los datos EPFR (desde 2005) en USD, pero los flujos de la cartera se han relativizado por los activos bajo gestión (de cada período) para que sean comparables.

El indicador permite capturar la dinámica a corto plazo y cuantificar y comparar los efectos en los flujos de cartera de la realización de algunos eventos de riesgo de una manera muy simple. Nos permitió identificar fácilmente las regiones que más sufrieron y permite medir el impacto relativo.

Se trata de un indicador relativo ya que compara los flujos hacia diferentes regiones para crear **una medida relativa**.

El paso anterior es crear un indicador para EM y DM. Dichos índices se obtienen mediante el **alisamiento** (promedio móvil 3M) de **los flujos normalizados a cada región** (ponderados por el activo bajo gestión de cada país o área) para crear un indicador más estable para cada región dado que nuestro objetivo es capturar la tendencia más que los picos semanales. Como los flujos se han estandarizado, esos índices se deben entender como una desviación estándar de su media histórica (desde 2005). Estos indicadores parciales **permiten desglosar las áreas o la contribución** de los **países** al indicador.

La diferencia entre los mercados desarrollados y los índices de mercados emergentes muestra el apetito relativo de cada región, y una **desviación de 0,5 de la media significa una marcada preferencia por una región** sobre la otra.

- **Cambio semanal en los flujos totales de cartera por país (% de activos bajo gestión)**

$$x_i = \frac{\text{Weekly total flows (USD)}}{\text{Total assets under management (USD)}}$$

- **Normalización**

$$Z_i = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma}$$

- **Promedio móvil de 3 meses**

$$\frac{1}{n} \sum_{i=0}^n Z_i$$

n: 12 semanas

- **Promedio móvil ponderado por su peso relativo en la base de datos EPFR**

$$\bar{x}_{DM} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{DMi} * w_{DMi})}{\sum_{i=1}^n w_{DMi}}$$

$$\bar{x}_{EM} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{EMi} * w_{EMi})}{\sum_{i=1}^n w_{EMi}}$$

W: es el peso de cada país o área en los activos bajo gestión en cada área (DM o EM)

X: es el promedio móvil de 3 meses del flujo estandarizado a un país o región

i: son los países o el área en el índice regional (DM o EM)

- **Preferencia relativa:**

$$Y = \bar{x}_{EM} - \bar{x}_{DM}$$

Peso de cada país en cada región

Region	Country	Weight	
DM	United States	73%	100%
	Eurozone	13%	
	Japan	6%	
	United Kingdom	5%	
	Switzerland	3%	
EM	Latin America	31%	100%
	Asia (ex China & Japan)	51%	
	Emerging Europe	18%	

Indicador de preferencia por cierta clase de activo

Consiste en un indicador simple para medir la preferencia del inversor por una determinada clase de activo (equity o bonos) a lo largo del tiempo. Se basa en datos EPFR*. El indicador se ha creado con los datos EPFR (desde 2005) en USD, pero los flujos de la cartera se han relativizado por los activos bajo gestión (de cada período) para que sean comparables.

El indicador permite capturar la dinámica a corto plazo y cuantificar y comparar los efectos en los flujos de cartera de la realización de algunos eventos de riesgo de una manera muy simple. . Permite así identificar fácilmente los tipos de activos que más sufren y permite medir el impacto relativo. Se trata de un indicador relativo ya que compara los flujos hacia diferentes tipos de activos para crear **una medida relativa**.

El paso anterior es crear un indicador para EM y DM. Dichos índices se obtienen mediante el **suavización** (promedio móvil 3M) de **los flujos normalizados a cada región** (ponderados por el activo bajo gestión de cada país o área) para crear un indicador más estable para cada tipo de activo dado que nuestro objetivo es capturar la tendencia más que los picos semanales. Como los flujos se han estandarizado, esos índices se deben entender como una desviación estándar de su media histórica (desde 2005) La preferencia por un tipo de activo concreto se considera clara cuando dicha **desviación es superior a 0,5**.

- **Cambio semanal en los flujos totales de cartera por tipo de activo (%de activos bajo gestión)**

$$x_i = \frac{\text{Weekly total flows (USD)}}{\text{Total assets under management (USD)}}$$

- **Normalización**

$$Z_i = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma}$$

- **Media móvil 3M**

$$\frac{1}{n} \sum_{i=0}^n Z_i$$

n: 12 semanas

- **Promedio móvil ponderado por su peso relativo en la base de datos EPFR (ejemplo para DM)**

$$\bar{x}_{DM\ bond} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{DMi} * W_{DMi})}{\sum_{i=1}^n W_{DMi}}$$

$$\bar{x}_{DM\ equity} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{EMi} * W_{EMi})}{\sum_{i=1}^n W_{EMi}}$$

W: es el peso de cada país o área en los activos bajo gestión en cada área (DM o EM)

X: es el promedio móvil de 3 meses del flujo estandarizado a un país o región

i: son los países o el área en el índice regional (DM o EM)

- **Preferencia relativa**

$$Y(DM) = \bar{x}_{DM\ equity} - \bar{x}_{DM\ bond}$$

Peso de cada país en cada región

Region	Country	Weight	
DM	United States	73%	100%
	Eurozone	13%	
	Japan	6%	
	United Kingdom	5%	
	Switzerland	3%	
EM	Latin America	31%	100%
	Asia (ex China & Japan)	51%	
	Emerging Europe	18%	

DISCLAIMER

This document has been prepared by BBVA Research Department. It is provided for information purposes only and expresses data, opinions or estimations regarding the date of issue of the report, prepared by BBVA or obtained from or based on sources we consider to be reliable, and have not been independently verified by BBVA. Therefore, BBVA offers no warranty, either express or implicit, regarding its accuracy, integrity or correctness.

Estimations this document may contain have been undertaken according to generally accepted methodologies and should be considered as forecasts or projections. Results obtained in the past, either positive or negative, are no guarantee of future performance. This document and its contents are subject to changes without prior notice depending on variables such as the economic context or market fluctuations. BBVA is not responsible for updating these contents or for giving notice of such changes.

BBVA accepts no liability for any loss, direct or indirect, that may result from the use of this document or its contents. This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase, divest or enter into any interest in financial assets or instruments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind. In regard to investment in financial assets related to economic variables this document may cover, readers should be aware that under no circumstances should they base their investment decisions in the information contained in this document. Those persons or entities offering investment products to these potential investors are legally required to provide the information needed for them to take an appropriate investment decision.

The content of this document is protected by intellectual property laws. It is forbidden its reproduction, transformation, distribution, public communication, making available, extraction, reuse, forwarding or use of any nature by any means or process, except in cases where it is legally permitted or expressly authorized by BBVA.

Global Funds Outlook

3Q17

November 2017