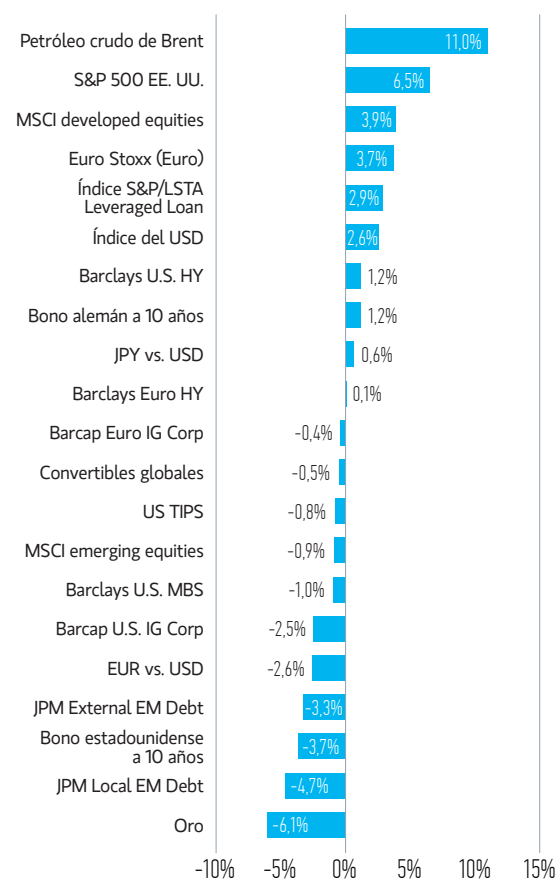


# A la espera de que el revuelo alcance “máximos” en el mercado

**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | AUGUST 2018

Parece que el ciclo de noticias ha resultado tan importante como los fundamentales a la hora de fijar los precios de los activos financieros. Sin embargo, llega un momento en que las valoraciones aumentan demasiado y, aunque no se produzca una mejora en el flujo de noticias o los fundamentales, los mercados pueden subir. Así sucedió en julio: los activos de riesgo aumentaron su precio y los activos carentes de riesgo registraron ventas masivas. Sin embargo, los precios no pueden seguir subiendo de forma indefinida a menos que los fundamentales mejoren o los riesgos disminuyan. Agosto parece el momento crítico tanto para las negociaciones comerciales, como para los presupuestos italianos. En otras palabras, la volatilidad podría regresar. Nuestra estrategia actual consiste en guardar cierta cautela, no buscar precios más elevados (rentabilidades menores) y esperar que los precios alcancen niveles atractivos. Consideramos que las presiones, tanto económicas como técnicas, apuntan un alza de las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense, si bien seguimos creyendo que los vencimientos a 10 años difícilmente continuarán ofreciendo rendimientos muy superiores al 3% salvo que mejore el resto de la economía global.

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



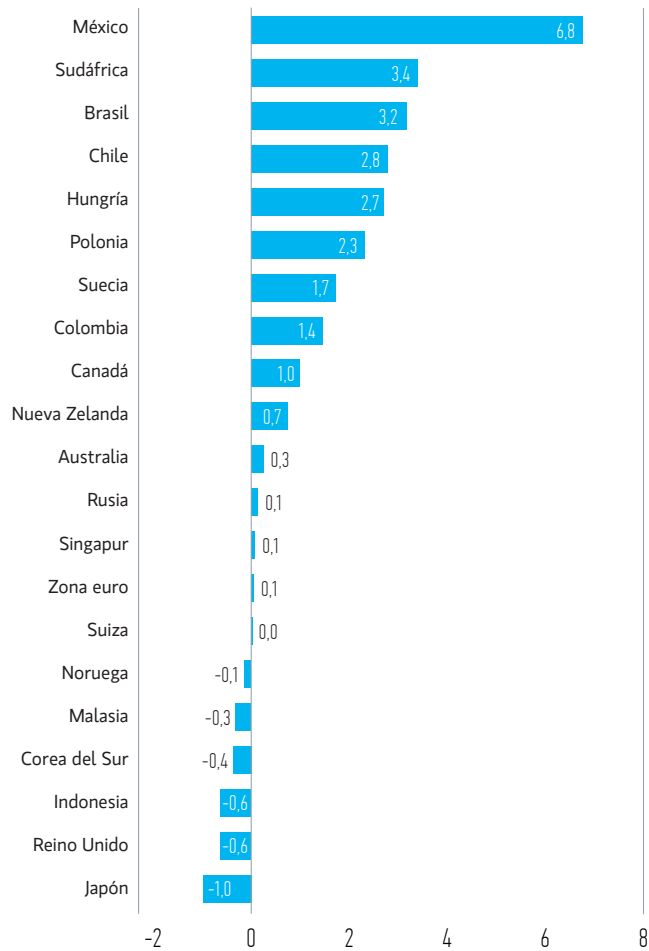
Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 31 de julio de 2018. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas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

## GRÁFICO 3

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

PAÍS	RENTABILIDAD DE 10 AÑOS NIVEL (%)	MES VARIACIÓN (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	MES VARIACIÓN (PB)
(Diferencial frente a bonos del Tesoro estadounidense)				
Estados Unidos	2,96	+10		
Reino Unido	1,33	+5	-163	-5
Alemania	0,44	+14	-252	+4
Japón	0,06	+3	-290	-7
Australia	2,65	+2	-31	-8
Canadá	2,31	+14	-65	+4
Nueva Zelanda	2,72	0	-24	-10
(Diferencial frente a bonos alemanes)				
<b>EUROPA</b>				
Francia	0,73	+7	29	-7
Grecia	3,96	0	352	-14
Italia	2,72	+4	228	-10
Portugal	1,74	-5	130	-19
España	1,40	+8	96	-6
<b>MERCADOS EMERGENTES</b>				
ÍNDICE LOCAL RENTABILIDAD (%)		VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos de ME			352	-35
Rentabilidades locales de ME	6,56	-8		
<b>Diferenciales de deuda corporativa de ME</b>				
Brasil	9,45	-39	263	-63
Colombia	6,55	+14	177	-20
Hungría	2,36	-28	110	-35
Indonesia	7,95	-8	182	-36
Malasia	4,08	-15	130	-36
México	7,80	+15	274	-7
Perú	5,53	-12	143	-23
Filipinas	5,92	-1	102	-30
Polonia	2,57	-3	58	-18
Rusia	7,53	+5	188	-29
Sudáfrica	9,17	-22	273	-39
Turquía	19,17	+217	432	+17
Venezuela	—	—	5086	+75
<b>RENTA FIJA PRIVADA</b>				
			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Grado de inversión EE. UU.			109	-14
Grado de inversión Europa			110	-12
Alta rentabilidad EE. UU.			336	-27
Alta rentabilidad Europa			343	-48
<b>TITULIZADA</b>				
MBS de agencia			77	-2
CMBS BBB EE. UU.			275	-18

Positivo Neutral Negativo

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

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

En julio, la ausencia de malas noticias fueron buenas noticias. Los datos se recuperaron tras el descenso del segundo trimestre y, en general, sorprendieron positivamente en julio. Más del 80% de los beneficios del S&P 500 superaron las expectativas de los analistas. Dado que el dinamismo económico subyacente sigue gozando de solidez, la falta de distracción con noticias negativas hizo que los mercados de los diversos activos de riesgo y regiones mejoraran de forma generalizada. Por ejemplo, los diferenciales de los activos con grado de inversión, que alcanzaron un máximo a finales de junio, habían recuperado a finales de julio la mitad del alza registrada en el año.

En un entorno caracterizado por la gran actividad de los bancos centrales, el Banco de Japón fue el que más sorprendió. Tras fijar en cero la rentabilidad de la deuda pública nipona a 10 años, el Banco de Japón elevó la banda de fluctuaciones de los tipos oficiales de +/-10 puntos básicos (pb) a +/-20 pb. Consideramos que se trata de un cambio significativo en su política. El Banco de Japón seguirá actuando para evitar que la rentabilidad de la deuda pública nipona suba con fuerza, si bien ello implicará más volatilidad y aumentos de la rentabilidad de la deuda a medio plazo, evolución que previsiblemente repercutirá en los rendimientos de los activos carentes de riesgo de todo el mundo.

Si bien julio fue la antesala de una deseada tregua en la letanía de sacudidas a las que se han enfrentado la economía y el mercado de bonos globales, los obstáculos persisten. Concretamente, el tono de la guerra comercial global sigue subiendo, con el consiguiente riesgo de desviar los mercados y las compañías de un entorno económico que, por lo demás, resulta muy próspero. Así pues, ha adquirido una importancia máxima prever el ciclo de noticias políticas para comprender la evolución de los mercados y llevar a cabo la titánica tarea de hacer frente a las consecuencias y a las repercusiones sobre la evolución económica y los mercados financieros.

El Representante de Comercio de los Estados Unidos escuchará las observaciones públicas sobre la lista propuesta de bienes, valorados en 200.000 millones de USD, y tomará una decisión pasado el 31 de agosto. En función de la reacción china, creemos que, a finales de agosto, el revuelo en el mercado podría ser "máximo", descendiendo posiblemente la incertidumbre en septiembre. Estamos en modo de espera.

Además, Italia, que ha sido la principal fuente de volatilidad para Europa, comenzará a debatir sus presupuestos con la vista puesta en el 15 de octubre, fecha límite para su aprobación. Dado que la coalición populista considera que tiene el mandato de hacer frente a la austeridad fiscal de la Unión Europea (UE), creemos que la volatilidad podría elevarse en agosto. Sin embargo, las ventas masivas que pudieran producirse supondrían oportunidades de compra, pues el gobierno populista ya ha demostrado que, a pesar de todo, es sensible a la respuesta de los mercados y las presiones internacionales, por lo que cederá ante estas.

Julio demostró que las valoraciones importan: incluso sin una mejora sustancial de las noticias o los datos, los mercados pueden avanzar posiciones. Nuestra estrategia sigue siendo mostrarnos bastante conservadores a la hora de asumir riesgos y esperar a que las noticias y los datos o las valoraciones mejoren. Dado que la economía estadounidense se encuentra en forma (al menos, por ahora), la Reserva Federal sigue elevando los tipos, el Banco de Japón está ajustando las rentabilidades al alza y el Banco Central Europeo (BCE) se dispone a finalizar su programa de expansión cuantitativa, es de esperar que prosiga la presión alcista sobre los mercados de bonos de países desarrollados. Sin embargo, la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años, muy por encima del 3%, representa probablemente una oportunidad de compra, siempre que todo lo demás permanezca igual.

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

## Tipos y divisas de mercados desarrollados

En julio, la tolerancia al riesgo regresó a los mercados. La rentabilidad de la deuda pública nipona a 10 años experimentó un fuerte incremento en el mes al ajustar el Banco de Japón su política de control de la curva de rentabilidades. Dicha evolución se tradujo en mayores rentabilidades en todo el mundo hacia finales de mes. El Banco de Japón anunció que la banda en torno al objetivo de rentabilidad del 0% se ampliaría de +/-10 pb a +/- 20 pb para dotar de mayor flexibilidad al ajuste del tipo a 10 años. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años cerró el mes con un alza de 10 pb. La curva del diferencial entre el bono a 2 años y su equivalente a 10 años se aplanó en 4 pb, cerrando el mes en 29 pb.<sup>1</sup> Las rentabilidades europeas, por lo general, también aumentaron.

Es de esperar que una banda más amplia para la negociación de la deuda pública nipona, tras ajustar el Banco de Japón su política de control de la curva de rentabilidades, aporte mayor volatilidad e impulse al alza los tipos de los activos carentes de riesgo. Es muy posible que los mercados vuelvan a poner a prueba el nivel del 3% en los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, si bien buscamos que se supere dicha cota para comprar. Una evolución al alza sostenida de las rentabilidades exigirá que  $R^*$ , es decir, el tipo oficial neutral estimado, avance significativamente, impulsado por la sólida confianza empresarial, el descenso de la tasa de ahorro y el aumento de la productividad.

## Tipos y divisas de mercados emergentes

Los precios de los activos de renta fija de mercados emergentes subieron en el mes tras un segundo trimestre complicado. En el ámbito de los activos denominados en USD, la deuda soberana superó en rentabilidad al crédito y la deuda denominada en USD rindió mejor que la deuda denominada en moneda local. El crédito de mayor rentabilidad y menor calificación obtuvo un rendimiento relativo positivo en el mes, pues mejoró la tolerancia al riesgo al disminuir las tensiones comerciales entre Estados Unidos y la UE. Los inversores (principalmente, minoristas) retiraron activos de estrategias en monedas locales (-1.400 millones de USD), mientras que las estrategias en monedas fuertes incorporaron activos valorados en 600 millones de USD en el mes. Los precios de la energía y los metales cayeron durante el mes, mientras que materias primas agrícolas como el trigo, el maíz, la soja y el algodón se encarecieron.

Los riesgos de cola relativos a guerras comerciales se están tornando más prominentes. Aunque las economías de mercados emergentes se exponen de manera distinta a una tendencia que se inclina por un mayor proteccionismo, es de esperar que el empeoramiento del comercio global pese sobre el crecimiento mundial y lastre todos los activos de riesgo, en especial, los mercados emergentes. Cabe destacar que la respuesta de política de los mercados emergentes ha sido más proactiva últimamente; numerosas economías consideradas vulnerables han reaccionado más enérgicamente a las turbulencias de los mercados. Las ventas masivas a las que asistimos en el segundo trimestre parecen exageradas en países cuyos fundamentales mejoran (como Sudáfrica e Indonesia), por lo que ofrecen puntos de entrada atractivos en caso de que se rebajen las tensiones comerciales.

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

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

## Renta fija privada

Los mercados globales de deuda corporativa crecieron con fuerza en julio, anotándose sus mejores resultados en meses. El índice Bloomberg Barclays U.S. Investment-Grade Corporate Bond se contrajo en 14 pb en julio y cerró el mes en 109 pb; los bonos de menor calidad y vencimientos más largos superaron en rentabilidad al conjunto del mercado.

Tal y como escribimos el mes pasado, las valoraciones de los mercados de activos con grado de inversión habían alcanzado niveles en junio que descontaban un gran número de noticias negativas. Pensamos que los diferenciales, en el entorno de 120 pb (donde comenzaron julio), solo se justificaban realmente si fuéramos a experimentar una ralentización económica sustancial. Creemos que el crédito continúa bien posicionado para registrar buenos resultados en el segundo semestre de 2018. La situación de los fundamentales parece cada vez más benigna dadas la solidez de los datos económicos y la relajación de las inquietudes comerciales y políticas con respecto a los primeros seis meses de 2018.

## Activos titulizados

En los mercados hipotecarios y de activos titulizados apenas se produjeron cambios, relativamente, y su rendimiento, por lo general, fue plano en julio. Los diferenciales de los bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales no emitidos por agencias se ampliaron ligeramente en julio, si bien las rentas siguieron ofreciendo rendimientos positivos al sector durante el mes. Los precios de la vivienda siguieron evolucionando de forma adecuada, si bien cada vez son menos asequibles, precisamente por dicha alza y el aumento de los tipos hipotecarios. Los diferenciales de los bonos de titulación hipotecaria europeos volvieron a ampliarse en julio, pues la incertidumbre política sigue desestabilizando a los mercados.

Nuestra tesis de inversión apenas ha variado en agosto: en general, mantenemos el optimismo con respecto a las oportunidades que ofrece la deuda corporativa titulizada y la cautela en torno a las titulaciones hipotecarias de agencia estadounidenses. A pesar de algunos de los riesgos económicos y la incertidumbre a escala global por el auge del proteccionismo, consideramos que la economía estadounidense sigue gozando de solidez y que los fundamentales de los sectores inmobiliario y de consumo siguen mejorando. Dado que la curva de crédito de los bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales sigue aplanándose, hemos pasado a segmentos de deuda corporativa más avanzados en la curva. Con los diferenciales actuales, creemos que la mayor parte de los bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales con una calificación de AAA ofrecen un valor atractivo con respecto a otras clases de activos de alta calidad, mientras que los diferenciales de dichos activos con calificaciones menores siguen oscilando con fuerza en función de la composición de la garantía subyacente. En lo referente a los bonos de titulación hipotecaria europeos, mantenemos el pesimismo en torno a Italia, pero pensamos que España, Portugal, Países Bajos, Alemania y Reino Unido siguen ofreciendo oportunidades atractivas en cuanto a bonos de titulación hipotecaria.

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



## 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 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 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 agencia.

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.

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.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a julio 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 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 incurrir 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 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, Jungthofstrasse 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 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 puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a julio 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.**

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 MSIM), 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 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 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, 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 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 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.

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.