

Global Fixed Income Bulletin

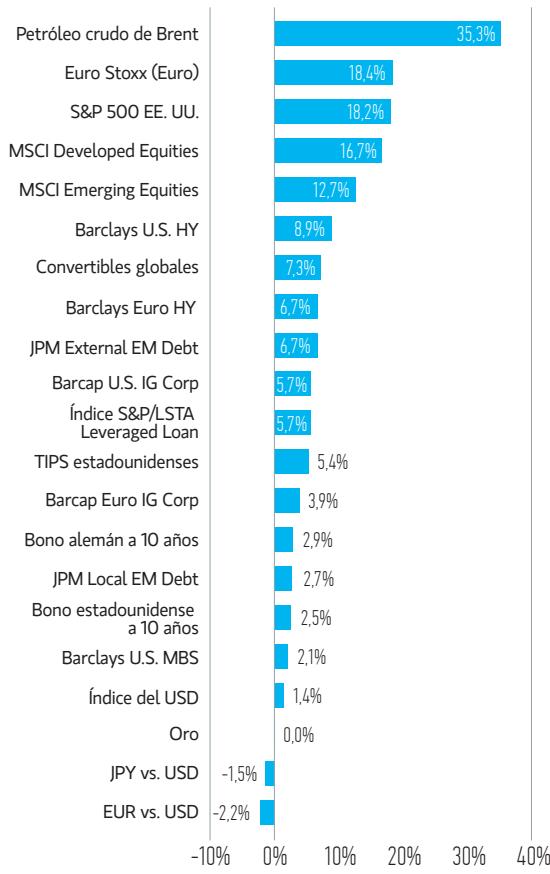
Y El Ritmo Continúa...

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | MAYO 2019

La renta fija evolucionó de forma dispar en el mes. Las rentabilidades de la deuda pública, tanto desarrollada como emergente en moneda local, subieron, lo cual no resulta sorprendente tras su fuerte retroceso en marzo. Sin embargo, los bonos orientados al crédito —grado de inversión, alta rentabilidad y mercados emergentes externos— mostraron fortaleza durante el mes, con caídas de las rentabilidades y estrechamientos de los diferenciales. ¿Qué hay detrás de estos movimientos? Los datos económicos resultaron mejores de lo esperado, en particular, con motivo de la mejora en China y Estados Unidos, lo cual apunta que la desaceleración global, tan evidente en el segundo semestre de 2018 y el primer trimestre de este año, estaba llegando a su fin. El producto interior bruto (PIB) de Estados Unidos correspondiente al primer trimestre resultó mucho más sólido de lo previsto, aunque parte del crecimiento puede atribuirse a la evolución del segundo trimestre en términos de acumulación de existencias. Los bancos centrales continuaron brindando apoyo no actuando de ningún modo que pudiera sugerir que dejarían de lado sus políticas acomodaticias en los próximos trimestres.

Con la economía estadounidense de nuevo en modo neutro, la Reserva Federal a la espera, otros bancos centrales del G10 mostrando un sesgo acomodaticio y China dejando atrás mínimos, la perspectiva para los activos de riesgo parece razonable. Las valoraciones en la mayoría de los mercados desarrollados de deuda pública parecen ligeramente elevadas, con cierto potencial alcista más que bajista en términos de rentabilidades, lo que refleja un sesgo del mercado hacia una política monetaria más expansiva que podría no materializarse. En cualquier caso, dado que la mayoría de las economías y las políticas parecen estar en una posición bastante pareja, debemos esperar que la volatilidad se mantenga baja y que los activos de riesgo (alta rentabilidad, mercados emergentes) cuenten con un apoyo adecuado, al menos, más allá de factores específicos de esas compañías o países. En otras palabras, los riesgos de debilidad económica han disminuido, pero no lo suficiente como para que los bancos centrales se preocupen por un crecimiento demasiado sólido. Y el ritmo continúa... ¡solo falta que desaparezcan los molestos problemas comerciales!

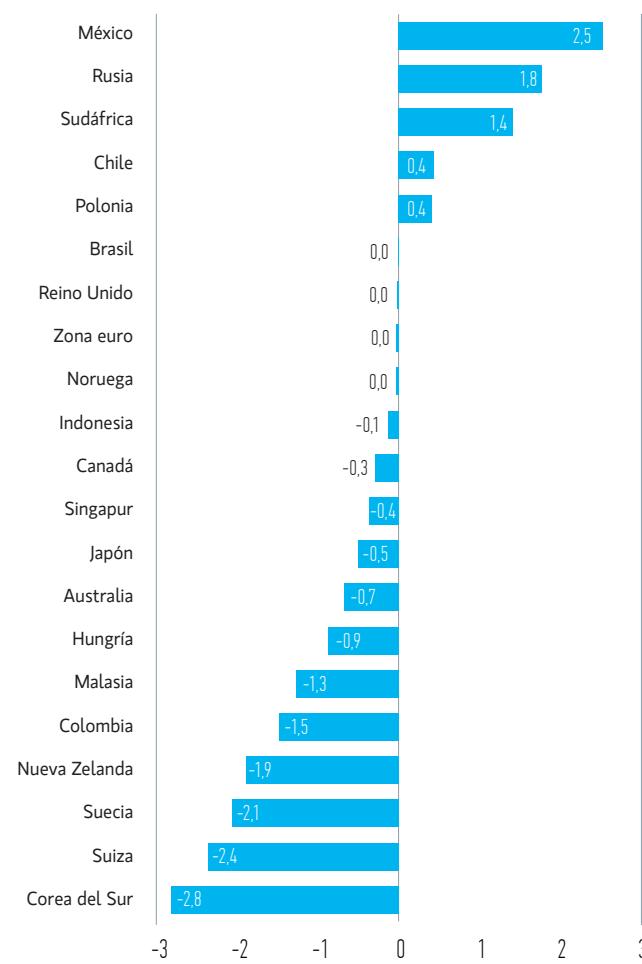
GRÁFICO 1 Rentabilidad De Los Activos Desde Comienzos De Año



Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 30 de abril de 2019. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 6 y 7 para consultar las definiciones de los índices.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión a mayo de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

GRÁFICO 2
Variaciones mensuales de divisas frente al USD
(+ = apreciación)



Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de abril de 2019. Nota: una variación positiva indica apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3
Variaciones mensuales considerables de las rentabilidades a 10 años y los diferenciales

PAÍS	NIVEL DE RENTABILIDAD DE 10 AÑOS (%)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)
(diferencial frente a bonos del Tesoro estadounidense)				
Estados Unidos	2,50	+10		
Reino Unido	1,19	+19	-132	+9
Alemania	0,01	+8	-249	-1
Japón	-0,04	+4	-254	-6
Australia	1,79	+1	-71	-8
Canadá	1,71	+10	-79	0
Nueva Zelanda	1,90	+10	-60	0
(diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	0,37	+5	36	-3
Grecia	3,37	-37	336	-45
Italia	2,56	+7	254	-2
Portugal	1,12	-14	110	-22
España	1,00	-10	99	-18
VARIACIÓN DESDE RENTABILIDAD COMIENZOS VARIACIÓN DESDE RENTABILIDAD COMIENZOS				
ME	ÍNDICE LOCAL (%) DE MES (PB)	DE MES (PB)	DEL USD (PB)	DE MES (PB)
Diferenciales Externos ME			363	-8
Rentabilidades Locales ME	6,24	+10		
Diferenciales De Deuda Corporativa ME			286	-12
Brasil	8,23	+3	245	-3
Colombia	6,35	+19	176	-8
Hungría	2,12	+29	100	-16
Indonesia	7,92	+19	180	-16
Malasia	3,83	+4	126	-5
México	8,20	+7	292	-16
Perú	5,30	-5	126	-4
Filipinas	5,20	-14	79	-11
Polonia	2,42	+14	44	-13
Rusia	7,92	-15	199	-28
Sudáfrica	9,39	-1	306	-9
Turquía	21,17	+162	502	+7
Venezuela	—	—	5546	+322
VARIACIÓN DESDE DIFERENCIAL COMIENZOS				
CRÉDITO	(PB)	DE MES (PB)		
Grado de inversión EE. UU.		111	-8	
Grado de inversión Europa		107	-16	
Alta rentabilidad EE. UU.		358	-33	
Alta rentabilidad Europa		347	-29	
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia		84	+7	
CMBS BBB EE. UU.		255	-13	

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 30 de abril de 2019.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión a mayo de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.

Perspectiva Para La Renta Fija

Los datos publicados, los ajustes y los pronunciamientos de política apuntan hacia una continuidad: recuperación económica, inflación estable/baja y política monetaria entre estable y expansiva. Creemos que el mayor desafío para lograr que prosigan los buenos rendimientos del crédito corporativo y titulado y la deuda de mercados emergentes son las valoraciones. Los mercados no pueden seguir subiendo al ritmo registrado en lo que va de año. Nuestra estrategia ha consistido en buscar oportunidades para reducir las exposiciones donde creemos que los activos han alcanzado sus valores plenos y rotar hacia mercados/sectores/compañías donde todavía existe potencial alcista. Por ejemplo, en países como Australia y Nueva Zelanda, todavía existe una probabilidad razonable de que los bancos centrales reduzcan los tipos de interés este año. Esto contrasta con la situación de Estados Unidos, Canadá y la zona euro, donde las probabilidades de reducción de los tipos son mucho menores. Como resultado, creemos que mantener un riesgo de tipos de interés por encima de la media en los países de las antípodas es más atractivo que mantenerlo en Estados Unidos. En nuestra opinión, aprovechar oportunidades relativas como estas es una manera de posicionar las carteras más acertada que asumir un riesgo directo alto de tipos de interés.

Dicho esto, no nos decantamos por mantener una posición bajista con respecto a los tipos. Es una visión más matizada de que los mercados son demasiado optimistas (¿pesimistas?) acerca de la disposición de los bancos centrales a relajar sus políticas. Si estamos en lo cierto y las condiciones económicas globales resultan avanzar al ritmo adecuado, la presión para ajustar las medidas expansivas disminuirá, lo que elevará las rentabilidades de la deuda pública. Sin embargo, especialmente teniendo en cuenta que los inversores pueden seguir preocupados por acontecimientos de riesgo futuros, no prevemos un aumento sustancial de las rentabilidades y no consideramos que la gestión de los tipos de interés vaya a ser la clave del éxito de las inversiones en los próximos meses.

Lo que probablemente sea clave para la rentabilidad es la gestión de la exposición al crédito y otros sectores ajenos a la deuda pública. En estas áreas, el contexto macroeconómico debería seguir siendo favorable y, si las valoraciones fueran más atractivas, seríamos mucho más optimistas e incluiríamos mucho más riesgo en las carteras. Sin embargo, las valoraciones parecen situarse entre la media y valoraciones moderadamente caras en numerosos sectores. Por tanto, hemos ajustado las carteras de manera que puedan beneficiarse de una ventaja de rentabilidad sin asumir un riesgo sistemático excesivo. En otras palabras: nuestro perfil de riesgo es moderadamente agresivo y se centra en situaciones, como las de Australia y Nueva Zelanda señaladas anteriormente, donde los factores idiosincráticos pueden justificar una sobreponderación significativa. Nuestras posiciones en crédito titulado, mercados emergentes, activos con una calificación de BBB o activos de alta rentabilidad se gestionan de manera similar. El carry siempre resulta positivo, aunque no debemos confundirlo con las plusvalías, ya que es probable que se hayan materializado en su totalidad.

No podemos evitar hablar sobre los abundantes riesgos que siguen latentes, incluso aunque parezcan haber amainado en cierta medida. La lista es larga: falta de resolución de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, próximas negociaciones comerciales entre Estados Unidos y la Unión Europea / Japón, salida del Reino Unido de la Unión Europea, los precios del petróleo, las diferentes elecciones en Europa y, por supuesto, la recuperación de la economía que se prevé para el segundo semestre del año, y que continúa siendo una expectativa más que un hecho. De hecho, el índice PMI global continúa cayendo, tras ceder de manera sostenida durante ya varios trimestres. Los índices de sorpresas económicas podrían estar repuntando, aunque de media los datos económicos todavía son más débiles frente a las expectativas de consenso. La estabilización no es lo mismo que un factor impulsor, lo cual justifica que queramos estar en condiciones de aprovechar cualquier inversión de la tolerancia al riesgo y el rendimiento relativo negativo de los activos de riesgo.

	ANÁLISIS MENSUAL	PERSPECTIVA
Tipos y monedas de mercados desarrollados	<p>En abril, la confianza de los inversores siguió aumentando, pues los mercados continuaron obteniendo buenos resultados y la volatilidad disminuyó. Las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense aumentaron a lo largo de la curva y los inversores asumieron más riesgo, concretamente, al superar las expectativas las cifras del PIB estadounidense correspondientes al primer trimestre. En términos globales, los datos económicos fueron satisfactorios, pues regresó la situación de relativa bonanza: crecimiento sostenido e inflación moderada. Las rentabilidades de la deuda pública también aumentaron en otros mercados desarrollados, mientras que el USD se fortaleció ligeramente frente a las monedas de las principales economías desarrolladas.</p>	<p>Tras una evolución sorprendentemente robusta en el primer trimestre, es posible que el crecimiento de Estados Unidos sea menor, pero sin llegar a desplomarse, durante el resto de 2019: el impulso fiscal se desvanece y se nota el efecto retardado del aumento de los tipos. La postura de los bancos centrales ha pasado a ser más acomodaticia y esperamos que la falta de presiones inflacionarias permita que continúe esta situación, aunque parece poco probable que los principales bancos centrales suban o bajen los tipos en este momento. Los recientes discursos de los responsables de política de la Reserva Federal nos hacen confiar más en el compromiso del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) con la "pacienza" y la "flexibilidad" en cuanto a subidas de tipos en el futuro. En este momento, no creemos que sea probable que la Reserva Federal vaya a subir o bajar los tipos de interés en 2019. El Banco Central Europeo (BCE) también se ha distanciado de los rumores de que introduciría un sistema de depósito escalonado, que abriría la puerta a nuevos recortes de tipos, pero también ha indicado muy claramente al mercado que no es probable que haya aumentos del precio del dinero hasta bien avanzado 2020. Del mismo modo, es probable que el Comité de Política Monetaria del Reino Unido permanezca a la espera mientras no se resuelva el divorcio con la Unión Europea, aunque los datos del mercado laboral justificarían un aumento de los tipos.</p>
Tipos y monedas de mercados emergentes	<p>Los activos de renta fija de mercados emergentes volvieron a evolucionar de forma dispar durante el mes. Con algunas excepciones, las monedas de mercados emergentes continuaron debilitándose frente al USD, mientras que las rentabilidades de los bonos locales y la deuda externa fueron positivas. En el segmento de monedas fuertes, el grado de inversión superó en rendimiento a la alta rentabilidad, pues repuntaron los rendimientos del Tesoro estadounidense y el crédito superó a la deuda soberana. Los precios de las materias primas también evolucionaron de forma heterogénea en el periodo: la energía se encareció, mientras que los metales preciosos y las materias primas agrícolas se abarataron. El Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó que los flujos de carteras hacia los mercados emergentes ascendieron a 38.000 millones de USD en el mes: 14.000 millones de USD hacia acciones y 24.000 millones de USD hacia deuda.</p>	<p>Nuestra perspectiva optimista acerca de los activos de mercados emergentes se basa en los siguientes factores. En primer lugar, los datos del PIB real del primer trimestre en Estados Unidos y China apuntan una estabilización del crecimiento global, que podría llegar a extenderse a otros países, lo que impulsaría los activos de riesgo en general. Además, este incipiente repunte del crecimiento global se está produciendo en medio de presiones inflacionarias moderadas, lo que implica que los principales bancos centrales no perciban una necesidad apremiante de disminuir su postura moderada y, por tanto, los rendimientos de los mercados emergentes sean más atractivos que los mercados desarrollados. Además, la incertidumbre sobre los asuntos comerciales puede disminuir significativamente en mayo siempre que las negociaciones comerciales en curso entre Estados Unidos y China concluyan con éxito, a pesar de otros asuntos pendientes (sobre todo, los aranceles que Estados Unidos podría aplicar a los vehículos y las aeronaves de la Unión Europea y los obstáculos a la ratificación por los parlamentos nacionales del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá [T-MEC]). Además, nuestra tesis sobre la debilidad del USD, que no se ha materializado en lo que va de año, podría resultar acertada dada la actitud moderada de la Reserva Federal y siempre que el repunte titubeante del crecimiento chino pueda extenderse a las economías europeas y de mercados emergentes. Finalmente, en la medida en que el crecimiento se estabilice y eventualmente se acelere, debería ser un buen augurio para el crédito de mercados emergentes, especialmente para la deuda soberana de alta rentabilidad, que ha quedado a la zaga del crédito con grado de inversión durante el último año.</p>

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión a mayo de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

	ANÁLISIS MENSUAL	PERSPECTIV
Crédito	<p>Los datos económicos favorables, las ganancias sólidas y los factores técnicos positivos contribuyeron al estrechamiento de los diferenciales en abril. El índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate descendió 8 puntos básicos (pb) en abril, cerrando el mes 110 pb por encima de la deuda pública; el crédito financiero y el crédito no financiero con una calificación de BBB registraron un resultado relativo positivo.¹ Los activos europeos con grado de inversión superaron nuevamente al mercado estadounidense al contraerse 14 pb en abril, hasta 107 pb, según el índice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate.² Los precios de los bonos de alta rentabilidad continuaron subiendo en abril, al igual que la renta variable, por publicarse resultados mejores de lo previsto y la posición acomodaticia de la Reserva Federal. Los diferenciales se contrajeron 34 pb para cerrar el mes en 380 pb, mientras que las rentabilidades cedieron 31 pb, hasta el 6,12%.³</p>	<p>La política monetaria acomodaticia, los datos económicos neutrales, los decentes beneficios empresariales y la fuerte demanda de crédito respaldan a los mercados de cara al futuro. Sin embargo, si bien el contexto resulta favorable en general, las valoraciones ya no son tan baratas y los diferenciales se sitúan ahora por debajo de las medias a largo plazo. Por tanto, continuamos eliminando el riesgo de la mayoría de las carteras reduciendo las exposiciones con beta más alta, como valores con una calificación de BBB, activos de alta rentabilidad y bonos convertibles. Todavía consideramos que el crédito es atractivo dado el contexto macroeconómico más bien positivo, pero pensamos que el grueso de las plusvalías del año ha quedado atrás.</p>
Activos titulizados	<p>Los activos titulizados orientados al crédito evolucionaron adecuadamente en abril, mientras que los bonos de titulización hipotecaria de agencia registraron un rendimiento relativo ligeramente negativo. El índice Bloomberg Barclays U.S. MBS bajó un 0,06% en abril, aunque superó al índice Bloomberg Barclays U.S. Treasury en 22 pb.⁴ La duración del índice Bloomberg Barclays U.S. MBS aumentó 0,33 años, hasta 4,36 años, en abril.⁵ La cartera de bonos de titulización hipotecaria de la Reserva Federal se contraíó 10.000 millones de USD durante el mes, hasta 1.583 billones de USD; la reducción en lo que va de año asciende a 54.000 millones de USD.⁶ Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales no de agencia, los bonos de titulización hipotecaria europeos y los bonos de titulización de activos estadounidenses volvieron a contraerse en abril.</p>	<p>Los mercados de activos hipotecarios y titulizados comenzaron 2019 con buen pie impulsados por los tipos de interés más bajos y el estrechamiento de los diferenciales. De cara al futuro, esperamos que las rentabilidades dependan más del carry del flujo de caja, en lugar de los cambios en las rentabilidades o los diferenciales, pues prevemos que las primeras permanezcan, en gran medida, en un intervalo definido durante el resto de 2019 y que los segundos se stabilicen en los niveles actuales. Desde un punto de vista fundamental, creemos que la economía estadounidense muestra solidez, gracias a la fortaleza del consumo y el mercado inmobiliario; seguimos sobreponderados en inversiones titulizadas orientadas al crédito e infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia. Esperamos que los bonos de titulización hipotecaria de agencia continúen superando en rentabilidad a los bonos del Tesoro, pero que queden a la zaga de las oportunidades que ofrecen los activos titulizados orientados al crédito.</p>

¹Fuente: Bloomberg Barclays, a 30 de abril de 2019. ³Fuente: Bloomberg Barclays, a 30 de abril de 2019. ⁵Fuente: Bloomberg, a 30 de abril de 2019

²Fuente: Bloomberg Barclays, a 30 de abril de 2019. ⁴Fuente: Bloomberg, a 30 de abril de 2019 ⁶Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a 30 de abril de 2019

Consideraciones Sobre Riesgos

Los **títulos de renta fija** están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del capital principal y los intereses (riesgo de crédito), a las variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipos de interés), a la solvencia del emisor y a la liquidez del mercado en general (riesgo de mercado). En el entorno actual de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer y dar lugar a períodos de volatilidad y a aumentos de los reembolsos en las carteras. Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos rentas. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores no tengan los fondos para atender sus obligaciones de pago en el futuro. Los **préstamos de bancos públicos** están sujetos al riesgo de liquidez

y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. Los **títulos de alta rentabilidad (bonos basura)** son valores con calificaciones más bajas que pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los **títulos de deuda soberana** están sujetos al riesgo de impago. Los **bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización de activos** son sensibles al riesgo de amortización anticipada y a un mayor riesgo de impago y podrían ser difíciles de valorar y de vender (**riesgo de liquidez**). Asimismo, están sujetos a riesgos de crédito, de mercado y de tipos de interés. El **mercado de divisas** es altamente volátil. Influyen en los precios de estos mercados, entre otros factores, los cambios en la oferta y la demanda de una divisa en particular, las condiciones comerciales, los programas y las políticas fiscales, monetarios y de control de los mercados de divisas nacionales o extranjeros y las variaciones de los tipos de interés nacionales y extranjeros. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos,

económicos y de mercado. Invertir en países de **mercados emergentes** comporta riesgos mayores que los relacionados generalmente con inversiones en el extranjero. Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Los **títulos restringidos e ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los títulos que cotizan en mercados organizados (riesgo de liquidez). Debido a la posibilidad de que las amortizaciones anticipadas alteren los flujos de caja sobre las **obligaciones hipotecarias garantizadas**, no es posible establecer con antelación su fecha de vencimiento final o su vida media. Además, si la garantía de la obligación hipotecaria garantizada o las garantías de terceros fueran insuficientes para realizar pagos, la cartera podría incurrir en pérdidas.

DEFINICIONES

R* es el tipo de interés real a corto plazo que se daría cuando la economía se encuentra en una situación de equilibrio, es decir, el desempleo se halla en una tasa neutral y la inflación se encuentra en el nivel objetivo.

DEFINICIONES DE ÍNDICES

Los índices que se muestran en este informe no pretenden describir el rendimiento de una inversión concreta y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción, que reducirían la rentabilidad. Los índices que se muestran no están gestionados y no deben considerarse una inversión. No es posible invertir directamente en un índice.

El índice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** es un índice concebido para reflejar el rendimiento del mercado de bonos corporativos con grado de inversión denominados en EUR.

El índice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate** es el componente corporativo del índice Barclays Global Aggregate, que proporciona un indicador general de los mercados globales de renta fija con grado de inversión.

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** es un índice de referencia general que mide el mercado de bonos corporativos con grado de inversión, de tipo fijo y sujetos a fiscalidad.

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** sigue la evolución de bonos de titulización hipotecaria pass-through de agencia (hipotecas de tipo ajustable tanto a tipo fijo como híbridas) garantizados por Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) y Freddie Mac (FHLMC). El índice se elabora agrupando conjuntos de bonos de titulización hipotecaria individuales con entrega por determinar en agregados o genéricos basados en programas, cupones y años de emisión. Introducidos en 1985, los índices de tipo fijo de GNMA, FHLMC y FNMA correspondientes a títulos a 30 y 15 años se antedataron a enero de 1976, mayo de 1977 y noviembre de 1982, respectivamente. En abril de 2007, se incorporaron al índice los bonos pass-through de hipotecas a tipo ajustable híbridas de agencia.

El índice **de precios de consumo (IPC)** es una medida que examina la media ponderada de los precios de una cesta de bienes y servicios de consumo, como transporte, alimentos y atención sanitaria.

El índice **Dow Jones Commodity Gold (oro)** fue concebido para seguir la evolución del mercado del oro a través de contratos de futuros.

EUR vs. USD: rentabilidad total del EUR frente al USD.

Bonos alemanes a 10 años: índice Germany Benchmark 10-Year Datastream Government; **deuda pública japonesa a 10 años:** índice Japan Benchmark 10-Year Datastream Government; y **bono del Tesoro estadounidense a 10 años:** índice U.S. Benchmark 10-Year Datastream Government.

El **índice Hang Seng** incluye las acciones de las compañías más grandes y más líquidas que cotizan en el panel principal de la bolsa de valores de Hong Kong.

El **contrato de futuros sobre el crudo de Brent de ICE (petróleo crudo de Brent)** es un contrato con entrega basado en el intercambio de activos físicos con una opción de liquidación en efectivo.

El índice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está diseñado para seguir la evolución de la deuda corporativa sin grado de inversión denominada en EUR y GBP emitida al público en los mercados de eurobonos, los mercados locales en GBP o los mercados locales en EUR por emisores de todo el mundo.

El índice **ICE BofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** sigue el rendimiento de los bonos pass-through de hipotecas residenciales denominadas en USD, a tipo fijo e híbridas, emitidos al público por agencias estadounidenses en el mercado nacional estadounidense.

El índice **ICE BofAML U.S. High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** es un índice ponderado por el valor de mercado de todos los bonos de alta rentabilidad nacionales y yankees, entre los que se incluyen bonos con interés aplazado y títulos con pago en especie. Sus títulos tienen vencimientos de un año o más y una calificación crediticia inferior a BBB-/Baa3, pero no incurren en incumplimiento.

El índice **ISM Manufacturing** se basa en encuestas a más de 300 empresas manufactureras a cargo del Institute of Supply Management. El índice ISM Manufacturing sigue el empleo, la producción, las existencias, los nuevos pedidos y las entregas de proveedores. Se confecciona un índice de difusión compuesto que sigue las condiciones del sector manufacturero nacional a partir de los datos de estas encuestas.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión a mayo de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

Deuda pública italiana a 10 años: índice Italy Benchmark 10-Year Datastream Government.

El índice **JP Morgan CEMBI Broad Diversified** es un índice de referencia de bonos corporativos líquidos de mercados emergentes globales que sigue la evolución de bonos corporativos denominados en USD emitidos por entidades de mercados emergentes.

El índice **JPMorgan Government Bond—Emerging Markets (JPM Local EM Debt)** sigue la evolución de bonos denominados en moneda local emitidos por gobiernos de mercados emergentes. El índice se perfila como la referencia que indica dónde puede invertirse e incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluyen China e India desde septiembre de 2013).

El índice **JPMorgan Government Bond Emerging Markets (JPM External EM Debt)** sigue la evolución de bonos denominados en moneda local emitidos por gobiernos de mercados emergentes. El índice se perfila como la referencia que indica dónde puede invertirse e incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluyen China e India desde septiembre de 2013).

El índice **JP Morgan Emerging Markets Bond Global (EMBI Global)** sigue la rentabilidad total de instrumentos de deuda externa negociados en los mercados emergentes y es una versión ampliada del EMBI+. Al igual que el EMBI+, el EMBI Global incluye bonos Brady, préstamos y eurobonos denominados en USD con un valor nominal en circulación de, al menos, 500 millones de USD.

El índice **JP Morgan GBI-EM Global Diversified** es un índice de referencia global, líquido y ponderado por la capitalización de mercado de bonos corporativos de mercados emergentes denominados en USD representativos de Asia, América Latina, Europa y Oriente Medio/Africa.

JPY vs. USD: rentabilidad total del JPY frente al USD.

El índice **asequibilidad de viviendas de la National Association of Realtors** compara la mediana de las rentas con el coste de la vivienda mediana.

El índice **Nikkei 225 (Japan Nikkei 225)** es un índice ponderado por precio de las 225 compañías niponas de primera clase más destacadas que cotizan en la bolsa de Tokio.

El índice **MSCI AC Asia ex-Japan (MSCI Asia ex-Japan)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de dos de tres países de mercados desarrollados (excluido Japón) y ocho países de mercados emergentes de Asia.

El índice **MSCI All Country World (ACWI, MSCI Global Equities)** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de mercados desarrollados y emergentes. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten.

El índice **MSCI Emerging Markets (MSCI Emerging Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados emergentes.

El índice **MSCI World (MSCI Developed Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados desarrollados.

El índice **directores de compras** es un indicador de la salud económica del sector manufacturero.

El índice **S&P 500® (S&P 500 EE. UU.)** mide la rentabilidad del segmento de gran capitalización del mercado de renta variable estadounidense, cubriendo aproximadamente el 75% de dicho mercado. El índice incluye 500 compañías punteras de sectores líderes de la economía estadounidense.

El índice **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan)** tiene como fin reflejar el rendimiento de las mayores líneas de financiación del mercado de préstamos apalancados.

El índice **S&P GSCI Copper (cobre)**, subíndice de S&P GSCI, supone para los inversores una referencia fiable y pública sobre la evolución de las inversiones en el mercado del cobre.

El índice **S&P GSCI Softs (GSCI Soft Commodities)** es un subíndice de S&P GSCI que mide el rendimiento solo de las materias primas agrícolas, ponderado por la producción mundial. En 2012, el índice S&P GSCI Softs incluyó las siguientes materias primas: café, azúcar, coco y algodón.

Deuda pública española a 10 años: índice Spain Benchmark 10-Year Datastream Government.

El índice **Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Hedged** es un índice ponderado por mercado con un tamaño mínimo para inclusión de 500 millones de USD (Estados Unidos), 200 millones de EUR (Europa), 22.000 millones de JPY y 275 millones de USD (otros) de bonos convertibles vinculados a títulos de renta variable.

Deuda pública británica a 10 años: índice U.K. Benchmark 10-Year Datastream Government. En el caso de los siguientes índices de deuda pública de Datastream, los índices de referencia se basan en bonos concretos. El bono escogido para cada serie es el más representativo disponible para la banda de vencimientos dada en cada punto temporal. Los índices de referencia se seleccionan de acuerdo con las convenciones aceptadas en cada mercado. Por lo general, el bono de referencia corresponde a la emisión más reciente de la banda de vencimientos dada; se tienen en cuenta también la rentabilidad, la liquidez, el volumen de la emisión y el cupón.

El índice **del USD (DXY)** es un índice del valor del USD con respecto a una cesta de divisas, a menudo denominada "cesta de monedas de los socios comerciales de Estados Unidos".

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Reino Unido: Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos.

Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan con carácter previo a la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

Estados Unidos:

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO BANCARIO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) a "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda ("MSIM Ireland").

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en períodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Explore our site at www.morganstanley.com/im

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores.

Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Los puntos de vista y las opiniones pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento y podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible o las circunstancias existentes y los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los equipos de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM), ni los de la compañía en conjunto, y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a materializarse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Algunos de los datos que aquí se incluyen se basan en información obtenida de terceros considerados fiables. Sin embargo, no hemos verificado dicha información, por lo que no formulamos declaración alguna con respecto a su precisión o su integridad.

Esta comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en este documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión de análisis de inversiones.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el licenciatario correspondiente. Los licenciantes no patrocinan, respaldan, venden o promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquier tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

Este documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.