

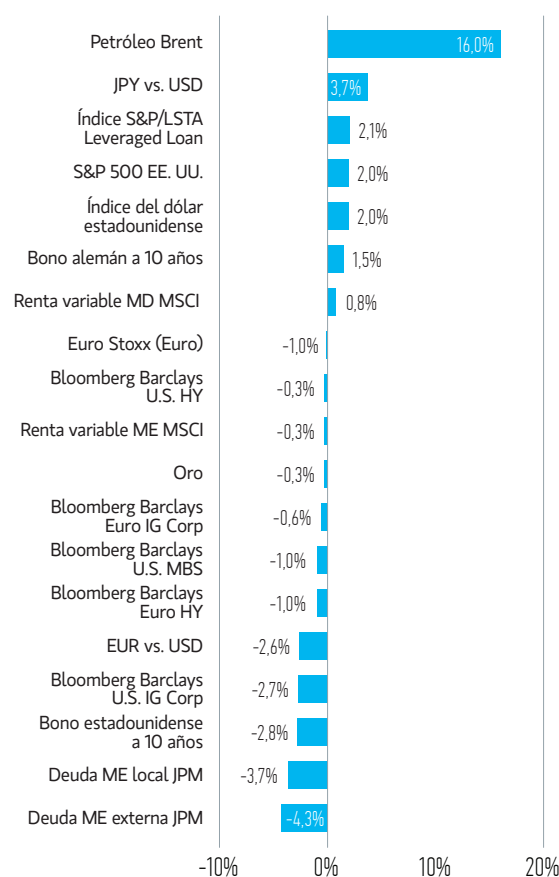
## Boletín de renta fija global de MSIM

## Un periodo agitado

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | JUNIO DE 2018

Mayo fue un mes esquizofrénico para los mercados financieros, con episodios de tolerancia y de aversión al riesgo, en ocasiones simultáneos. La renta variable y las materias primas se anotaron buenos resultados, pero el crédito y los mercados emergentes atravesaron dificultades. La deuda pública fue favorecida por la demanda de seguridad, a la vez que afectada negativamente por el aumento de la inflación y la persistencia de la solidez de los datos de crecimiento en Estados Unidos (considerablemente más heterogéneos fuera de las fronteras de EE.UU.). Todo ello sugiere que los bancos centrales seguirán normalizando la política monetaria. Buena parte del aumento de la tensión respondió a riesgos políticos —el gobierno de coalición italiano, las citas electorales en mercados emergentes y las inquietudes en torno a la guerra comercial—, que es posible que persistan en los próximos meses al no haberse resuelto aún. Sin embargo, la favorable situación de crecimiento global permanece intacta y permite que sigamos siendo optimistas acerca de la renta fija privada y los productos de renta fija. Es cierto que las expectativas de mayor volatilidad hacen que numerosos *carry trades* sean menos atractivos, si bien el reciente episodio de aversión al riesgo también ha hecho que las valoraciones resulten más convincentes.

**GRÁFICO 1:**  
Rendimiento de los activos desde comienzos de año

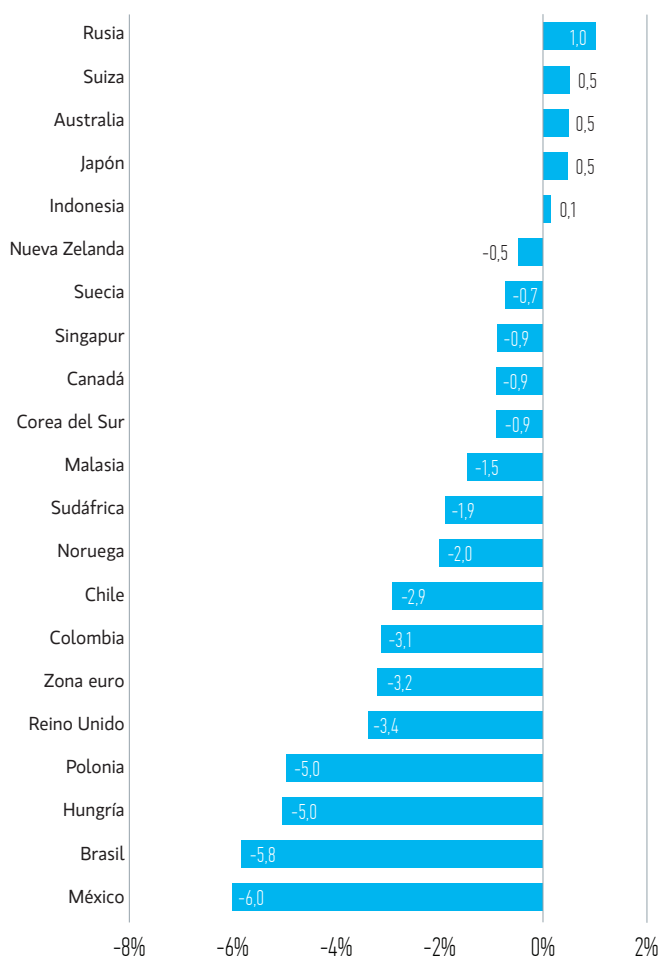


Nota: Rendimiento en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 31 de mayo de 2018. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 6 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 de carteras a junio de 2018 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 31 de mayo de 2018. Nota: Una variación positiva indica la apreciación de la moneda con respecto al USD.

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

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)				
EE. UU.	2,86	-9		
Reino Unido	1,23	-19	-163	-9
Alemania	0,34	-22	-252	-12
Japón	0,04	-2	-282	+8
Australia	2,67	-10	-19	0
Canadá	2,24	-6	-61	+3
Nueva Zelanda	2,72	0	-14	+9
(Diferencial frente a bonos alemanes)				
EUROPA				
Francia	0,67	-12	33	+10
Grecia	4,59	+72	424	+94
Italia	2,79	+101	245	+123
Portugal	1,98	+31	164	+52
España	1,50	+22	116	+44
ME	RENTABILIDAD ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos de ME			365	+32
Rentabilidades locales de ME				
Diferenciales de deuda corporativa de ME			284	+39
Brasil	9,50	+121	299	+57
Colombia	6,35	+23	205	+23
Hungría	2,04	+47	138	+23
Indonesia	7,30	+25	200	+18
Malasia	4,22	+2	144	+22
México	7,82	+31	288	+25
Perú	5,72	+41	168	+16
Filipinas	5,48	+18	123	+20
Polonia	2,59	+13	83	+24
Rusia	7,13	+7	221	+18
Sudáfrica	9,19	+42	277	+23
Turquía	14,84	+204	390	+71
Venezuela	—	—	4565	+221
RENTA FIJA PRIVADA			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Grado de inversión EE. UU.			115	+7
Grado de inversión Europa			118	+26
Alta rentabilidad EE. UU.			362	+24
Alta rentabilidad Europa			367	+75
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			78	+2
CMBS BBB EE. UU.			301	+3

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 31 de mayo de 2018.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 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

Mayo fue un mes más bien esquizofrénico para los mercados financieros, con episodios de tolerancia y de aversión al riesgo, en ocasiones, prácticamente simultáneos. Los mercados bursátiles de mercados desarrollados y las materias primas, siguieron anotándose ganancias, respaldadas por los positivos datos económicos y el enfoque, todavía acomodaticio, de la política monetaria; sin embargo, los mercados de renta fija privada y los mercados emergentes atravesaron dificultades, en parte, con motivo de acontecimientos idiosincráticos desencadenantes de riesgos políticos, pero también por la marcada evolución al alza de las rentabilidades en Estados Unidos a comienzos de mes. Concretamente, las inquietudes por la actitud antieuropeísta del nuevo gobierno de coalición italiano, se tradujeron en una irrupción de tensión soberana en la zona euro que todavía persiste; también existe inquietud acerca de las elecciones presidenciales de México y Brasil y no debemos olvidar la amenaza de guerra comercial entre Estados Unidos y sus socios comerciales, circunstancias todas ellas agravadas por datos nada

sólidos fuera de los Estados Unidos. Esta situación hizo que los inversores se decantaran por la deuda pública carente de riesgo, a modo de refugio, con la consiguiente caída de las rentabilidades del bono alemán hasta niveles que no veíamos desde el pasado año. Sin embargo, la deuda pública se enfrenta a los riesgos que suponen la continuidad de la solidez del crecimiento y el aumento de las presiones inflacionarias, en vista de los robustos datos sobre el precio del dinero correspondientes a Europa y Estados Unidos.

De cara al futuro, lo más probable es que los bancos centrales normalicen sus políticas muy lentamente, pues la inflación continúa en recuperación, sin terminar de repuntar y aparecen riesgos que afectan la perspectiva de crecimiento. Si bien es probable que persistan diversos riesgos políticos, continúa el entorno de crecimiento global favorable, por lo que seguimos mostrándonos optimistas en torno a la renta fija privada y los mercados emergentes y poco receptivos a la deuda pública de la esfera desarrollada, salvo honrosas excepciones.

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

## Tipos y divisas de mercados desarrollados

La volatilidad de los mercados emergentes y la periferia europea reactivó la demanda de refugios seguros en mayo. Las rentabilidades del bono alemán a 10 años cayeron en 22 puntos básicos, superando en rendimiento a los bonos del Tesoro estadounidense, dado el efecto en los mercados de los riesgos políticos en Italia y España<sup>1</sup>. Estos titulares también ayudaron a impulsar la cotización del dólar americano.

Consideramos que la Reserva Federal debe corroborar un aumento sostenido, en el índice de gasto en consumo personal subyacente, antes de revisar al alza su perspectiva de política monetaria y que permitirá que se rebase moderadamente el objetivo de inflación. Por ahora, lo más probable sigue siendo que se produzcan tres subidas de tipos en 2018. En cuanto a la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años, pensamos que el 3% es un entorno razonable en la situación actual. En mayo, el 3% alcanzado por los tipos de interés, comenzó a endurecer las condiciones financieras, lo cual puede traducirse en problemas, en especial, en países de mercados emergentes vulnerables, marcando un máximo para las rentabilidades del Tesoro. Por monedas, dado el fortalecimiento del USD, la perspectiva a corto plazo de dicha moneda es más difusa. Así pues, mantuvimos una posición relativamente neutral en el USD y nos centramos en un posicionamiento en divisas más neutral en torno a dicha moneda.

## Tipos y divisas de mercados emergentes

Los activos de renta fija de mercados emergentes, continuaron negociando a la baja durante el mes, ya que la constante apreciación del USD intensificó la debilidad de las divisas de mercados emergentes. Los inversores rotaron hacia estrategias en monedas fuertes (+3.000 millones de USD), en detrimento de estrategias en moneda local (-3.000 millones de USD) en el mes<sup>2</sup>. El banco central de Turquía (CBRT) elevó el tipo de la ventana de liquidez tardía, que utiliza como tipo de interés oficial, en 300 puntos básicos en una reunión de urgencia, para contrarrestar la rápida depreciación de la lira turca. Por su parte, el banco central de Argentina (BCRA) trató de estabilizar el ARS elevando los tipos hasta el 40% desde el 30,25%.

A pesar del reciente tropiezo en la rentabilidad, mantenemos una perspectiva optimista en torno a las economías de mercados emergentes de cara al resto del año. Es de esperar que los precios de las materias primas continúen gozando de respaldo, mientras las presiones inflacionarias globales sigan siendo bajas. Además, el episodio en curso, de apreciación del USD —moneda que parece ligeramente sobrevalorada— podría revertirse. Por último, aunque es posible que la situación política de economías de mercados emergentes clave contribuya al aumento de la volatilidad, pensamos que estos acontecimientos se limitarán a países concretos, sin un efecto sistémico para el conjunto de la esfera emergente.

<sup>1</sup> Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de mayo de 2018.

<sup>2</sup> Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de mayo de 2018.

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

## Renta fija privada

Los índices, de crédito estadounidense y europeo, registraron ventas masivas y cerraron mayo con los diferenciales más amplios desde comienzos de año. La rentabilidad de los bancos estadounidenses fue decente, si bien sus homólogos europeos registraron resultados pobres en mayo. No es de extrañar, que los bancos italianos lideraran la debilidad de su sector. Más allá del ámbito financiero, otros sectores que obtuvieron rentabilidades relativas negativas considerables en mayo fueron, entre otros, metales (por la debilidad de los mercados emergentes en mayo) y comunicaciones (pues las noticias de fusiones y adquisiciones siguen pesando sobre el sector).

De cara al futuro, consideramos que una cuestión clave es, si el mercado perderá la confianza en Italia y la medida en que dicha circunstancia pese sobre el crecimiento económico europeo y global. Nuestra decisión de mantener una posición moderadamente larga en crédito, se basa en el supuesto de que la ralentización del crecimiento, que pueda producirse, será transitoria y que el crecimiento económico global seguirá trazando una evolución alcista razonable. De hecho, las valoraciones parecen significativamente más atractivas en la actualidad. Si percibiéramos que la ralentización es más prolongada, nos veríamos obligados a revisar nuestra tesis.

## Activos titulizados

Dada la volatilidad en los mercados de tipos en mayo, los activos titulizados sensibles a estos, evolucionaron razonablemente bien y revirtieron parte de sus pérdidas anteriores, pues amainaron los temores a que prosiga la ampliación de la duración hipotecaria. Los activos titulizados sensibles al crédito siguieron rindiendo adecuadamente en general, pues los diferenciales fueron heterogéneos, sin apenas variación durante el mes, y el elevado carry continuó generando rentabilidades atractivas. Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria europeos se ampliaron significativamente en mayo, en respuesta a la incertidumbre política en Italia, aun así, la mayoría de los diferenciales de dichos bonos siguen en niveles más estrechos que a comienzos de año.

El encarecimiento de los precios de la vivienda, en combinación con el aumento de los tipos de interés, está comenzando a imprimir un efecto más sustancial en la capacidad de acceso a una vivienda. Todavía percibimos valor atractivo en los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales no emitidos por agencias (RMBS), pues las rentabilidades del flujo de caja de dichos activos siguen siendo convincentes; sin embargo, empezamos a mostrarnos más cautos ante el estrechamiento de los diferenciales de los últimos años. En el ámbito de los bonos de titulización hipotecaria europeos, percibimos que la ampliación de los diferenciales de mayo puede ofrecer una oportunidad de inversión. Mantenemos el pesimismo en torno a Italia, pero pensamos que España, Portugal, Países Bajos, Alemania y Reino Unido siguen siendo atractivos.

## 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 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 ingresos. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** suscritos 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 carezcan de los fondos necesarios 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 da 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 de asequibilidad de viviendas de la National Association of Realtors** compara la mediana de ingresos con el coste de la vivienda mediana.

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

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 JP Morgan Emerging Markets Bond Index 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 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 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 ISM Manufacturing** se basa en encuestas a más de 300 compañías

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 asimismo un índice de difusión compuesto que sigue las condiciones del sector manufacturero nacional a partir de los datos de estas encuestas.

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 de tipo fijo como híbridas) garantizadas 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 TBA 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 de tipo ajustable híbridas de agencia.

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 del dólar estadounidense (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".

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

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 S&P 500® (U.S. S&P 500)** 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.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**



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

**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.

**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 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 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 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 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 ICE BofAML United States 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.

**JPY vs. USD**—rentabilidad total del JPY frente al USD.

**Euro vs. USD**—rentabilidad total del EUR frente al USD.

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

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.

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

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 posiciona como la referencia en que puede invertirse que incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluye a China e India desde septiembre de 2013).

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 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.

## DISTRIBUTION

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren 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 Zürich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich (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 minuciosamente 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 pueden 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 antes de 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: The Investment Trusts Association (Japón), 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

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

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, 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. 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:** El presente documento ha sido emitido por 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 ha sido revisado ni aprobado por 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, ni las circunstancias existentes, ni 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 del conjunto de la compañía y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que esta ofrece.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el 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 del análisis de inversiones.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos 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 provista 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 sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el concedente de la licencia correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden ni 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.