

Boletín de renta fija global de MSIM

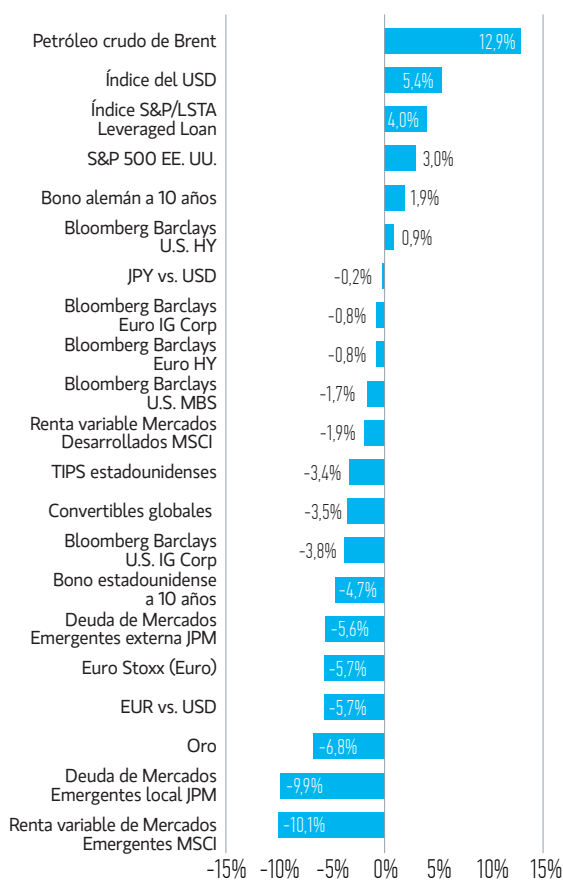
Un octubre para recordar

RENTA FIJA | EQUIPO GLOBAL FIXED INCOME | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | NOVIEMBRE DE 2018

El mes de octubre tiene mala fama por la volatilidad que registran los mercados y este año ha quedado constatado claramente. De hecho, se le ha denominado el “octubre rojo”. Lo más sorprendente fue la incapacidad de las rentabilidades del Tesoro estadounidense de evolucionar positivamente (a la baja) a pesar de los desajustes en los mercados bursátiles. Aunque los mercados de crédito no se vieron afectados tan negativamente como la renta variable, también registraron ventas masivas. A pesar de la marcada debilidad de los mercados y los alarmantes titulares acerca del inminente final de ciclo, nos mostramos más optimistas. No pensamos que este vaya a ser el inicio de una tendencia bajista generalizada de los mercados de renta fija y prevemos que estos mejorarán, aunque paulatinamente. Las rentabilidades del Tesoro estadounidense se están aproximando a su máximo probable, puede que los datos económicos de Estados Unidos sigan siendo robustos —si bien en menor medida que en los frenéticos dos últimos trimestres—, la Reserva Federal seguirá subiendo los tipos de interés, aunque es posible que deje de hacerlo en 2019, los estímulos de China incidirán en la economía global y es de esperar que las economías emergentes se estabilicen. El USD parece haber alcanzado un máximo en términos locales (si bien subrayamos, por ahora, la expresión “en términos locales”), lo cual también es una buena señal para los mercados emergentes y el conjunto de la economía global.

GRÁFICO 1

Rendimiento de los activos desde comienzos de año



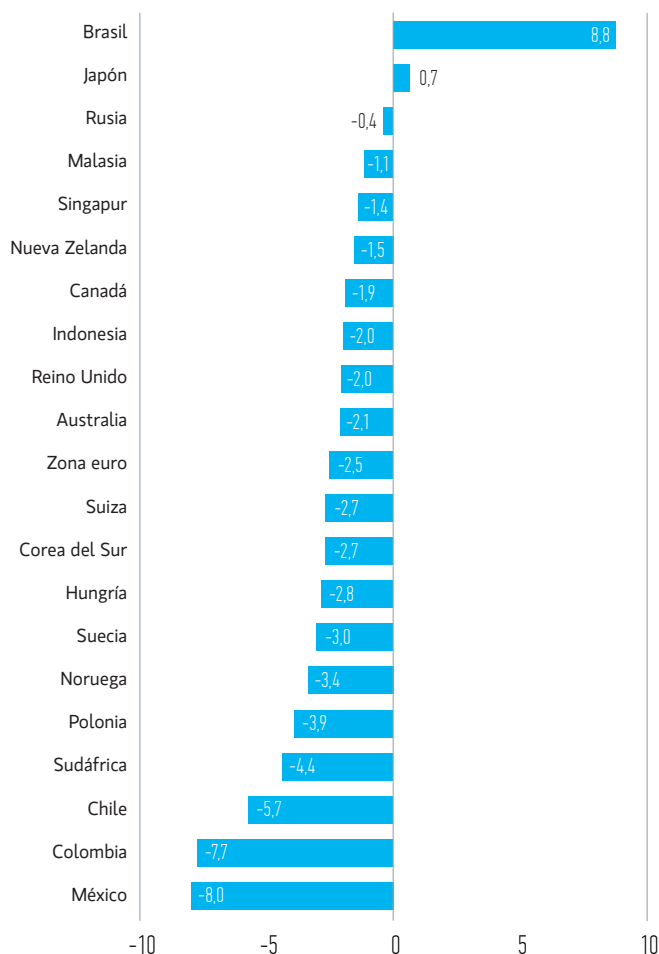
Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 31 de octubre de 2018. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 14 y 15 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 septiembre 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 octubre de 2018. Nota: Una variación positiva indica la apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3

Principales variaciones mensuales de los diferenciales y las rentabilidades 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)				
Estados Unidos	3,14	+8		
Reino Unido	1,44	-14	-171	-22
Alemania	0,39	-9	-276	-17
Japón	0,13	0	-302	-9
Australia	2,63	-4	-52	-12
Canadá	2,49	+7	-65	-2
Nueva Zelanda	2,72	0	-43	-8
(Diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	0,75	-5	37	+3
Grecia	4,24	+5	385	+14
Italia	3,43	+28	304	+37
Portugal	1,87	-1	149	+8
España	1,55	+5	116	+13
MERCADOS EMERGENTES				
	RENTABILIDAD INDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos de los Mercados Emergentes			391	+31
Rentabilidades locales de los Mercados Emergentes	6,74	+7		
Diferenciales de crédito de los Mercados Emergentes			300	+14
Brasil	8,74	-133	262	-27
Colombia	6,84	+25	191	+23
Hungría	2,62	0	126	+17
Indonesia	8,74	+57	220	+38
Malasia	4,14	+7	132	+9
México	8,35	+41	287	+31
Perú	5,87	+18	156	+23
Filipinas	6,59	+15	118	+24
Polonia	2,50	-11	67	+20
Rusia	8,38	+13	226	+16
Sudáfrica	9,89	+29	345	+48
Turquía	19,61	-42	445	+15
Venezuela	-	-	6034	+535
CRÉDITO				
			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Grado de inversión EE. UU.			117	+11
Grado de inversión Europa			128	+14
Alta rentabilidad EE. UU.			371	+55
Alta rentabilidad Europa			397	+68
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			93	+10
CMBS BBB EE. UU.			254	+2

Positive Neutral Negative

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

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

Una novedad importante en octubre fue la enorme incapacidad de los valores del Tesoro estadounidense de avanzar positivamente (es decir, no descendieron las rentabilidades), a pesar de las ventas masivas en los mercados bursátiles y de crédito. A pesar de las ventas masivas (aproximadamente, del 10%) que se produjeron en índices de renta variable, las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años apenas descendieron 10 puntos básicos (pb), si bien desde entonces han repuntado. Otra sorpresa es que las rentabilidades reales estadounidenses a 10 años (medidas por los títulos del Tesoro protegidos frente a la inflación, TIPS) habían subido por encima del 1,00% al cierre de octubre, batiendo al alza su rango de rentabilidades posterior a la crisis. La repercusión es que la economía estadounidense podría crecer con mayor solidez durante más tiempo, por lo que la Reserva Federal se verá obligada a subir los tipos a corto plazo para frenar la economía lo suficiente a fin de evitar que la inflación suba en demasía. Resulta interesante que la deuda pública de las principales potencias europeas, a pesar de que las rentabilidades han descendido sustancialmente, lograra avanzar de forma favorable ante el descenso de la renta variable y la ampliación de los diferenciales de crédito.

Los mercados de crédito siguieron la evolución a la baja de la renta variable y en octubre se produjo una ampliación notable de los diferenciales. Esta ampliación parece algo exagerada teniendo en cuenta la solidez de la economía y los fundamentales económicos. Así pues, prevemos una recuperación/estabilización de la percepción de riesgo hacia final de año y puede que un estrechamiento de los diferenciales. Los bonos de alta rentabilidad habían superado en rentabilidad a otros sectores de renta fija este año, por lo que no resultó sorprendente que el mercado se encontrara con dificultades hasta los últimos días del mes. De nuevo, las ventas masivas parecen exageradas y esperamos percibir cierto repunte (estrechamiento de los diferenciales).

Aunque resulta difícil saber con exactitud hasta dónde se elevará el tipo de interés de los fondos de la Reserva Federal, consideramos razonable pensar que el nivel que descuenta actualmente el mercado no se encuentra demasiado alejado (por ejemplo, entre el 3,25% y el 3,5%). Dicho extremo genera un centro de gravedad en torno al que pueden orbitar los mercados de tipos estadounidenses. Podría suponerse que las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años podrían alcanzar el entorno del 3,5%. Solo podría elevarlas muy por encima de dicha cota que la inflación evolucionara de forma sorprendentemente negativa, lo cual no prevemos, al menos, en este momento.

Desde el punto de vista de la inversión, mantenemos un sesgo hacia posiciones a las que puede contribuir positivamente que el crecimiento económico siga siendo sólido y que existan escasas probabilidades de impago. Ante la ampliación de los diferenciales este año, creemos que la probabilidad de obtener rentabilidades relativas positivas ha aumentado y que, dado que la renta variable se encuentra muy alejada de sus máximos, es improbable que la volatilidad que de ello se derive resulte negativa. Los activos por los que nos decantamos en Estados Unidos y Europa son hipotecas no de agencia, alta rentabilidad y un segmento del crédito con grado de inversión (sector financiero).

Más allá de Estados Unidos y Europa, percibimos mejores oportunidades en los mercados emergentes. Las valoraciones han mejorado sustancialmente este año y las actuaciones llevadas a cabo en la mayoría de los países han ido en la dirección adecuada. Consideramos que solo será necesario que no haya malas noticias —no necesariamente que haya buenas noticias— para que esta clase de activos registre buenos resultados en el cuarto trimestre y durante el próximo año. Las pequeñas mejoras de la perspectiva para China y la estabilización de los tipos estadounidenses y el USD probablemente generarán un panorama internacional considerablemente más favorable. Los mercados emergentes podrían ser uno de los sectores de renta fija con mejores resultados en lo que resta de año.

Los mercados europeos todavía deberán bregar con la incertidumbre política en Italia. Creemos que la disputa entre la Unión Europea (UE) e Italia se resolverá de forma racional y ambas partes llegarán a un acuerdo en torno a la política fiscal, si bien todavía falta la voluntad política necesaria. Puede que se precise de un entorno más de “crisis” para que las partes lleguen a un acuerdo de compromiso. Mientras tanto, será complicado que los mercados europeos de crédito se comporten positivamente.

En general, no prevemos que en los próximos meses vaya a prolongarse la rentabilidad de octubre. A excepción de las rentabilidades del Tesoro estadounidense, la mayoría de los sectores de renta fija parecen haber registrado ventas masivas. Dicho esto, la incertidumbre en torno a la disputa comercial entre Estados Unidos y China, las cuestiones fiscales de Italia, la salida del Reino Unido de la UE, los estímulos de China y el rumbo que podría trazar el USD mantendrán las ganancias deslucidas por el momento. Sin embargo, dado que las rentabilidades del Tesoro estadounidense se aproximan cada vez más a su máximo, confiamos en que la rentabilidad de la renta fija mejore en los próximos meses.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a septiembre 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.**

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Tipos y divisas de mercados desarrollados

En octubre, los activos de riesgo volvieron a registrar ventas masivas impulsadas, principalmente, por los mercados bursátiles de las economías desarrolladas. Como resultado, cayeron las rentabilidades de Alemania y de otras de las principales economías del euro. Las rentabilidades de los bonos alemanes cayeron entre 5 pb y 10 pb y los bonos británicos hicieron lo propio, entre 5 pb y 15 pb, en toda la curva. Sin embargo, las rentabilidades estadounidenses prosiguieron su aparentemente inexorable alza: los rendimientos de los valores del Tesoro estadounidense a 10 años subieron 8 pb y los de sus homólogos a 30 años, 19 pb, pronunciando la curva de rentabilidades. La deuda pública italiana registró ventas masivas y su rentabilidad subió otros 28 pb en el extremo largo de la curva, pues siguieron aumentando las tensiones en torno a la negociación de los presupuestos. El efecto sobre otros emisores periféricos fue heterogéneo: la rentabilidad de la deuda española subió entre 5 pb y 10 pb a lo largo de la curva y el extremo corto de la curva de Portugal subió en torno a 5 pb, mientras el extremo largo de su curva registró alzas meramente insignificantes.¹

Consideramos que la Reserva Federal seguirá adelante con su estrategia de subida paulatina de los tipos en 2019, lo cual permitirá un alza moderada de la inflación. Las reuniones recientes demostraron que el organismo reafirmó su plan de aumentar tres veces los tipos en 2019 y el mercado está preparándose para esta posibilidad, tal y como ilustra el aumento reciente de las presiones sobre los salarios y la confianza empresarial. En lo relativo a las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, consideramos que se enmarcarán en una banda de entre el 3% y el 3,5%. Según indicamos anteriormente, la deuda pública japonesa ha contribuido a anclar las rentabilidades en todo el mundo (al igual que la expansión cuantitativa del Banco Central Europeo [BCE]). Que la banda de negociación de la deuda pública nipona se amplíe según el Banco de Japón ajuste su política de control de la curva de rentabilidades podría introducir más volatilidad y elevar los rendimientos de los tipos carentes de riesgo, si bien, por ahora, no parece que el Banco de Japón tenga prisa. En la zona euro, el BCE posiblemente continuará aplicando una política monetaria diferente con respecto a la Reserva Federal, aunque puede que concluya su programa de expansión cuantitativa este año, contribuyendo de este modo a la minoración de la liquidez global. No cabe duda de que el entorno de liquidez global resulta cada vez menos favorable.

Tipos y divisas de mercados emergentes

Los activos de renta fija de mercados emergentes comenzaron el cuarto trimestre debilitados al desvanecerse el optimismo acerca del crecimiento global, lo cual se vio agravado por las ventas masivas registradas en los mercados bursátiles. Aunque no aventuramos que vaya a producirse una recesión en el futuro próximo, redujimos las estimaciones de crecimiento global, pues la realidad ha resultado más cruda que el optimismo inicial. Aunque persisten las dificultades para el comercio global, las perspectivas para el comercio en América del Norte mejoraron al anunciarse el Acuerdo Estados Unidos, México y Canadá que sustituirá al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Durante el mes, las materias primas agrícolas se encarecieron, mientras que los mercados de energía se debilitaron y los metales trazaron evoluciones heterogéneas. Las materias primas relacionadas con el ámbito de las infraestructuras, como el aluminio y el cobre, se debilitaron, mientras que los precios de los metales preciosos, como el oro, la plata, el platino y el paladio, se elevaron durante el mes. En el ámbito de los activos de mercados emergentes denominados en USD, la deuda corporativa superó en rentabilidad a su homóloga soberana, mientras que, en el de deuda local, la debilidad de las divisas frente al USD pesó sobre el resultado. Los inversores retiraron 1.100 millones de USD de esta clase de activos, principalmente, de estrategias de moneda local, pues la deuda denominada en moneda local siguió impulsando la volatilidad durante el mes.²

Aunque creemos que la debilidad de las valoraciones en los mercados emergentes en el segundo y el tercer trimestres ha creado oportunidades para añadir riesgo, nos hemos vuelto más selectivos, ya que las perspectivas para los fundamentales de los mercados emergentes dan señales de que a escala estructural, el mundo parece estar dejando atrás la sincronía del crecimiento global y entrando en una nueva fase de crecimiento divergente, como lo demuestran el crecimiento todavía saludable en Estados Unidos, la estabilización en Europa y Japón y, más recientemente, la desaceleración de la actividad en los mercados emergentes. Los conflictos comerciales encabezan la lista de inquietudes: Estados Unidos y China están inmersos en una batalla aparentemente larga que podría socavar las expectativas de crecimiento más en general. Las amenazas de Estados Unidos sobre la posible expansión de los aranceles a los 267.000 millones de USD restantes de importaciones procedentes de China podrían desencadenar otra ronda de represalias del país asiático, lo cual pesaría sobre el crecimiento y la confianza de los mercados a escala global. Sin embargo, el anuncio de un TLCAN renovado (Acuerdo Estados Unidos, México y Canadá) pone de manifiesto la propensión de Estados Unidos a llegar a acuerdos; se trata de un paso hacia la eliminación de una importante fuente de incertidumbre comercial, que culminará una vez los congresos nacionales aprueben el acuerdo provisional.

¹Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de octubre de 2018. ²Fuente: JPMorgan. Datos a 31 de octubre de 2018.

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Crédito

Los diferenciales de los activos globales con grado de inversión se ampliaron en octubre, cerrando el mes en niveles inauditos desde mediados de verano. El diferencial del índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate con respecto a la deuda pública se amplió 12 pb en octubre para cerrar el mes en 118 pb; fueron los emisores no financieros los que más propiciaron la ampliación del diferencial con respecto al mercado.³ Los diferenciales estadounidenses ya han cedido las ganancias que se anotaron en el tercer trimestre. En el conjunto del año, la deuda corporativa estadounidense con grado de inversión se ha ampliado 25 pb de media. En Europa, el diferencial del índice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate se amplió 14 pb y cerró el mes 128 pb por encima de la deuda pública.⁴ La rentabilidad de los bonos corporativos europeos ya se encuentra muy por debajo de sus homólogos estadounidenses, tras avanzar el diferencial de los bonos corporativos europeos con grado de inversión 42 pb en el año.⁵

De cara al futuro, lo que se preguntan fundamentalmente los mercados es si estamos ante una corrección saludable o una señal de una ralentización inminente. Nuestra hipótesis fundamental es que la volatilidad actual de los mercados responde a una corrección positiva de mitad de ciclo. Los valores corporativos se enfrentan a incertidumbre en lo referente a demanda interna y los costes de algunos factores de producción están incrementándose por el encarecimiento del petróleo, si bien, en general, los resultados empresariales siguen siendo sólidos. Pensamos que el crecimiento de los beneficios será probablemente lento, si bien no prevemos que aumente el apalancamiento. El apalancamiento sigue siendo alto en Estados Unidos, pero el coste de la deuda resulta perfectamente manejable; numerosas compañías han reducido los plazos de su deuda a tipos bajos y cuentan con modelos de negocio flexibles por si se necesitaran medidas adicionales para reducir su apalancamiento. En Europa, el apalancamiento tiende a ser menor, lo cual ilustra una menor confianza en el conjunto del mercado (pues las compañías europeas tienden a encontrarse en una parte anterior del ciclo económico). Persiste la incertidumbre en torno a Italia, lo cual continuará resultando negativo para los emisores financieros europeos y un factor impulsor clave de los diferenciales; por su parte, es posible que las disputas comerciales en curso lastren al crédito a escala global.

Activos titulizados

El aumento de los tipos de interés y de la volatilidad fueron los principales temas en octubre y, como consecuencia, los diferenciales de prácticamente todos los sectores de titulización se ampliaron. Los bonos de titulización sensibles al crédito siguieron superando en rentabilidad a los valores más sensibles a los tipos, pues la situación del crédito inmobiliario y al consumo siguió siendo positiva en general y el aumento del carry de flujos de caja en valores orientados al crédito hizo las veces de protección frente a los efectos del aumento de los tipos y la ampliación de los diferenciales. La subida sustancial de los tipos en 2018, que ha supuesto una mayor volatilidad en los mercados, ha incidido en las clases de activos de renta variable y de renta fija. Los activos titulizados han rendido, por lo general, de manera adecuada en 2018, si bien en este momento parecen sentir cierta presión por el alza de los tipos y la mayor volatilidad.

Nuestra tesis de inversión apenas ha variado en noviembre: En general, mantenemos el optimismo con respecto a las oportunidades que ofrece las titulizaciones de crédito y la cautela en torno a los bonos de titulización hipotecaria de agencia de Estados Unidos. Consideramos que la economía estadounidense sigue gozando de solidez debido, en parte, a la mejora de los fundamentales del crédito de los sectores inmobiliario y de consumo. Seguimos infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia debido a las inquietudes en torno a la subida de tipos, la posibilidad de que aumente la volatilidad de los tipos de interés y el deterioro de la dinámica de oferta y demanda ante la minoración por parte de la Reserva Federal de sus compras de bonos de titulización hipotecaria y el potencial de que los grandes bancos también reduzcan sus posiciones. Aunque los diferenciales nominales se ampliaron significativamente en octubre y ya han aumentado más de 25 pb en lo que llevamos de año, los bonos de titulización hipotecaria de agencia siguen mostrándose ligeramente caros desde el punto de vista histórico de los diferenciales, que en nuestra opinión tendrán que ampliarse para atraer a nuevos inversores y así compensar la reducción de las compras de la Reserva Federal y el posible debilitamiento de la demanda de bancos. Puede que comencemos a reducir nuestra infraponderación en bonos de titulización hipotecaria de agencia en los próximos meses si el sector continúa abaratándose. Consideramos que la mayor parte de la ampliación de la duración derivada del aumento de los tipos de interés y de la ralentización de las amortizaciones anticipadas ya se ha materializado.

³ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 31 de octubre de 2018.

⁴ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 31 de octubre de 2018.

⁵ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 31 de octubre de 2018.

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 rentas. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores no tengan los fondos para atender sus obligaciones de pago en el futuro. Los préstamos de

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

riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Invertir en países de **mercados emergentes** comporta riesgos mayores que los relacionados generalmente con inversiones en el extranjero. Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y 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 las rentas 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) garantizados por Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) y Freddie Mac (FHLMC). El índice se elabora agrupando conjuntos de bonos de titulización hipotecaria individuales con entrega 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 agencias.

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

El **índice 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 italiana a 10 años: índice Italy Benchmark 10-Year Datastream Government.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a septiembre 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 MSCI World (MSCI Developed Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados desarrollados.

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.

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.

EUR 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 (Gold)** 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 (Brent Crude Oil)** 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 (Copper)**, 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.

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

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a septiembre 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 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, 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 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, las circunstancias existentes o 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 de los 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 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 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, entre otros aspectos.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde a su licenciatario. Los licenciatarios no patrocinan, respaldan, comercializan 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 derechos de autor.

Explore our site at www.morganstanley.com/im