



Perspectivas para 2019:  
Deuda de mercados  
emergentes

## Los mercados emergentes aguardan ansiosos la llegada de 2019



**ERIC BAURMEISTER**

*Managing Director  
equipo Emerging Markets Debt*



**WARREN MAR**

*Managing Director  
equipo Emerging Markets Debt*



**SAHIL TANDON**

*Executive Director  
equipo Emerging Markets Debt*



**MARIANO PANDO**

*Executive Director  
equipo Emerging Markets Debt*

Tras un año complicado para los activos de riesgo —especialmente, para la renta fija de mercados emergentes—, nos mostramos optimistas de cara a 2019 con motivo de las atractivas valoraciones, el favorable entorno global de inflación y crecimiento moderados y una Reserva Federal que posiblemente se aproxime al final de su ciclo de subida de tipos. Consideramos que estos factores y el aumento de los déficits de la balanza por cuenta corriente y fiscal en Estados Unidos limitan el margen para una apreciación sustancial del USD, lo cual favorece en mayor medida a los activos de renta fija de mercados emergentes.

Nuestro análisis histórico indica que la renta fija de mercados emergentes tiende a ofrecer rentabilidades relativas positivas cuando las economías de la esfera emergente cierran brechas negativas de producción y convergen hacia el crecimiento potencial. Es de esperar que las estrategias en monedas locales se vean favorecidas por una política monetaria que ya se encuentra adecuadamente ajustada en economías clave de mercados emergentes y por la inclinación de las curvas de tipos, que brinda a los inversores una prima por plazo adicional. Asimismo, la debilidad general de las divisas de mercados emergentes debería complementar la rentabilidad en moneda local por *carry*/duración, concretamente, si se materializaran nuestras expectativas de descenso del USD y políticas monetarias restrictivas en la esfera emergente.

En cuanto a la deuda corporativa, el índice JP Morgan Emerging Markets Bond Global (EMBIG), nuestra referencia para la evolución de la deuda externa en USD, indica niveles asequibles con respecto a su promedio histórico y otros activos análogos tradicionales, como la alta rentabilidad estadounidense. Además, nuestro modelo de diferenciales de deuda soberana indica que, desde el punto de vista de los fundamentales, existe un potencial de compresión de los diferenciales de unos 40 puntos básicos. Si combinamos esta

circunstancia con un *carry* ya elevado (se encuentra en máximos desde 2008), la deuda soberana externa de mercados emergentes puede ofrecer, a estas valoraciones, oportunidades de inversión atractivas. Lo mismo sucede en el caso del índice JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond (CEMBI), representativo de la deuda corporativa en USD, cuyos diferenciales absolutos y relativos no han alcanzado por mucho los de otros mercados de deuda corporativa, como el de alta rentabilidad estadounidense y europea, en 2018, a pesar de la mejora general de los fundamentales que ilustra un perfil de impagos semejantemente bajo.

En ausencia de un crecimiento global sincronizado o una política monetaria laxa, y con las tensiones comerciales y los riesgos geopolíticos al alza, consideramos que los inversores deberían abordar con cautela este entorno de inversión más complicado. Además, sacar partido a las oportunidades que brindan los mercados emergentes exigirá un enfoque discriminatorio hacia la selección de países y activos. Nos centraremos en países que consideramos que ofrecen valoraciones atractivas, con fundamentales macroeconómicos sólidos que contribuyan a resistir sacudidas externas y/o una dinámica política que pueda traducirse en marcos económicos mejorados y, por tanto, ofrecer interesantes oportunidades de generación de alfa para aquellos inversores dispuestos a asumir los riesgos de invertir en deuda de mercados emergentes.

### **Un entorno de crecimiento estable e inflación moderada a escala global, positivo para los activos de mercados emergentes**

La tesis de consenso de crecimiento global estable y sincronizado en 2018 se desarrolló de manera diferente con respecto a cómo se preveía, obstaculizada por el aumento de la volatilidad en los mercados por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, los riesgos geopolíticos

y la normalización constante de la política monetaria estadounidense, con el consiguiente —y sustancial— fortalecimiento del USD. Asimismo, las políticas fiscales estadounidenses de impulso al crecimiento que se adoptaron a finales de 2017, unidas a la ralentización de China y las decepcionantes cifras de crecimiento en Europa, mermaron en mayor medida la tesis de sincronización global del crecimiento. Dada esta situación, los mercados emergentes han sufrido salidas de capital significativas, obligando a unas economías con desequilibrios externos a reforzar sus marcos normativos para dominar sus desajustes macroeconómicos.

Nuestra perspectiva global para 2019 se caracteriza por la moderación, tanto en la inflación como en el crecimiento. El impacto del endurecimiento de la Reserva Federal, el final del programa de compra de bonos del Banco Central Europeo (BCE) a finales de año (y puede que subidas de tipos ya en el segundo semestre de 2019) y la considerable perturbación desinflacionaria global derivada del reciente debilitamiento del precio del petróleo<sup>1</sup> fundamentan nuestra perspectiva inflacionaria moderada para todo el mundo. Asimismo, es de esperar que dichos factores compensen el impacto inflacionario de una posible ampliación de los aranceles estadounidenses a todas las importaciones chinas<sup>2</sup>. Es probable que la situación de la inflación en la esfera emergente sea cualitativamente similar a la de los mercados desarrollados, anclada y moderada en general, a excepción de ciertos casos idiosincráticos como Argentina y Turquía y, a niveles muy inferiores, economías de Europa central y oriental, donde podría afirmarse que la política monetaria es demasiado laxa.

El crecimiento en el mundo desarrollado va camino de ralentizarse. Dicha previsión se basa fundamentalmente en la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos con motivo de la normalización de la política de la Reserva Federal, el desvanecimiento

<sup>1</sup> El crudo Brent ha caído un 26% desde el máximo de octubre (a 30 de noviembre de 2018).

<sup>2</sup> Algunas estimaciones sitúan en 50 puntos básicos el impacto sobre la inflación de Estados Unidos de un régimen arancelario completo a las importaciones de China.



del impulso de los estímulos fiscales del pasado año (y el escaso margen para aprobar nuevos estímulos tras las elecciones legislativas) y el hecho de que la economía lleva expandiéndose casi una década. Asimismo, es de esperar que el aumento de la incertidumbre en torno al comercio lastre la inversión y, por tanto, el crecimiento. Lo mismo sucede en las economías abiertas de Europa, donde, además del menor respaldo del BCE y los persistentes riesgos políticos (Italia, brexit y relevo en el liderazgo de Alemania, entre otros), es probable que disminuya el ritmo de crecimiento.

Una situación caracterizada por la moderación del crecimiento en Estados Unidos y de las presiones inflacionarias, así como la inestabilidad de los mercados de valores y vivienda de dicho país, socava los fundamentos para que la Reserva Federal siga elevando los tipos por encima de lo que el mercado descuenta en la actualidad. Es de prever que nuestra tesis y su conclusión, de posible debilidad del USD el próximo año, de confirmarse, resulten positivas para los activos de mercados emergentes. La debilidad del USD también se basa en las valoraciones: percibimos que el USD se encuentra sobrevalorado en términos reales, aproximadamente, en un 10% —tanto el enfoque de paridad de poder adquisitivo (PPA) como nuestro modelo de comportamiento del tipo de cambio real (BEER) sugieren niveles similares de riqueza—.

Sin embargo, también es posible que el crecimiento global de los mercados emergentes se ralentice el año próximo, principalmente, con motivo del descenso paulatino, pero sostenido, del crecimiento chino. Además, el retroceso podría ser ligeramente más profundo y dependerá de la evolución del conflicto comercial con Estados Unidos y la respuesta de política del gobierno chino, que hasta ahora ha sido comedida.

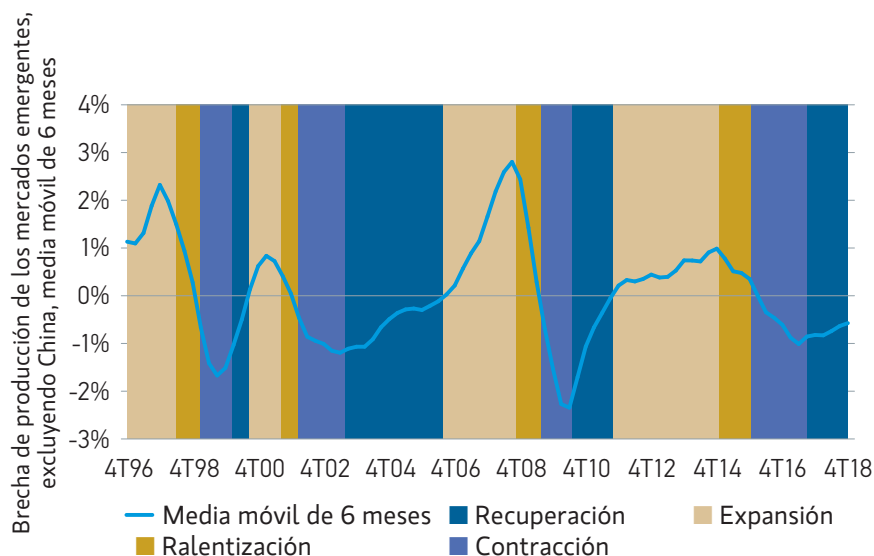
Sin embargo, el crecimiento de los mercados emergentes es más diverso de lo que transmiten los datos agregados. Diversos países clave de la esfera emergente están comenzando a recuperarse tras años de contracción

y ajuste y, salvo decepciones en el frente político, es de esperar que prosigan su marcha alcista hacia su crecimiento potencial. En América Latina, es probable que países como

Brasil y Colombia evolucionen en ese sentido, mientras que, en Asia, prevemos que el crecimiento sea próximo a su potencial en India, Indonesia y Filipinas. Por otra parte,

#### GRÁFICO 1

**Las estimaciones sobre brecha de producción sugieren que los mercados emergentes, excluyendo China, están atravesando una fase de recuperación...**



Fuente: MSIM, Haver. Datos de diciembre de 1996 a septiembre de 2018.

#### GRÁFICO 2

**... y los activos de mercados emergentes han tendido hacia rentabilidades relativas positivas durante la fase de recuperación**

*Rentabilidades trimestrales medias de las diferentes clases de activos durante un ciclo económico*

|               | RENTABILIDAD DE LAS DIFERENTES CLASES DE ACTIVOS |                             |                                |                                       |   |
|---------------|--|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|---|
|               | BONOS EN USD DE MERCADOS EMERGENTES              | MERCADOS EMERGENTES LOCALES | DIVISAS DE MERCADOS EMERGENTES | RENTA VARIABLE DE MERCADOS EMERGENTES | BONOS CORPORATIVOS DE MERCADOS EMERGENTES |
| Recuperación  | 3,3%   | 2,7%                        | 0,5%                           | 4,8%                                  | 3,0%                                      |
| Expansión     | 2,3%   | 0,7%                        | -0,4%                          | -0,9%                                 | 0,6%                                      |
| Ralentización | 2,7%   | -0,3%                       | -3,0%                          | -3,3%                                 | 0,4%                                      |
| Contracción   | 1,5%   | 2,3%                        | -0,2%                          | 1,5%                                  | 2,2%                                      |

La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

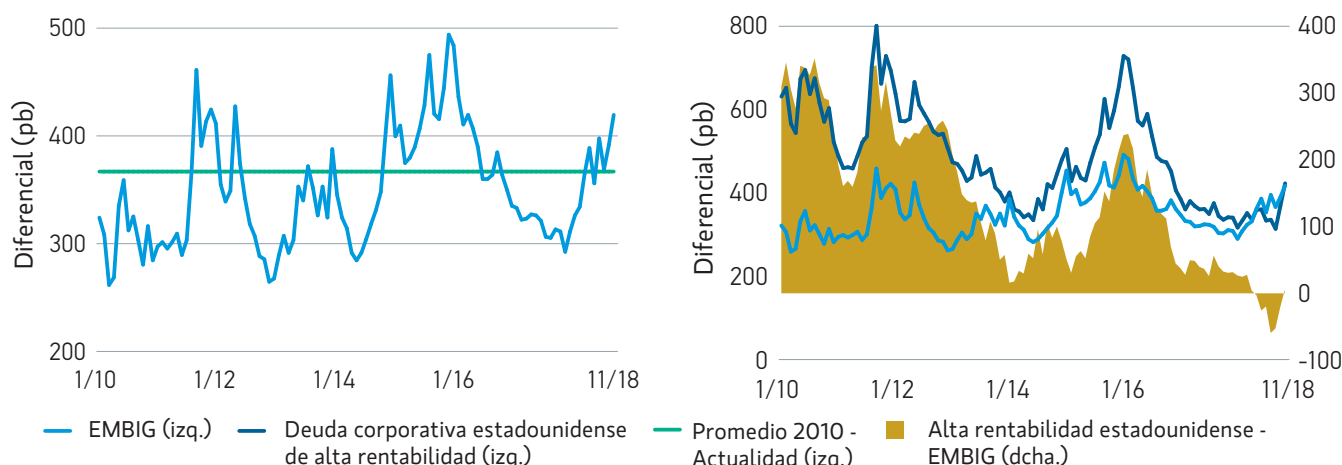
Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Bloomberg a septiembre de 2018. Nota: rentabilidades trimestrales de marzo de 1994 a septiembre de 2018 de los bonos denominados en USD y la renta variable de mercados emergentes. En el caso de los tipos locales, las divisas de mercados emergentes y los bonos corporativos, la muestra comienza en marzo de 2003, junio de 2003 y marzo de 2002, respectivamente. Empleamos el índice JP Morgan EMBIG para los bonos denominados en USD, el índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified para los tipos locales, el índice MSCI Emerging Market para la renta variable de mercados emergentes, el índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified FX para las divisas de mercados emergentes y el índice JP Morgan Corporate EMBI Broad Diversified Composite para los bonos corporativos. Para estimar la brecha de producción, incluimos los siguientes países: Brasil, República Checa, Chile, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Tailandia, Turquía y Sudáfrica.

## GRÁFICO 3

**El índice EMBIG se encuentra en niveles inferiores a su promedio histórico y la alta rentabilidad estadounidense**

El índice EMBIG evoluciona muy por encima del promedio de 10 años...

... y también parece atractivo con respecto a la alta rentabilidad estadounidense



La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

Las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. En general, las inversiones en renta fija están sujetas al riesgo de crédito y de tipos de interés. Las inversiones en alta rentabilidad pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los títulos extranjeros están sujetos a riesgos cambiarios, políticos, económicos y de mercado. Los riesgos de invertir en países de mercados emergentes son mayores con respecto a las inversiones en países desarrollados extranjeros. Los inversores deben revisar minuciosamente los riesgos de cada clase de activos antes de invertir. Para examinar las consideraciones sobre riesgos, consulte la sección de información importante.

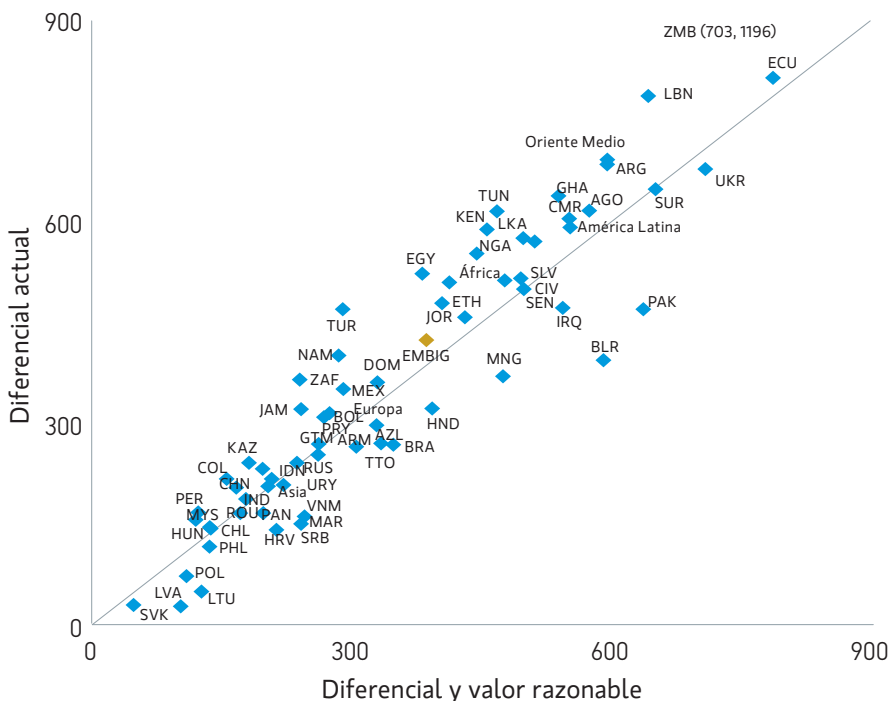
Fuente: JP Morgan, Bloomberg Barclays. Datos de enero de 2010 a noviembre de 2018.

se prevé que las economías emergentes europeas desaceleren su evolución: es de esperar que el crecimiento de Turquía resulte decepcionante a medida que la economía continúe ajustándose a la crisis auto infligida el pasado verano. Por su parte, es posible que las economías de rápido crecimiento de Europa central y oriental se desaceleren paulatinamente hasta su nivel potencial según se dejen notar las restricciones en la oferta.

### Los mercados emergentes, excluyendo China, en fase de recuperación: positivo para la renta fija de mercados emergentes

Con el fin de fundamentar nuestras posturas acerca de los activos de deuda de mercados emergentes de cara al año próximo, analizamos la rentabilidad histórica de bonos, tipos y valores de mercados emergentes en cada una de las fases del ciclo económico: recuperación, expansión, ralentización y contracción. En primer lugar, calculamos la brecha de producción de los mercados emergentes, excluida China, y definimos cada fase del ciclo en función del nivel de la brecha y la variación con respecto

## GRÁFICO 4

**Los diferenciales del EMBIG se encuentran 40 pb por debajo de la referencia según nuestro modelo de diferenciales de deuda soberana**

Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y no tienen que cumplirse necesariamente.

Fuente: MSIM, Bloomberg, Haver. Datos a 20 de noviembre de 2018.

al trimestre anterior. El *Gráfico 1* muestra que el crecimiento de la esfera emergente, excluida China, está atravesando una fase de recuperación.

A continuación, estimamos la rentabilidad trimestral media de cada clase de activos durante todo el ciclo económico. Como esperábamos, concluimos que la renta variable de mercados emergentes con beta elevada con respecto al crecimiento superó en rentabilidad a los bonos denominados en USD de la esfera emergente y a las divisas de mercados emergentes durante las fases de recuperación. Los bonos denominados en USD han tendido a obtener los mejores resultados durante las fases de expansión y ralentización, mientras que los tipos locales muestran mejores resultados durante las recesiones.

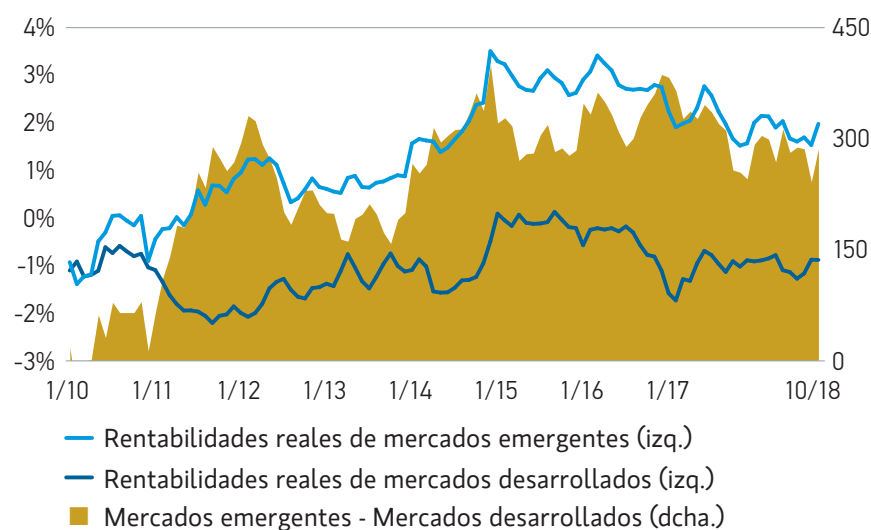
Dado que identificamos que la fase actual del ciclo económico de los mercados emergentes, excluida China, es de recuperación, y en la medida en que el rendimiento histórico aporta información de utilidad sobre el potencial de rentabilidad futura, el análisis respalda nuestro optimismo acerca de la esfera emergente: todas las estrategias de deuda de mercados emergentes se anotaron rentabilidades positivas durante la fase de recuperación, si bien no por encima de la renta variable de esos mismos mercados. Sin embargo, según indicamos anteriormente, con motivo de la mayor complejidad de la situación global, consideramos que un enfoque matizado hacia la inversión en deuda de mercados emergentes, más centrado en la evolución idiosincrática, debería ofrecer resultados mejores que una estrategia más orientada hacia la beta. En los apartados que figuran a continuación, ofrecemos más información sobre la mejora o el deterioro de países concretos.

### Todos los parámetros coinciden en que los diferenciales de la deuda soberana de mercados emergentes ofrecen valor

Todos los parámetros de valoración que revisamos sugieren que existe valor en

#### GRÁFICO 5

**Nos decantamos por la deuda de mercados emergentes en moneda local por sus elevadas rentabilidades reales y los diferenciales de rentabilidad real entre los mercados emergentes y los mercados desarrollados**



La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

Fuente: MSIM, Bloomberg, Haver. Datos a 20 de noviembre de 2018.

los diferenciales de deuda soberana. Por ejemplo, los diferenciales del EMBIG parecen situarse unos 50 puntos básicos por debajo de su promedio histórico de 10 años. Además, el diferencial entre el índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield y el índice EMBIG, que llevaba en terreno positivo más de una década, se ha comprimido hasta prácticamente cero, a pesar del aumento de la calificación crediticia media de los diferenciales de mercados emergentes (tres escalones: BB+, en el caso del índice EMBIG, frente a B+, en el caso del índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield). Asimismo, nuestra perspectiva de ralentización del crecimiento en Estados Unidos y el rendimiento relativo positivo registrado recientemente por la alta rentabilidad estadounidense frente al índice EMBIG deberían animar a los inversores transversales a plantearse volver a suscribir posiciones de valor relativo en deuda soberana de mercados emergentes.

Asimismo, nuestro modelo de diferenciales de deuda soberana a valor

razonable<sup>3</sup>, que asocia los diferenciales con variables fundamentales internas y externas, sugiere que los diferenciales se encuentran unos 40 puntos básicos por debajo de la referencia.

Tal y como se aprecia en el *Gráfico 4*, a pesar de los niveles generalmente bajos de los diferenciales de la deuda soberana de mercados emergentes con respecto a lo que indican los fundamentales, existen diferencias entre regiones y países. El modelo apunta niveles bajos en África y, en menor medida, América Latina, mientras que señala niveles caros para la deuda soberana europea y niveles razonables para los diferenciales asiáticos. Por países, destacamos los siguientes por ofrecer potencial de generar alfa el año próximo:

- **SUDÁFRICA:** Un crecimiento ligeramente superior en 2019, un banco central que adopte medidas restrictivas creíbles y la posibilidad de sorpresas positivas en el frente fiscal son factores que podrían estimular la compresión de los diferenciales de los diversos activos sudafricanos. Si

<sup>3</sup> Revisiting Our Emerging Market Sovereign Spread Valuation Framework, equipo Emerging Markets Debt, Investment Insight, 2018.

bien Cyril Ramaphosa se perfila como seguro vencedor de las elecciones presidenciales de mayo, su margen de victoria será un indicador clave para ver si dispone de un mandato como para llevar a cabo reformas y abordar los intereses creados.

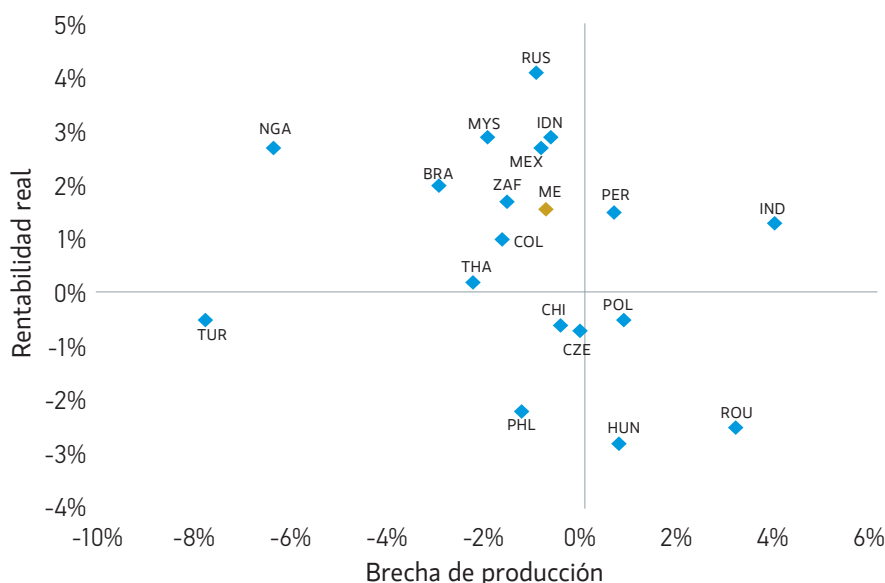
- **INDONESIA:** Albergamos perspectivas positivas con respecto a los diferenciales indonesios, que es de esperar que salgan beneficiados de la decisiva respuesta de política adoptada recientemente por el Banco de Indonesia y el gobierno, a fin de abordar el creciente desequilibrio por cuenta corriente y las amenazas a la estabilidad financiera con motivo de la excesiva debilidad de la IDR. Si el año que viene aumenta la estabilidad de la moneda y el Banco de Indonesia se encuentra en posición de reponer sus reservas internacionales, es de esperar que los diferenciales se encuentren en una situación más favorable, al igual que si el presidente Jokowi es reelegido, pues garantizaría la continuidad de políticas proclives al mercado.

- **UCRANIA:** A pesar de la retórica populista de Tymoshenko, la candidata que va en cabeza en las encuestas, creemos que el resultado de las elecciones no se traducirá en cambios de política de calado dado el amplio consenso interno sobre la alineación del país con Occidente y su dependencia de financiación multilateral para hacer frente al considerable incremento de los reembolsos de su deuda externa a partir del año próximo. La reciente aprobación del presupuesto para 2019, conforme con las directrices del Fondo Monetario Internacional (FMI), puede traducirse en una comprensión de los diferenciales, pues puede llevar a que dicho organismo desembolse el primer tramo de financiación prevista en el acuerdo de financiación contingente, así como a fondos adicionales de la Unión Europea y demás instancias multilaterales.

- **ZAMBIA:** Consideramos que la constante presión sobre su moneda podría desencadenar cambios en el marco político y económico actual, responsable de la parálisis normativa

#### GRÁFICO 6

**Los países con rentabilidades reales elevadas y brechas de producción negativas ofrecen oportunidades atractivas en deuda denominada en moneda local de mercados emergentes**



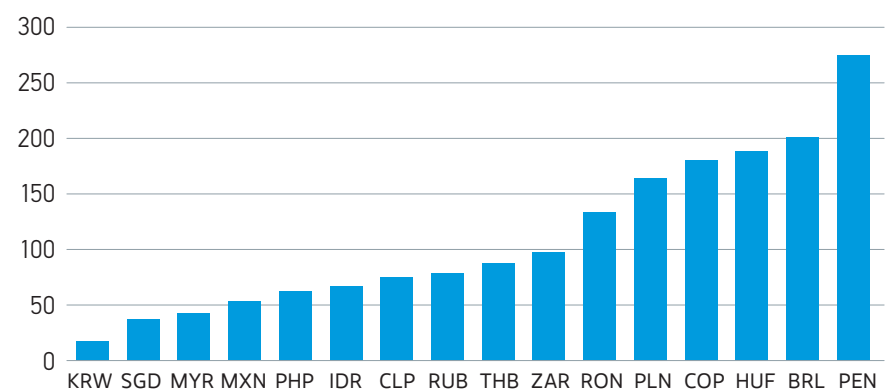
La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

Fuente: MSIM, Bloomberg, Haver. Datos de julio de 2016 a octubre de 2018.

#### GRÁFICO 7

**Nos decantamos por la ampliación de la duración en países emergentes con curvas de tipos pronunciadas**

*Pendientes locales a 10 años - 2 años*



Fuente: Bloomberg. Datos a 23 de noviembre de 2018.

existente. Si percibimos indicios de cambio político y una posibilidad real de que se adopten políticas positivas, percibiríamos valor en la deuda externa de Zambia.

- **TURQUÍA:** La falta de demanda interna para las importaciones, el abaratamiento del petróleo y la mayor capacidad de negociación en términos geopolíticos podrían aliviar las

inquietudes por su balanza exterior y favorecer los diferenciales de su deuda soberana. Sin embargo, mantenemos la cautela, pues percibimos una menor disposición del gobierno a adoptar más políticas ortodoxas y llevar a cabo una posible reversión de la laxitud fiscal y cuasifiscal antes de las elecciones locales de marzo. Una evolución fiscal como la citada podría

contrarrestar el enfoque de política monetaria restrictiva y exacerbar aún más la vulnerabilidad de la economía a sacudidas externas.

- **MÉXICO:** A pesar de las valoraciones atractivas, mantenemos la cautela con respecto a México, pues las decisiones de políticas recientes — como el referéndum y la cancelación de un esperado aeropuerto — sugieren un posible viraje hacia una agenda populista, lo cual agrava las inquietudes en torno a la disciplina fiscal y la estabilidad política actual.

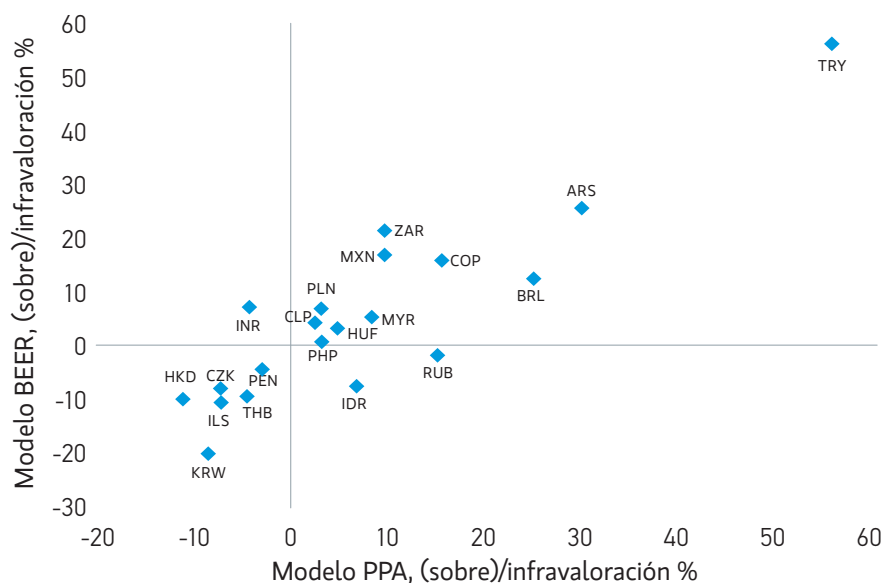
### Valor en tipos locales por la elevada brecha entre los tipos reales de mercados emergentes y mercados desarrollados, la inclinación de las curvas y la debilidad del USD

Los tipos reales de mercados emergentes, aunque han dejado atrás los máximos de los cinco últimos años, siguen pareciendo atractivos (en niveles del 2%). De manera similar, el diferencial de las rentabilidades reales con los mercados desarrollados sigue siendo atractivo (de unos 300 puntos básicos) y ha aumentado recientemente debido al enfoque más restrictivo de la política monetaria de los bancos centrales de economías que se enfrentan a salidas de capitales, como Indonesia, Turquía y Argentina. Por su parte, las rentabilidades reales de los mercados desarrollados permanecen claramente en territorio negativo a pesar del enfoque menos acomodaticio de la política monetaria. Preveemos que los diferenciales de los tipos reales permanecerán en niveles elevados el próximo año, a medida que la Reserva Federal se aproxime al final del ciclo de endurecimiento de su política y otros bancos centrales de la esfera desarrollada retiren con cautela los estímulos monetarios y siempre que la inflación global siga siendo moderada y los bancos centrales de los mercados emergentes actúen con cuidado y mantengan un enfoque restrictivo en vista de los persistentes riesgos externos.

El *Gráfico 6* muestra las brechas de producción frente a la rentabilidad real y nos ayuda a detectar los países que pueden ofrecer oportunidades

### GRÁFICO 8

**La debilidad de las divisas de mercados emergentes puede impulsar el potencial de rentabilidad en moneda local por *carry*/duración**

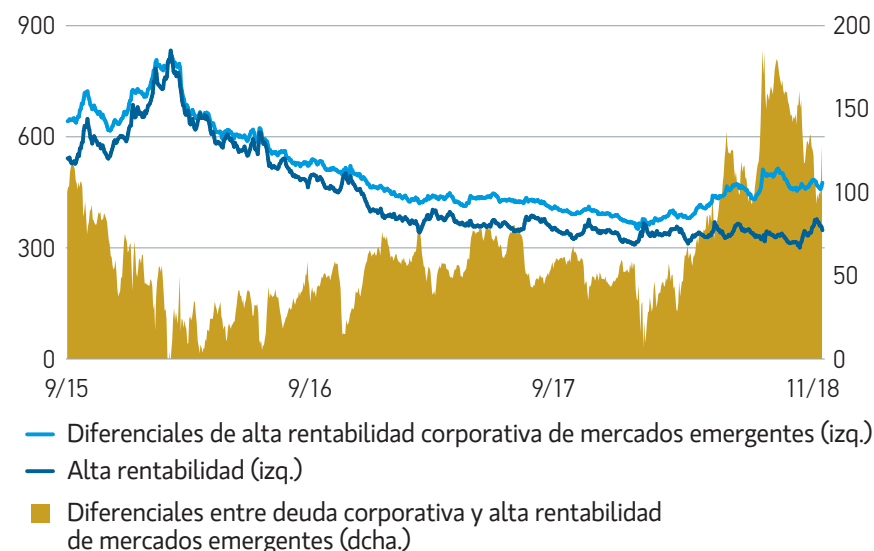


Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse necesariamente.

Fuente: MSIM, Bloomberg, Haver. Datos a 23 de noviembre de 2018. Los modelos de la CZK, el HUF y el PLN se establecen frente al EUR.

### GRÁFICO 9

**Diferenciales entre alta rentabilidad de mercados emergentes y estadounidense**



La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

Fuentes: Morgan Stanley Investment Management, J.P. Morgan a noviembre de 2018.

interesantes el próximo año. Concretamente, las economías ubicadas en el cuadrante superior izquierdo (es decir, tipos reales positivos y atonía

económica) ofrecen un *carry* superior y también podrían ofrecer una protección adecuada para encajar las sacudidas. De entre los que ofrecen rentabilidades



mayores, destacan Rusia, Indonesia, México y Brasil. En el otro extremo del espectro, las economías de Europa central y oriental presentan brechas de producción prácticamente cerradas (excepto Rumanía, cuya brecha de producción es significativamente más positiva) y tipos reales negativos.

Además, creemos que la considerable inclinación de las curvas de diversas economías de mercados emergentes ofrece oportunidades atractivas para aumentar la duración. Por ejemplo, Perú, que presenta la curva más inclinada de los mercados emergentes, parece especialmente atractivo dado su consolidado rigor fiscal y la estabilidad de su moneda. Por su parte, las rentabilidades locales de Brasil ofrecen el potencial de evolucionar positivamente el año próximo siempre que el gobierno entrante de Jair Bolsonaro cumpla sus promesas electorales de reformar la seguridad social y llevar a cabo un proceso de consolidación fiscal. En Europa central y oriental, la curva de tipos de Polonia se muestra atractiva, respaldada por una posición fiscal sólida y una demanda de deuda pública polaca que podría aumentar en el segundo semestre de 2019 a medida que entre en vigor el tercer pilar del sistema de pensiones. Las rentabilidades de Rusia podrían evolucionar de manera positiva el año próximo impulsadas por la prudencia fiscal y la ortodoxia de su banco central, siempre que las tensiones geopolíticas —a saber, las sanciones— permanezcan sin cambios. Por último, evitamos posiciones de duración larga en México en vista de la mayor incertidumbre con motivo del gobierno entrante de AMLO y una prima de riesgo baja con respecto a los posibles riesgos fiscales.

La combinación de debilidad del USD y la bajada generalizada de las divisas puede impulsar la rentabilidad en moneda local por *carry*/duración. De hecho, nuestros modelos de valoración a medio y largo plazo (BEER y PPA, respectivamente) coinciden en que un importante subconjunto de divisas de

#### GRÁFICO 10

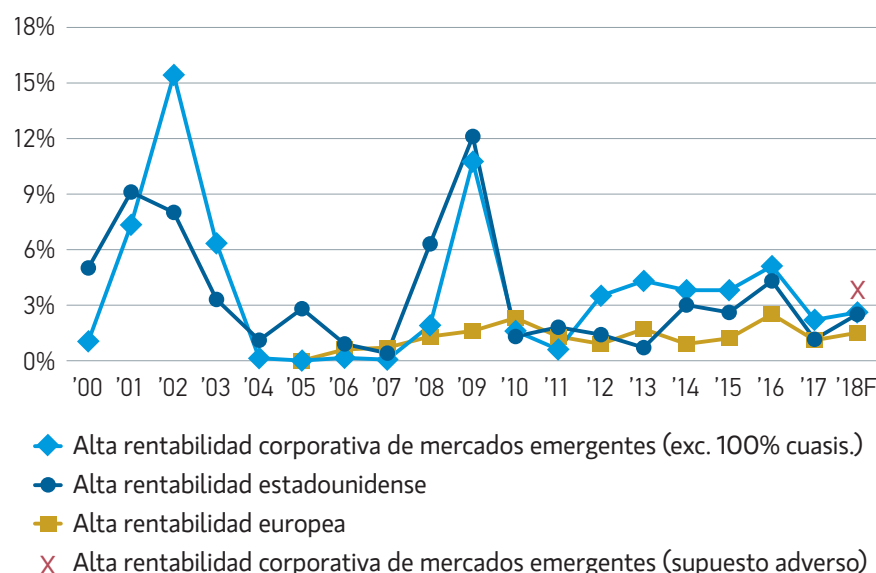
#### Parámetros de deuda corporativa de mercados emergentes y tendencias recientes

|                        | GLOBAL    |           | ASIA      |           | MERCADOS EMERGENTES DE EUROPA |           | AMÉRICA LATINA |           | ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA |           |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------|-----------|----------------|-----------|------------------------|-----------|
|                        | 2016      | 2017      | 2016      | 2017      | 2016                          | 2017      | 2016           | 2017      | 2016                   | 2017      |
| <b>CRECIMIENTO</b>     |           |           |           |           |                               |           |                |           |                        |           |
| Ingresos               | -7%       | 13%       | -8%       | 13%       | -8%                           | 22%       | -3%            | 7%        | -7%                    | 6%        |
| EBITDA                 | 0%        | 13%       | 4%        | 12%       | -12%                          | 20%       | 5%             | 11%       | -9%                    | 11%       |
| Deuda bruta            | 1%        | 4%        | 0%        | 5%        | 4%                            | 11%       | 0%             | -2%       | 6%                     | 8%        |
| Deuda neta             | 1%        | 2%        | -3%       | -3%       | 11%                           | 26%       | 2%             | -5%       | 8%                     | 12%       |
| CAPEX                  | -15%      | 7%        | -12%      | 12%       | -12%                          | 16%       | -25%           | -8%       | -7%                    | -6%       |
| <b>RATIOS</b>          |           |           |           |           |                               |           |                |           |                        |           |
| Apalancamiento bruto   | 3,0 veces | 2,7 veces | 2,9 veces | 2,7 veces | 2,5 veces                     | 2,5 veces | 3,6 veces      | 3,1 veces | 2,6 veces              | 2,5 veces |
| Apalancamiento neto    | 1,9 veces | 1,7 veces | 1,6 veces | 1,4 veces | 1,7 veces                     | 1,8 veces | 2,8 veces      | 2,4 veces | 1,6 veces              | 1,6 veces |
| Margen de EBITDA       | 20,0%     | 19,9%     | 17,3%     | 16,8%     | 21,8%                         | 21,6%     | 23,3%          | 24,0%     | 33,4%                  | 34,9%     |
| Cobertura de intereses | 6,4 veces | 6,5 veces | 8,5 veces | 8,3 veces | 6,7 veces                     | 7,7 veces | 3,8 veces      | 0,0 veces | 8,6 veces              | 9,2 veces |

Fuente: J.P. Morgan, Bloomberg a septiembre de 2018. El análisis emplea un conjunto dinámico de emisores de bonos externos con deuda en circulación, excluidas compañías 100% cuasisoberanas, financieras, inmobiliarias y en quiebra. "Inv. inm." se refiere a "inversión en inmovilizado".

#### GRÁFICO 11

#### Tasas de impago de mercados emergentes frente a mercados desarrollados



Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse necesariamente.

Fuentes: Morgan Stanley Investment Management, J.P. Morgan. Las tasas de impago de mercados emergentes incluyen operaciones atribuidas a septiembre de 2018.



mercados emergentes se encuentran en niveles asequibles, lo cual puede mejorar el perfil de rentabilidad de la exposición a rentabilidades en moneda local.

### Las valoraciones de la deuda corporativa de mercados emergentes parecen favorables atendiendo a las expectativas de impago

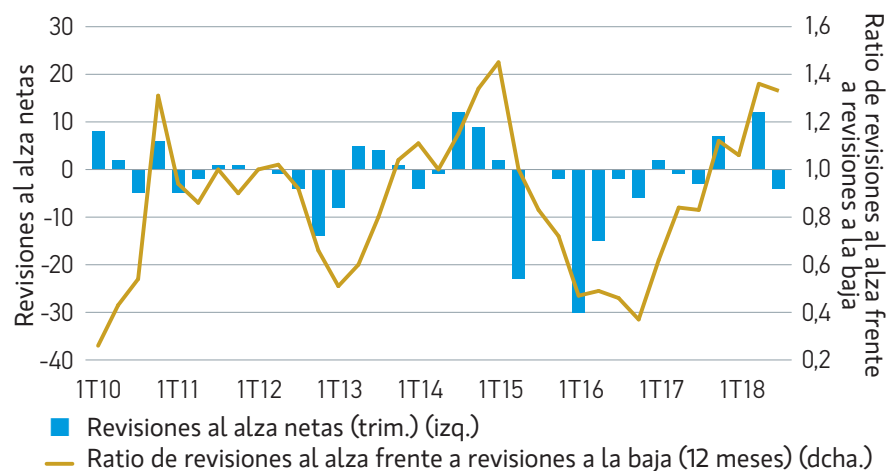
Creemos que la fuerte corrección de los diferenciales de la deuda corporativa de mercados emergentes, en especial, de los activos de alta rentabilidad, desde el comienzo del segundo trimestre de 2018 resulta excesiva en vista de nuestra valoración de los fundamentales de dicha clase de activos.

Nuestra confianza en la deuda corporativa de mercados emergentes se fundamenta en la mejora de los parámetros (solventía, actuación de la dirección, etc.) La mejora cuenta con el respaldo de la evolución de las compañías de mercados emergentes desde el final de la crisis financiera global, así como del periodo más reciente posterior al desplome de los mercados de energía y materias primas de 2015/2016.

La estabilización y la renovación de los fundamentales de las empresas en el transcurso de 2018 responden a las mismas condiciones que sustentaron a la deuda corporativa en los mercados desarrollados. Las compañías de mercados emergentes se han beneficiado de un periodo prolongado de dinero fácil y han aprovechado las oportunidades favorables de financiación para reforzar sus balances mediante una gestión activa de sus pasivos. Dicha evolución la evidencian el significativo repunte de las opciones de compra, las ofertas tempranas y las recompras y las evidencias claras, en general, de la ampliación de los vencimientos de deuda y la mejora global del servicio de la deuda.

GRÁFICO 12

### Evolución de las calificaciones de bonos corporativos con grado de inversión de mercados emergentes



Fuente: Morgan Stanley Investment Management, JP Morgan, Moody's, Standard & Poor's y Fitch a septiembre de 2018.

Pone de manifiesto la prudencia de los gestores del negocio de mercados emergentes que hasta los últimos 12-18 meses no hayamos asistido a un repunte en la actividad inversora y solo tras constatar evidencias de recuperación de los ingresos y el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) con respecto a 2016/2017. Cabe destacar que los niveles nominales de deuda han permanecido bajo control a pesar de la disponibilidad de dinero barato. Las ratios de apalancamiento bruto y neto han descendido, mientras que los ingresos, los márgenes y la rentabilidad han mejorado, lo cual nos indica que los mercados emergentes han superado la parte baja del ciclo de crédito y se adentran en un periodo más prolongado de estabilidad.

Estas mejoras las ilustran mejor las expectativas de impago, que probablemente cerrarán el año por debajo del 2,5% que fijamos a comienzos de año a pesar del auge de acontecimientos idiosincráticos

negativos en países como Argentina y Turquía.

De cara a 2019, creemos que es de especial importancia la ampliación de los diferenciales de la alta rentabilidad de mercados emergentes, dadas las expectativas de que las tasas de impago de dichos mercados permanezcan en niveles bajos y en línea con la alta rentabilidad estadounidense el próximo año.

En cuanto a la deuda corporativa con grado de inversión, también creemos que la debilidad de los diferenciales es en cierta medida contradictoria dadas las mejoras fundamentales en la calidad de dicha deuda en mercados emergentes (donde es de esperar que las revisiones al alza superen a las revisiones a la baja en los próximos 12-18 meses) con respecto a Estados Unidos, donde la combinación de recompras de acciones financiadas con deuda y las fusiones y las adquisiciones podrían someter a presión a las calificaciones de crédito en 2019.

## Riesgos y oportunidades

A pesar de nuestro optimismo general en torno a la deuda de mercados emergentes de cara al próximo año, reconocemos diversos riesgos que podrían minar nuestra tesis. El riesgo principal, que señalan la mayoría de los participantes, tiene que ver con un empeoramiento de las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque la tregua alcanzada recientemente<sup>4</sup> en la reunión del G-20 del 1 de diciembre es un paso en la dirección correcta, nos parece improbable que vaya a llegarse a una solución definitiva de las disputas en curso, pues las reclamaciones de Estados Unidos guardan relación con cuestiones críticas para el modelo de desarrollo de China y resulta improbable que las autoridades de este país vayan a mostrarse dispuestas a ceder en este sentido. A pesar de las repercusiones negativas obvias de las guerras comerciales para la economía global, creemos que un régimen basado en aranceles y aranceles a modo de represalia también puede traducirse en virajes de los flujos comerciales y en el traslado de cadenas de suministro a otros países, lo cual podría resultar positivo para diversas economías de mercados emergentes (por ejemplo, Brasil y Argentina podrían incrementar su cuota de mercado en las exportaciones de soja a China y ciertas economías asiáticas de bajo coste podrían verse asimismo favorecidas al recibir las cadenas de suministro que se trasladen para evitar las restricciones comerciales). Las inquietudes geopolíticas podrían resurgir en forma de sanciones a Rusia, si bien el ímpetu por imponer nuevos castigos ha disminuido tras las elecciones legislativas en Estados Unidos.

Un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal por encima de lo que actualmente descuenta

el mercado podría suponer una sorpresa negativa, si bien, como mencionamos anteriormente, consideramos que los factores desinflacionarios que entran en juego deberían anular con creces cualquier amenaza de subida de precios que ocasionen nuevos aranceles a las importaciones o una mayor restricción del mercado de trabajo.

También será importante seguir los factores técnicos de la oferta en el ámbito de la deuda corporativa, en el que se estima que en 2019 vencerá deuda corporativa de mercados emergentes valorada en más de 200.000 millones de USD. Aunque no creemos que las condiciones financieras vayan a endurecerse en tal medida que planteen riesgos de refinanciación más amplios al segmento corporativo en su conjunto, cualquier anticipación de oferta puede suponer un obstáculo para la rentabilidad a comienzos del nuevo año.

Por último, el espectro político puede plantear riesgos idiosincráticos (además de oportunidades). Deben seguirse de cerca las repercusiones de las turbulencias políticas en Europa, pues podrían modificar drásticamente los planes del BCE para normalizar la política monetaria. De entre estos riesgos, destacamos los siguientes: la salida del Reino Unido de la Unión Europea, los desacuerdos entre la Comisión Europea e Italia sobre el presupuesto de este país y los cambios de liderazgo en el partido que ostenta el gobierno alemán. Por su parte, el año próximo, se celebrarán elecciones en diversas economías de mercados emergentes. En Nigeria, prevemos unas elecciones presidenciales reñidas en febrero en las que se enfrentarán el presidente actual y un antiguo vicepresidente, sin diferencias importantes en sus enfoques de política económica. En Indonesia, creemos que el presidente Jokowi se hará con una segunda legislatura en las elecciones de

abril, lo cual garantizará la continuidad de las políticas. La carrera presidencial ucraniana sigue muy abierta, con la antigua primera ministra Yulia Tymoshenko liderando las encuestas. Creemos que el repleto calendario de reembolsos de deuda externa para 2019 y 2020 y el amplio consenso nacional sobre la orientación europea de Ucrania limitan en gran medida el margen para revertir las reformas ya aprobadas, con independencia del candidato que termine ganando. En India, creemos que Narendra Modi logrará la reelección en las elecciones generales que se celebrarán en abril/mayo, al recurrir a políticas populistas para mejorar sus posibilidades. El presidente Cyril Ramaphosa tiene prácticamente asegurada la victoria en las elecciones presidenciales de Sudáfrica, si bien el margen de victoria será el que determinará su capacidad para llevar a cabo reformas y abordar los intereses creados. En Argentina, las perspectivas de reelección del presidente Mauricio Macri han empeorado últimamente con motivo de la crisis económica, lo cual arroja dudas sobre la sostenibilidad del programa de financiación contingente del FMI. Las elecciones locales en Turquía podrían ser una fuente de mayor volatilidad, en especial, si el gobierno decide mejorar sus posibilidades de victoria relajando su política de manera prematura. Por último, los trasposos de poderes en economías de peso (México, el 1 de diciembre; Brasil, el 1 de enero) podrían imprimir efectos considerables en la rentabilidad de los activos. Como indicamos anteriormente, mantenemos la cautela en torno a México, si bien consideramos que el nuevo gobierno de Brasil podría aprovechar el efecto de luna de miel para aprobar en el Congreso la reforma de la seguridad social, aliviando de este modo las inquietudes por la sostenibilidad de la deuda.

<sup>4</sup> Según este acuerdo, Estados Unidos suspende el aumento inminente de los aranceles a 200.000 millones de USD de importaciones chinas y China se compromete a comprar cantidades sustanciales de productos agrícolas, energéticos e industriales estadounidenses. Durante ese periodo de tres meses, ambas partes negociarán acerca de cuestiones críticas como el acceso de Estados Unidos al mercado chino, el respeto de los derechos de propiedad intelectual y las transferencias de tecnología.

## Consideraciones sobre riesgos

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que los valores de mercado de los títulos de la cartera bajen, por lo que podrían ser inferiores al importe que usted pagó por ellos. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta cartera puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales.

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 periodos 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. 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. 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 necesarios para atender sus obligaciones de pago en el futuro. 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 **préstamos de bancos públicos** están sujetos al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. Los **títulos extranjeros** están sujetos a riesgos cambiarios, políticos, económicos y de mercado. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en países desarrollados extranjeros. Los **títulos de deuda soberana** están sujetos al riesgo de impago. 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).

## DEFINICIONES DE ÍNDICES

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield** mide el mercado de bonos corporativos sin grado de inversión, de tipo fijo, sujetos a fiscalidad y denominados en USD. Los títulos se clasifican como alta rentabilidad si la calificación media de Moody's, Fitch y S&P es Ba1/BB+/BB+ o inferior. El índice excluye la deuda de mercados emergentes.

El índice **JP Morgan Emerging Markets Bond Global (EMBIG)** 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 índice 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/África.

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

## DISTRIBUCIÓN

**La presente 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 (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:**

Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria 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 Secondaria 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 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 el 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 inversión 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, MSIM no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 4TO (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: The 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 obtener 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, figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.**

Morgan Stanley Distribution, Inc. interviene 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:** El presente 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 del presente 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, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente 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) "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. **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:** La presente comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra con el número 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

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 periodos 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.

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 toda 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 el presente 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 producirse 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.

La presente 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 el presente 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.

El presente 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 el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión 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 los índices que se mencionan en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde al concedente de la licencia de que se trate. Los concedentes de licencia 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 el presente 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 el presente 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 del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

El presente 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 del presente documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte del presente 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 el presente documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre los derechos de autor.

Visite nuestro sitio web en [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)