

Boletín de renta fija global de MSIM

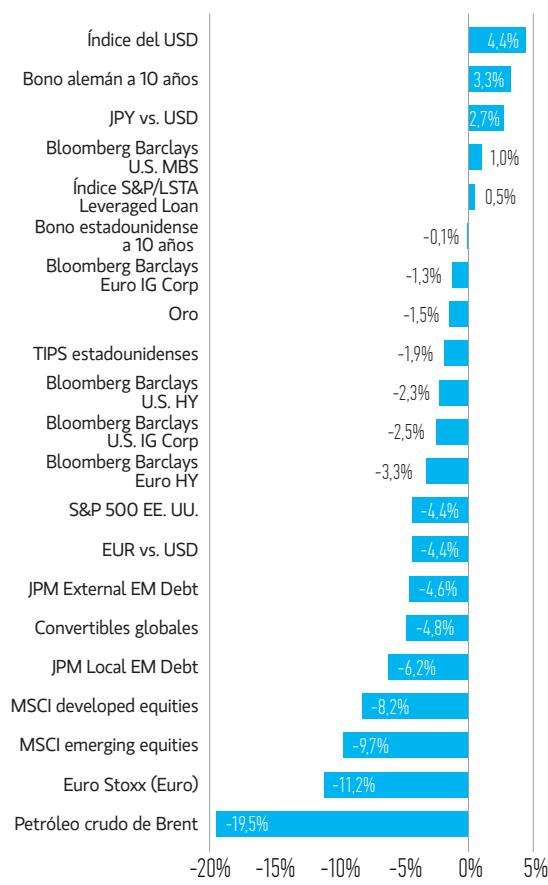
Un año nuevo intrépido

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | ENERO DE 2019

Fue un final emocionante para un año en que la mayoría de los mercados evolucionaron en una dirección opuesta a sus rumbos de principios de año. El desplome en diciembre de la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años y que se descontaran todas las subidas de tipos en Estados Unidos para 2019 se debieron, en parte, al débil rendimiento de los activos de riesgo: los préstamos high yield y apalancados, anteriores "hijos predilectos" del mercado de renta fija; y la renta variable, que registró su mayor descenso mensual en años. No fue solamente un acontecimiento el que propició el viraje, sino una combinación de numerosos problemas: datos macroeconómicos decepcionantes en diferentes economías desarrolladas, problemas políticos (guerra comercial entre Estados Unidos y China y el cierre de la administración estadounidense), escasa confianza, un posicionamiento desajustado del mercado y, naturalmente, la escasez de liquidez, impulsada por las restricciones en los balances a cierre de año. Resulta complicado dar con noticias favorables, lo cual, por supuesto, puede indicar que la situación no puede ir a peor. Veremos. Lo que sí sabemos es que, a pesar de que la Reserva Federal haya elevado los tipos de interés en ocho ocasiones en los dos últimos años, la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años solo ha avanzado 24 puntos básicos (pb) (tras dispararse en el cuarto trimestre). El aplanamiento de la curva de rentabilidades, de proporciones históricas, sin duda contradice las afirmaciones acerca de que la economía estadounidense pueda mantener su crecimiento muy por encima de los niveles prevalecientes tras la crisis financiera global. Consideraremos que el riesgo de que se produzca una ralentización económica más drástica, con motivo de una subida de tipos demasiado rápida, sigue siendo remoto. Pensamos que un crecimiento moderado, una inflación estable y una Reserva Federal paciente son los ingredientes perfectos para un aterrizaje suave de las economías estadounidense y global y un rendimiento adecuado de los activos de riesgo.

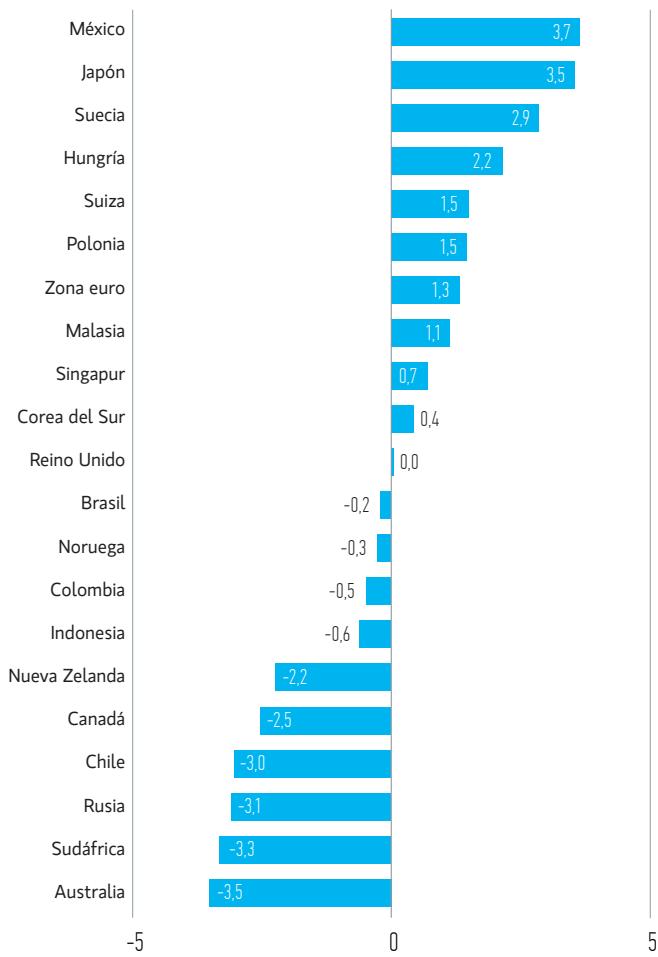
Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a enero de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

GRÁFICO 1
Rendimiento de los activos desde comienzos de año



Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 31 de diciembre 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.

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



Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2018. Nota: una variación positiva indica apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3
Variaciones mensuales considerables 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	2,68	-30		
Reino Unido	1,28	-9	-141	+22
Alemania	0,24	-7	-244	+23
Japón	0,00	-9	-268	+21
Australia	2,32	-27	-37	+3
Canadá	1,97	-30	-72	0
Nueva Zelanda	2,37	-19	-32	+11
(Diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	0,71	+3	47	+10
Grecia	4,40	+13	416	+20
Italia	2,74	-47	250	-40
Portugal	1,72	-11	148	-3
España	1,42	-9	117	-2
ME	RENTABILIDAD ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos ME			433	+15
Rentabilidades locales ME	6,38	-18		
Diferenciales de deuda corporativa ME			352	+25
Brasil	8,15	-40	273	+8
Colombia	6,51	-21	228	+18
Hungría	2,21	-11	148	+6
Indonesia	8,16	+6	237	+15
Malasia	4,09	-7	161	+14
México	8,72	-53	357	+10
Perú	5,73	-2	168	+6
Filipinas	6,30	-3	120	+10
Polonia	2,27	-19	81	+9
Rusia	8,41	0	254	+15
Sudáfrica	9,59	+3	361	+8
Turquía	16,88	-10	429	-34
Venezuela	-	-	6845	+590
DEUDA CORPORATIVA	DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)		
Grado de inversión EE. UU.	153	+16		
Grado de inversión Europa	152	+3		
Alta rentabilidad EE. UU.	526	+108		
Alta rentabilidad Europa	494	+25		
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia	89	-6		
CMBS BBB EE. UU.	301	+33		

Positive Neutral Negative

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

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

Perspectiva para la renta fija

Los inversores que esperaban que Papá Noel trajera una subida en diciembre no vieron cumplidos sus deseos: las acciones de mercados desarrollados registraron su peor mes desde septiembre de 2011, mientras que los diferenciales de crédito con grado de inversión fueron objeto de las mayores oleadas de ventas desde el primer semestre de 2016. En vista de dicha evolución, podría pensarse que los inversores centrados en el valor se verían animados por las ventas masivas y la oportunidad de comprar acciones con múltiplos de valoración menores y recibir la correspondiente compensación por asumir el riesgo de impago de las compañías, pero la situación resulta más compleja. Los datos económicos, en especial, de economías desarrolladas, sorprendieron por lo general a la baja en el cuarto trimestre de 2018 y, si bien los beneficios corporativos mantuvieron el tipo, en conjunto, en el transcurso del año, las expectativas para 2019 se han revisado a la baja de forma constante. Además, muchos de los factores de riesgo macroeconómicos principales —tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, populismo en Europa y preocupación por la ralentización de la economía china— siguen sin resolverse.

Sin embargo, el otro acontecimiento significativo del último mes fueron las políticas de respuesta al debilitamiento de los datos de crecimiento y la evolución de los mercados financieros. La tendencia hacia la normalización de la política monetaria, bien encaminada en el primer semestre del año, parece estar deteniéndose y, en algunos casos, revirtiéndose. La inflación sigue siendo moderada en todas partes, por lo que los bancos centrales pueden tomarse su tiempo para normalizar sus políticas, reduciendo de ese modo el riesgo que supone elevar los tipos demasiado rápido y demasiado pronto.

La Reserva Federal elevó los tipos en 2018 más de lo que el mercado esperaba en un primer momento —cuatro veces, no tres— pero ahora se ve en una situación en que los tipos oficiales se aproximan a una posición de neutralidad y los riesgos de endurecer la política monetaria parecen mayores, mientras que la necesidad de proceder en ese sentido no parece especialmente acuciante. Las presiones inflacionarias sí se recuperaron en el transcurso de 2018, si bien las lecturas de inflación subyacente en Estados Unidos han regresado, a lo sumo, a su nivel objetivo, más que dispararse. La creación de empleo en Estados Unidos subió por encima de lo previsto en diciembre, si bien la tasa de desempleo también se incrementó al incorporarse nuevamente a la población activa trabajadores desalentados, lo cual sugiere que persiste la debilidad del mercado de trabajo estadounidense, teniendo un efecto de moderación sobre las presiones inflacionarias.

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) puso fin a su programa de expansión cuantitativa, si bien se prevé que el ritmo de subida de los tipos de interés sea extraordinariamente lento. Aunque el BCE permanece fiel a su visión de que la debilidad de la economía en la zona

euro es transitoria y que la mayor saturación y rigidez de los mercados de trabajo se traducirán en un alza de las presiones inflacionarias subyacentes, existen muy pocas evidencias de que dichos aspectos vayan a traducirse en un alza de los precios al consumo: el IPC subyacente permaneció, sin cambios, en el 1% interanual en diciembre. Al igual que en el pasado, puede que el BCE se vea obligado a retrasar la normalización de su política.

Puede que el cambio de política monetaria más significativo procediera del Banco Popular de China, que rebajó las ratios de reservas obligatorias para contrarrestar la ralentización de la economía. Resulta interesante que, aunque los mercados emergentes fueron una fuente importante de volatilidad en el mercado durante el primer semestre de 2018, lograron superar en rentabilidad a sus homólogos desarrollados en el segundo semestre de 2018. Esta mejora de la resiliencia cobra pleno sentido, a nuestro juicio, pues la mayoría de las economías emergentes se encuentran en una situación mejor frente a la que descontaban numerosos inversores, ya que las que presentaban desequilibrios han adoptado medidas para corregirlos y, en vista del bajo nivel de exigencia de las valoraciones, existen oportunidades de inversión atractivas. La ralentización de la subida de tipos de la Reserva Federal, que podría traducirse en un debilitamiento del USD, podría prestar un respaldo mayor a esta clase de activos.

A pesar de estas variaciones en los precios de los activos —más bien abultadas—, las previsiones macroeconómicas y corporativas para 2019 de los analistas, incluidos los nuestros, no han variado tan drásticamente. Sí, el crecimiento se moderará en 2019, pero ¿caerá a plomo? En nuestra opinión, no. En el caso concreto de Estados Unidos, se trata de algo positivo. En caso de que el crecimiento estadounidense continúe al ritmo del tercer trimestre, sin duda creemos que la inflación se elevaría y puede que la Reserva Federal eleve los tipos de forma más agresiva y se produjera una recesión en 2020 y años posteriores. El lado positivo de que el mercado haya revaluado la dinámica de crecimiento e inflación estadounidenses y globales, es que existe una presión sustancialmente menor para que los bancos centrales, bien normalicen sus políticas (zona euro, Japón y China), o bien continúen elevando los tipos (Estados Unidos). El riesgo de una ralentización económica más drástica por un alza de los tipos demasiado rápida, o un desplome de la confianza de los hogares o de las empresas sigue siendo remoto, a nuestro juicio. Pensamos que un crecimiento moderado, una inflación estable y una Reserva Federal paciente, son los ingredientes perfectos para un aterrizaje suave de las economías estadounidense y global y un rendimiento adecuado de los activos de riesgo. La significativa resiliencia de los mercados emergentes en el segundo semestre del año (especialmente en diciembre), resulta positiva tanto para la economía global, como para los mercados emergentes como clase de activos. Los precios de los activos de riesgo han rebasado sustancialmente el de sus valoraciones fundamentales.

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

ANÁLISIS MENSUAL

Tipos y monedas de mercados desarrollados

Las rentabilidades de los activos refugio cayeron en diciembre con motivo de la euforia inicial tras la reunión del G20 en Buenos Aires, el descenso de las expectativas de inflación y la persistencia de la huida hacia la calidad a partir de mediados de noviembre. Durante el mes, Estados Unidos y China acordaron una tregua de 90 días conforme a la cual el primero aplaza el incremento de los aranceles a más de 200.000 millones de USD de bienes chinos del 10% al 25% como se había previsto para enero, y el segundo se compromete a adquirir un volumen "significativamente cuantioso" de bienes agrícolas, industriales y del ámbito de la energía, para reducir el déficit comercial con Estados Unidos. La reacción del mercado fue efímera, pues poco después se conoció la detención de la directora financiera de Huawei en Canadá, a solicitud del gobierno estadounidense, por una supuesta infracción de las sanciones a Irán.

PERSPECTIVA

Es posible que el crecimiento estadounidense sea menor en 2019, a medida que se debilite el impacto del impulso fiscal y comience a percibirse el efecto retardado de las subidas de tipos, pero no caerá a plomo. Los discursos pronunciados recientemente por los responsables de política de la Reserva Federal nos llevan a confiar en mayor medida en que son conscientes del riesgo de subir en demasía los tipos y de que deben pasar —en algún momento del futuro cercano— a una política más dependiente de los datos, pues lo que desea el banco central es contener el riesgo de inflación, no ocasionar un aterrizaje accidentado de la economía o una recesión. Más a corto plazo, a pesar del descenso hacia finales de diciembre, creemos que es posible que la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años se sitúe eminentemente durante los próximos meses entre el 2,75% y el 3,25%. La subida de tipos de la Reserva Federal se encuentra en pausa.

Tipos y monedas de mercados emergentes

Los activos de renta fija de mercados emergentes evolucionaron de forma positiva en el último mes del año, compensando parcialmente las pérdidas soportadas a lo largo del año. En diciembre, la caída de las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense favoreció a los bonos de mayor calidad y mayor duración en el mercado de deuda soberana y crédito denominada en USD, mientras que la rentabilidad de los bonos locales impulsó el rendimiento de la deuda nacional. A lo largo del mes, los precios de la energía y de los metales básicos continuaron cayendo: el petróleo de Brent cerró casi en 54 USD por barril y los precios del cobre y el aluminio se debilitaron más del 3%. Los rendimientos de las materias primas agrícolas fueron heterogéneos: los precios del maíz y el trigo subieron frente a las pérdidas del café, el azúcar y el algodón. Aunque los metales básicos se abarataron, los precios del oro, la plata y el paladio subieron durante el periodo. Los inversores siguieron retirando inversiones de deuda de mercados emergentes como clase de activos en diciembre, principalmente, de estrategias en monedas fuertes. Los inversores institucionales finalizaron el año añadiendo unos 20.000 millones de USD a esta clase de activos,¹ mientras que las inversiones minoristas apenas variaron.

Tras un año complicado para la renta fija de mercados emergentes, nos mostramos optimistas de cara a 2019 con motivo de las atractivas valoraciones, el entorno global, potencialmente favorable, de inflación y crecimiento moderados y una Reserva Federal que posiblemente se esté aproximando al final de su ciclo de subida de tipos. Consideramos que estos factores y el aumento de los déficits de la balanza por cuenta corriente y fiscal en Estados Unidos, limitan el margen para una apreciación sustancial del USD, que resultaría beneficiosa para los emisores de mercados emergentes. Nuestro análisis histórico indica que la renta fija de mercados emergentes tiende a ofrecer rentabilidades relativas positivas, cuando las economías de la esfera emergente cierran brechas negativas de producción y convergen hacia el crecimiento potencial, como está sucediendo en este momento.

¹ Fuente: JP Morgan. Datos a 31/12/2018.

	ANÁLISIS MENSUAL	PERSPECTIVA
Crédito	<p>Los diferenciales de los activos globales con grado de inversión se ampliaron en diciembre, cerrando su peor año desde la crisis de deuda soberana europea de 2011. El diferencial del índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate se amplió 16 pb en diciembre para cerrar el año 153 pb por encima de la deuda pública; lideraron el descenso del mercado los emisores de crédito con una calificación de BBB. Los diferenciales cerraron el conjunto del año trazando una ampliación del 60 pb; el crédito de menor calidad, como el financiero subordinado y el no financiero con calificación de BBB, arrojaron rentabilidades relativas negativas. En clave de rendimiento relativo, el índice Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade cedió un 3,15% anual, su segunda peor marca desde 2008. Al igual que en meses anteriores, los impulsores del crédito siguieron siendo las inquietudes macroeconómicas y la preocupación sobre cómo la ralentización del crecimiento económico afectaría a los fundamentales de las compañías (en especial, el apalancamiento de los emisores de crédito con calificación de BBB). Agrava estas inquietudes la debilidad de los factores técnicos de cara al cierre del año, siendo el síntoma más notable la limitada tolerancia al riesgo imperante en la comunidad inversora.</p>	<p>Al inicio de 2019, nuestra perspectiva apenas varía en general. Tras seguir ampliándose en diciembre, los diferenciales han regresado a los niveles en que se encontraban entre principios y mediados de 2016 y descuentan un riesgo elevado de que se produzca una ralentización económica sustancial o una recesión. Creemos que dicho riesgo se plasma considerablemente en las valoraciones actuales, por lo que percibimos valor en los diferenciales de crédito, tanto con grado de inversión como high yield. Aunque los resultados relativos negativos de diciembre dan más alas a las visiones de algunos analistas, de que los mercados de crédito se encuentran en "crisis", percibimos que el mercado ya está descontando algunos peligros. Pensamos que esta realidad crea oportunidades para aprovechar el carry y obtener plusvalías limitadas mediante un posicionamiento activo.</p>
Activos titulizados	<p>En diciembre, continuaron ampliándose los diferenciales de las titulizaciones de crédito y elevándose los tipos de interés. Los diferenciales de dicha deuda llevan tres meses ampliándose, y cerraron 2018 más elevados en la mayor parte de los sectores. Las condiciones fundamentales de la deuda corporativa titulizada siguen siendo sólidas gracias a unas tasas de impago bajas, el buen estado de los balances en clave de consumo y la estabilidad de los mercados de la vivienda, si bien la combinación del incremento de la volatilidad, el agravamiento de las preocupaciones sobre la marcha en el futuro de la economía estadounidense y la ampliación de los diferenciales en otros sectores del crédito, está ejerciendo presión sobre los diferenciales de la deuda corporativa titulizada. Los bonos de titulización hipotecaria de agencia volvieron a rendir adecuadamente en diciembre: los diferenciales se estrecharon, los tipos marcharon de forma positiva y las rentabilidades de los citados bonos se adentraron en terreno positivo por primera vez en 2018.</p>	<p>Nuestras perspectivas para los mercados de activos titulizados son positivas una vez comenzado 2019. En vista del aumento del Libor y las rentabilidades de los valores del Tesoro estadounidense a lo largo de la curva en 2018, y de la ampliación generalizada de los diferenciales de los activos titulizados —de bonos de titulización hipotecaria de agencia a bonos de titulización de activos sensibles a la evolución del crédito—, comenzamos 2019 con unas rentabilidades por inversión en activos titulizados sustancialmente más altas y un entorno fundamental para el crédito que sigue siendo positivo. La volatilidad del mercado se ha incrementado y podría seguir aumentando, pero, en última instancia, prevemos que el valor fundamental y el rendimiento del crédito dominen las rentabilidades en 2019.</p>

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

Consideraciones Sobre Riesgos

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

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

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

DEFINICIONES

R* es el tipo de interés real a corto plazo que se 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 **JPMorgan Emerging Markets Bond Global (EMBI Global)** sigue la rentabilidad total de instrumentos de deuda externa negociados en los mercados emergentes y es una versión ampliada del EMBI+. Al igual que el EMBI+, el EMBI Global incluye bonos Brady, préstamos y eurobonos denominados en USD con un valor nominal en circulación de al menos 500 millones de USD.

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

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

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

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 enero de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. La **rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros**.

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

El índice **JPMorgan Government Bond Emerging Markets (JPM External EM Debt)** sigue la evolución de bonos denominados en moneda local emitidos por gobiernos de mercados emergentes. El índice se 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 Market 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 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.

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

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

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). **Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza), teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

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

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

Estados Unidos

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

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, 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. 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. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento.

Australia: Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: La presente comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Ireland Limited ("MSIM Ireland"). 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 períodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

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

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

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

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

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

La presente comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en el presente documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión 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 recogida en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

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

MSIM Ireland 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 Ireland no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquier 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 Ireland.

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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im