

Viviendo la buena vida otra vez..... pero ¿por cuánto tiempo?

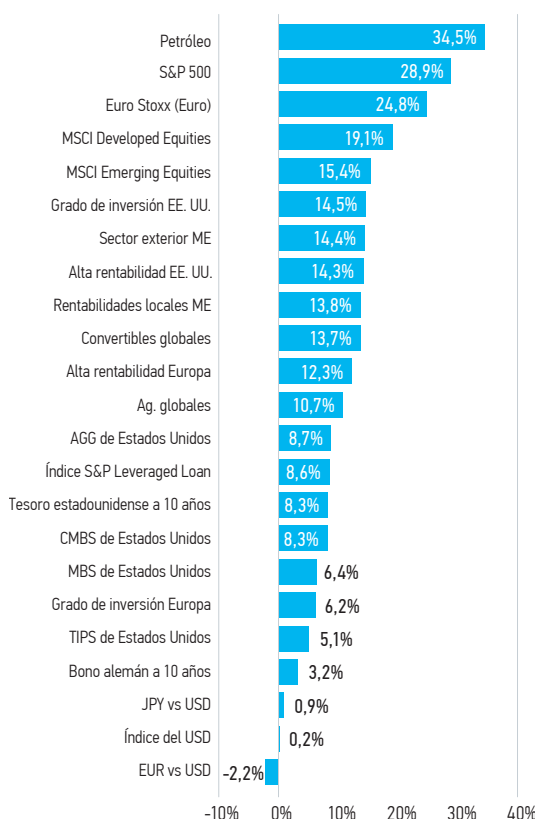
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | ENERO 2020

Diciembre supuso un final destacado para un año destacado. Los problemas del mundo parecieron ceder al reactivarse los mercados financieros. Si bien las rentabilidades de la deuda pública continuaron subiendo por cuarto mes consecutivo tras la mejora de las noticias económicas (y, lo que es más importante, ¡la esperanza!) y las menores tensiones comerciales, el crédito —tanto de alta rentabilidad como con grado de inversión— asistimos a un estrechamiento significativo de los diferenciales, como sucedió con numerosos bonos de los mercados emergente. El USD invirtió su curso, cayendo significativamente en términos ponderados por el comercio, así como con respecto a la mayoría de las monedas. El rendimiento de la alta rentabilidad fue especialmente notable, logrando el tercer mejor resultado mensual de este ciclo. Impresionó el rendimiento de activos que anteriormente habían quedado rezagados, en concreto, los bonos con una calificación CCC y el sector de la energía, que se anotaron rentabilidades superiores al 5% en el mes. Todavía está por ver en qué medida se trata de un avance puntual por la falta de liquidez de diciembre o del comienzo de una nueva tendencia.

No es de esperar que este regalo de Navidad para los inversores se repita en 2020: el optimismo ha crecido y los datos han mejorado y las inquietudes por la guerra comercial parecen haber tocado su máximo, lo más importante, es probable que la flexibilización monetaria de 2019 no se repita. De hecho, uno de los riesgos para 2020 podría ser un alza sorprendente de la inflación. Además, los riesgos persisten: el regreso de la tensión en Oriente Medio, el proceso de destitución de Trump, los decepcionantes datos de confianza de las compañías, en especial, en EE. UU y las relaciones comerciales entre EE. UU y China, entre otros. Aunque no consideramos probable que estas cuestiones vayan a cambiar el rumbo de la economía global, no pensamos que los mercados financieros dispongan de considerable potencial alcista a corto plazo, dados los precios actuales de los activos. Sigue siendo fundamental centrarse en la selección de valores, para aprovechar los focos de oportunidad y evitar sectores y países sobrevalorados.

GRÁFICO 1

Rendimiento de los activos desde el comienzo del año



Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2019. 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 15, 16 y 17 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 en noviembre 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.**

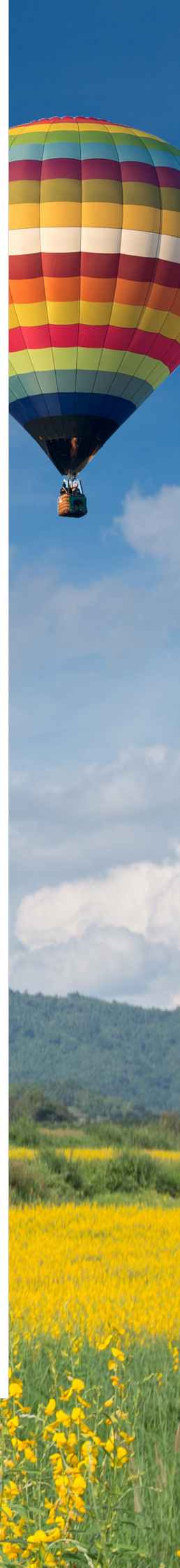
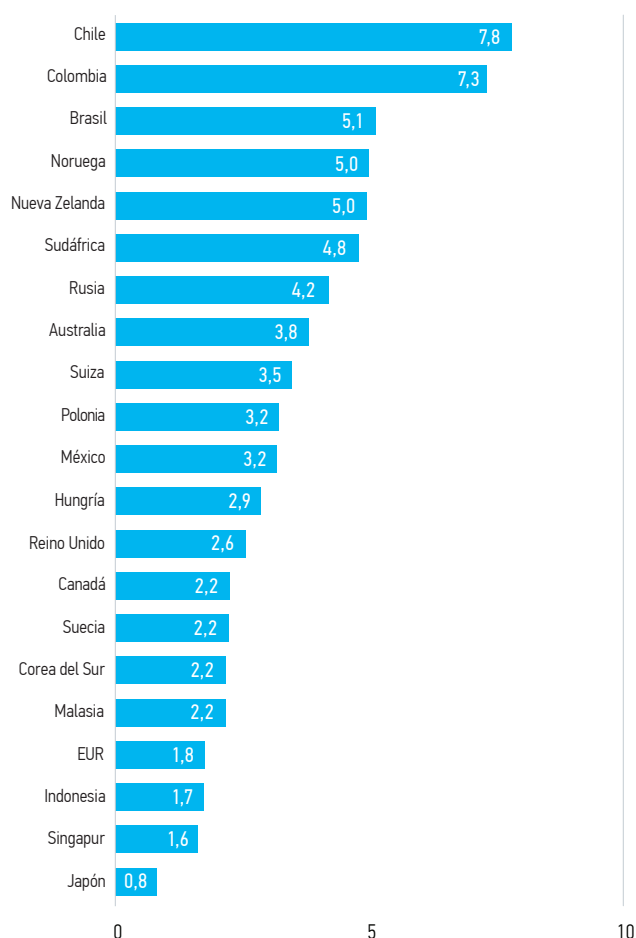


GRÁFICO 2

Variaciones mensuales de divisas frente al USD

(+ = apreciación)



Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2019. Nota: una variación positiva indica apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3

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

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	1,88	+10		
Reino Unido	0,87	+17	-101	+7
Alemania	-0,19	+18	-206	+7
Japón	-0,01	+6	-189	-4
Australia	1,31	+27	-57	+17
Canadá	1,64	+18	-24	+8
Nueva Zelanda	1,64	+35	-24	+24
(diferencial frente a bonos alemanes)				
EUROPA				
Francia	0,12	+17	30	-1
Grecia	1,45	+1	164	-17
Italia	1,41	+18	160	+1
Portugal	0,44	+4	63	-13
España	0,47	+5	65	-12
(diferencial frente a bonos locales)				
ME	RENTABILIDAD ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)
Diferenciales externos ME			275	-32
Rentabilidades locales ME				
Diferenciales de crédito ME			267	-21
Brasil	6,25	+2	214	-25
Colombia	5,95	-16	161	-27
Hungría	1,19	+7	81	-16
Indonesia	7,14	-8	141	-22
Malasia	3,35	-4	82	+12
México	6,94	-19	172	-22
Perú	4,52	-10	81	-20
Filipinas	4,30	0	69	-17
Polonia	1,89	+10	27	-1
Rusia	6,12	-15	130	-29
Sudáfrica	9,52	-16	294	-27
Turquía	11,70	-33	403	-42
Venezuela	-	-	14292	+1141
CRÉDITO				
Grado de inversión EE. UU.			93	-12
Grado de inversión Europa			93	-10
Alta rentabilidad EE. UU.			336	-34
Alta rentabilidad Europa			292	-35
Activos titulizados				
MBS de agencia			75	-6
CMBS BBB EE. UU.			257	+9

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 31 de diciembre de 2019.

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

Las rentabilidades de diciembre potenciaron los resultados de un año de por sí estelar. Solo registró ventas masivas en diciembre la deuda pública de mercados desarrollados, como era de esperar, dado la mejora de los datos económicos y el renovado optimismo por el hecho de que la debilidad económica que llevaba dos años consumiendo al mundo llegara a su fin. De hecho, si vemos los dos últimos años como una “mini” recesión, la expansión económica en curso no se remonta a hace 10 años, ¡sino que podría ser mucho más joven! Aunque esta afirmación resulta algo exagerada, sí apunta a que los datos económicos podrían mejorar durante varios años, como a finales de la década de 1990 y en 2005 y 2006.

Todas las categorías de crédito anotaron impresionantes rentabilidades en diciembre, en concreto, los bonos con una calificación CCC y las compañías energéticas. En muchos aspectos, resulta comprensible por su mala evolución en noviembre y el conjunto del año. El USD también registró ventas notables, si bien en el conjunto del año la moneda, ponderada por el comercio, se apreció. El debilitamiento del USD le sentaría bien a la economía global y puede que fuera el presagio de buenas noticias comerciales en 2020. Sin embargo, al depender todavía de las políticas del impredecible presidente Trump, existen motivos para la cautela; el regreso de la tensión a Oriente Medio nos recuerda sin duda las dificultades con que podemos encontrarnos en los próximos meses.

El regalo de Navidad que recibieron los inversores en diciembre no debería interpretarse en general como un adelanto de nuevos obsequios. Los diferenciales de crédito se han estrechado, acercándose a mínimos del ciclo, sin gran cantidad de novedades en diciembre. La mayoría de los bonos, tanto de deuda pública como de crédito, no parecen “asequibles”. Esta situación nos inquieta en cierta medida, concretamente, por la capacidad y la disposición del mercado para absorber oferta en el primer trimestre. Sin embargo, esto no significa que nos mostremos bajistas, pues los fundamentales gozan de bastante solidez. El entorno macroeconómico general está mejorando, dejando de lado ciertos indicadores de confianza de compañías estadounidenses, sorprendentemente débiles (por ejemplo, los del ISM y CEO). Esta evolución nos hace confiar en mayor medida en que las rentabilidades globales han dejado atrás los mínimos y que el crédito

cuenta con adecuados soportes, si bien por encima del valor razonable. Dada la posibilidad de que los bancos centrales se mantengan firmemente a la espera en 2020, es de esperar que los efectos retardados de la relajación monetaria sigan apuntalando la economía. Es probable que la política fiscal sea entre neutral y moderada; la inflación, de estable a ligeramente superior; y el entorno, favorable para los bonos del sector privado. Sin embargo, nos gustaría ver diferenciales más amplios e incluso fundamentales más sólidos, antes de seguir incrementando la exposición de riesgo al crédito. Parece adecuado suscribir una posición en crédito reducida, con base en la solidez y la mejora de los fundamentales, una posición larga en mercados emergentes más sustancial y una infraponderación moderada en el riesgo de tipos de interés (que se concentra en Estados Unidos, países más importantes de Europa, Japón y el Reino Unido).

Por primera vez desde hace tiempo, está cediendo la excepcional rentabilidad relativa positiva del mercado económico y financiero estadounidense. Aún no está claro si esta será la tendencia de 2020 o algo meramente pasajero, si bien dicha evolución resulta alentadora para el debilitamiento del dólar estadounidense y el fortalecimiento de las monedas de mercados emergentes, que se anotaron los peores resultados en 2019. Las monedas de mercados emergentes son un ámbito en el que estamos cómodos manteniendo más riesgo de cara a 2020.

En resumen, los fundamentales son favorables; la deuda pública parece presentar valoraciones elevadas, pero cuenta con el respaldo de unos bancos centrales todavía acomodaticios; los diferenciales de crédito parecen abultados; y los mercados emergentes, en general, parecen ofrecer un valor mejor que los mercados desarrollados. Para que los diferenciales sigan avanzando, serán necesarios datos económicos favorables que ratifiquen el optimismo actual y confirmación de que los bancos centrales no pondrán fin a su estrategia de “esperar a ver”, posponiendo las subidas de los tipos hasta que la inflación alcance o supere el nivel objetivo. El ámbito menos vulnerable de la renta fija sigue siendo el crédito titulizado, que parece inmune a muchos de los factores que podrían incidir en los mercados financieros dada la solidez del sector doméstico, aunque, incluso a este respecto, tras un 2019 sólido, las valoraciones han perdido su atractivo excepcional y es improbable que repitan el resultado de 2019.

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

PERSPECTIVA

Mercados desarrollados

Las rentabilidades de la deuda soberana de mercados desarrollados volvieron a subir en diciembre, en especial, en Australia, Nueva Zelanda y Canadá.¹ Los mercados reaccionaron positivamente a los avances en torno a los riesgos geopolíticos, como la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. En cuanto a los bancos centrales, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón se disponen a continuar sus programas de compras de activos de renta fija durante 2020, si bien a un ritmo menor. En el Reino Unido, el Partido Conservador se impuso con holgura en las elecciones de diciembre, obteniendo 364 de los 650 escaños y una mayoría mucho más amplia que la prevista. El resultado implica que el primer ministro actual, Boris Johnson, tiene actualmente un mandato sólido para gobernar y negociar la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Se anunció que Andrew Bailey será el nuevo gobernador del Banco de Inglaterra, en sustitución de Mark Carney, que dejará su cargo a finales de enero.²

Persisten los obstáculos para el crecimiento global en 2020. Los bancos centrales han girado hacia un tono más acomodaticio, concretamente, en Estados Unidos y la zona euro, pero parece improbable que se adopten más medidas expansivas salvo que empeore la perspectiva de crecimiento e inflación. A pesar de los acontecimientos positivos recientes, los tres grandes riesgos que percibimos siguen siendo la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las disputas comerciales entre Estados Unidos y China y que la debilidad de los sectores manufacturero y comercial pese sobre el consumo.

Mercados emergentes

La percepción de riesgo mejoró al parecer avanzar el acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China. Las divisas de la esfera emergente se fortalecieron frente al USD, abriendo camino a la renta fija de mercados emergentes. La deuda soberana denominada en USD superó al crédito; contribuyeron a ambos segmentos las aportaciones de países y compañías de mayor rentabilidad. Las materias primas también se encarecieron en el periodo, con importantes ganancias en energía, metales y productos agropecuarios.³

Nuestra hipótesis de referencia prevé una situación económica global que será tan solo ligeramente mejor que en 2019, por lo que la política monetaria global seguirá siendo en gran parte flexible. Si bien prevemos que el diferencial de crecimiento entre los mercados emergentes y la esfera desarrollada se amplíe, creemos que la renta fija de los emergentes ofrecerá rentabilidades más moderadas con respecto a 2019, dadas nuestras visiones sobre las valoraciones actuales y el limitado margen para relajar la política monetaria de forma agresiva en los países desarrollados.

¹Fuente: Bloomberg, datos a 31 de diciembre de 2019.

²Fuente: Bloomberg, datos a 31 de diciembre de 2019.

³Fuente: JP Morgan, datos a 31 de diciembre de 2019.

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

PERSPECTIVA

Crédito

Los diferenciales corporativos se estrecharon en diciembre en Estados Unidos y Europa. Las rentabilidades de los activos sin riesgo cerraron el mes al alza, siguiendo la tendencia posterior al verano: la deuda pública estadounidense a 10 años cerró con un alza de 10 pb en el 1,88% y su homóloga alemana cerró con un avance de 18 pb en el -0,19%.⁴ Los factores clave para el estrechamiento de los diferenciales en diciembre fueron (1) el anuncio del acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China, (2) la victoria del Partido Conservador en el Reino Unido, que puede reducir la incertidumbre en torno a su salida de la Unión Europea, (3) que los datos macroeconómicos continuaran estabilizándose y los índices de sorpresas económicas avanzaran al alza, concretamente, en la zona euro, (4) la práctica ausencia de noticias corporativas negativas y (5) la escasa oferta en un mes de demanda sólida.

Preveamos que 2020 será un año claramente separado en dos semestres en que el crédito contará con un soporte adecuado inicialmente por la mejora del entorno económico, la minoración del riesgo político y la solidez de la demanda de crédito. A medida que avancemos hacia la segunda mitad de 2020, esperamos que se repita la incertidumbre experimentada en los últimos años, lo que afectará a la confianza en la recuperación de la economía. Ya sea la causa el miedo a una recesión, la volatilidad política o un contexto técnico débil derivado de la liquidación de posiciones de crédito, creemos que el resultado será un año de dos partes que justifica una gestión activa del crédito y la reducción del riesgo tras períodos de ajuste de los diferenciales mediante la rotación a crédito de mayor calidad y menor vencimiento.

Productos titulizados

Los mercados de activos titulizados registraron una actividad moderada en diciembre; dichos activos, por lo general, evolucionaron adecuadamente durante el mes. Las condiciones de crédito al consumo siguen gozando de una salud especialmente buena, pues el desempleo se encuentra en mínimos históricos, los salarios suben y los niveles de gasto son adecuados y el aumento de las ventas de viviendas sigue contando con el respaldo de unos tipos hipotecarios bajos.

Comenzamos 2020 con una perspectiva positiva sobre las oportunidades de los mercados de activos titulizados. Los bonos de titulización hipotecaria de agencia se han abaratado considerablemente en los dos últimos años y se muestran atractivos ajustados por el riesgo por primera vez en años. También son interesantes las oportunidades de crédito titulado, pues las condiciones fundamentales de financiación siguen siendo muy positivas con respecto a los mercados de financiación residencial y al consumo tanto en Estados Unidos como en Europa. Los mercados de activos titulizados evolucionaron adecuadamente en 2019, si bien rindieron por debajo de los mercados de crédito por el menor beneficio tras el avance de los tipos de interés y el menor estrechamiento de los diferenciales con respecto a los mercados de crédito en 2019. Creemos que los rendimientos en 2020 responderán más al carry por flujo de efectivo y la evolución de los fundamentales más que al descenso general de las rentabilidades. Dada esta situación, preveamos que los mercados de activos titulizados se anotarán rendimientos relativos positivos en 2020 dados los mayores diferenciales ajustados por el riesgo y el menor perfil de riesgo y duración.

⁴ Fuente: Bloomberg Barclays, datos a 31 de diciembre de 2019.

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 un entorno 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. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos ingresos. Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores no tengan los fondos 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** títulos de deuda soberana 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 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 **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 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 **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 **Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield** mide el mercado de bonos corporativos sin grado de inversión, de tipo fijo, sujetos a fiscalidad y denominados en USD. Los títulos se clasifican como alta rentabilidad si la calificación mediana de Moody's, Fitch y S&P es Ba1/BB+/BB+ o inferior. El índice excluye la deuda de mercados emergentes.

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 a 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 por determinar 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 a tipo ajustable híbridas de agencia.

El **índice de precios al 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.

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

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 European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está para seguir la evolución del crédito sin grado de inversión denominado en EUR y GBP emitido 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 **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 **ICE BofAML U.S. 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.

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

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 en noviembre 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 **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 **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 perfila como la referencia que indica dónde puede invertirse e incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluyen China e India desde septiembre de 2013).

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

El índice **JP Morgan 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 **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.

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

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

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.

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 World (MSCI Developed Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados desarrollados.

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

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 **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 **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 **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.

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

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.

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.

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”.

DISTRIBUCIÓN

Esta 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, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Fráncfort del Meno (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, Dublin 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. 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 una 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 un 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,

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

estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones 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 2,20% 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 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: 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, figuran 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: Este 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 de este 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, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este 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 esta publicación. **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: Esta comunicación 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 iniciosamente 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 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 este 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.

Esta 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 este documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión de análisis de inversiones.

Este 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 este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones 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 este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde al 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 este 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 este 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 de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

Este 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 de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

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

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im