

Mes de reversión

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | OCTUBRE 2019

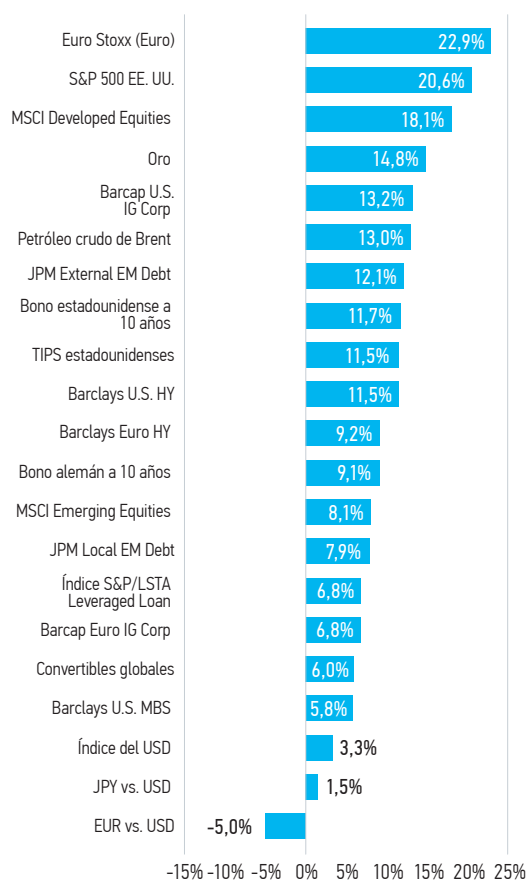
En septiembre, se respiró cierto optimismo y se registraron sacudidas a modo de advertencia. Tras una rentabilidad excepcional en agosto, septiembre resultó ser mucho más complicado, pues las noticias se tornaron menos calamitosas (aunque no necesariamente positivas) y la deuda pública dejó de resultar tan atractiva. También llegaron, por fin, las esperadas reuniones del Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal. Si bien sus responsables no se mostraron en modo alguno restrictivos, sus posturas sí decepcionaron ante las elevadas expectativas (el BCE rebajó los tipos solo 10 puntos básicos [pb] y la Reserva Federal indicó posibles rebajas de cara al futuro). Aunque sus comentarios no excluían una mayor relajación monetaria, en ambos casos existía un claro elemento de cautela en torno a la adopción de más medidas acomodaticias que inquietó a los mercados de bonos. De manera algo sorprendente, los mercados de crédito aguantaron adecuadamente (el crédito estadounidense superó en rentabilidad a su homólogo europeo). La esperanza de una mejor evolución económica y la reanudación por el BCE de las compras de crédito compensaron otros extremos decepcionantes. Consideramos que las ventas masivas que se registraron en los mercados desarrollados de bonos suponen una corrección, más que el comienzo de un mercado bajista. Parece que las rentabilidades de la deuda pública se están anclando en una banda delimitada a la espera del resultado de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y de más información acerca del rumbo que adoptará la economía global.

Consideramos que lo mejor es mostrar un posicionamiento cercano a neutral, con un ligero sesgo optimista. No se avecina una recesión global. Deben aprovecharse las rentabilidades y las oportunidades en crédito dada su debilidad. Las exposiciones deben concentrarse allí donde los fundamentales sean sólidos y las valoraciones, razonables. En cuanto a deuda soberana de la esfera desarrollada, nos decantamos por Australia, España, Nueva Zelanda y Estados Unidos (probablemente, el más vulnerable en caso de producirse más noticias negativas); en los mercados emergentes, nos decantamos por Brasil, Indonesia, México y Perú.

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



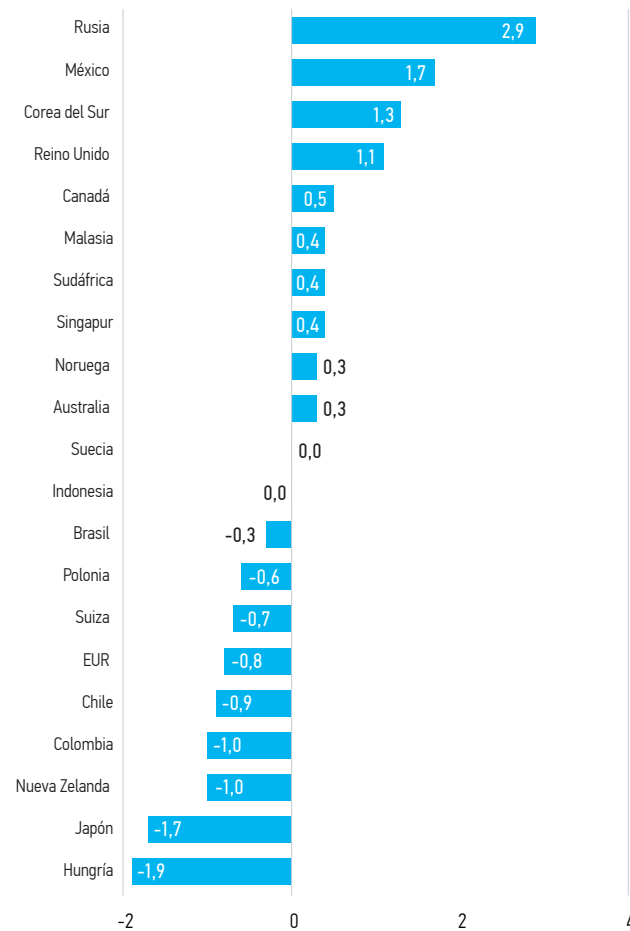
Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 30 de septiembre de 2019. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 9, 10 y 11 para consultar las definiciones de los índices.



GRÁFICO 2

Variaciones mensuales de divisas frente al USD

(+ = appreciation)



Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de septiembre 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	1.66	+17		
Reino Unido	0.49	+1	-118	-16
Alemania	-0.57	+13	-224	-4
Japón	-0.21	+6	-188	-11
Australia	1.02	+13	-65	-4
Canadá	1.36	+20	-30	+3
Nueva Zelanda	1.09	+2	-58	-15
EUROPA (diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	-0.27	+13	30	0
Grecia	1.35	-28	192	-41
Italia	0.82	-18	139	-31
Portugal	0.16	+4	73	-9
España	0.15	+4	72	-9
ME	RENTABILIDAD ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)
Diferenciales externos ME			335	-24
Rentabilidades locales ME	5.33	-1		
Diferenciales de crédito ME			307	-24
Brasil	6.35	-46	239	-2
Colombia	5.66	-7	183	+4
Hungría	1.08	+5	100	-7
Indonesia	7.38	-8	185	0
Malasia	3.40	+6	124	0
México	7.00	-13	317	-17
Perú	4.39	0	131	+9
Filipinas	4.35	-3	78	-4
Polonia	1.80	+11	34	-5
Rusia	6.86	-8	193	-16
Sudáfrica	9.41	+3	330	+9
Turquía	13.23	-258	464	-64
Venezuela	-	-	18473	7294
			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)
CRÉDITO				
Grado de inversión EE. UU.			115	-5
Grado de inversión Europa			111	+2
Alta rentabilidad EE.			373	-20
Alta rentabilidad Europa			350	+14
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			82	-15
CMBS BBB EE. UU.			243	-9

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 30 de septiembre de 2019

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

La rentabilidad de los bonos cedió en septiembre una parte significativa de la óptima evolución de agosto; la rentabilidad de los bonos europeos se vieron especialmente afectados. Consideramos que la corrección de septiembre respondió a tres razones principales:

1. Decepción ante las medidas de política monetaria adoptadas por la Reserva Federal y el BCE, concretamente, el modo de referirse a posibles actuaciones en el futuro; se produjo un reajuste al alza acerca de posibles rebajas de tipos en el futuro.
2. Las valoraciones se habían vuelto exigentes, haciendo que el mercado fuera vulnerable a una corrección. Las rentabilidades habían caído a niveles que normalmente se asocian con recesiones, por debajo de lo apropiado para la situación económica actual.
3. Los datos económicos no se desplomaron. Aunque todavía parece que estamos lejos de una mejora sostenida en el tiempo, que la situación no se deteriorara en mayor medida fue positivo.

Aunque el BCE anunció un paquete integral de medidas acomodaticias más allá de los tipos de interés —donde se incluyen una rebaja del precio del dinero, el escalonamiento de los tipos de depósito ante el BCE para las entidades de crédito, orientaciones prospectivas y el programa de expansión cuantitativa (QE) de duración indefinida—, las declaraciones del BCE tras su decisión fueron más restrictivas en el sentido de que el regulador se encuentra al límite de sus posibilidades acomodaticias. Una mayor relajación de la política, de requerirse, ya dependería de las autoridades fiscales. Que esta fuera la última reunión del presidente Draghi antes de cederle el testigo a Christine Lagarde tampoco resultó de ayuda. Ni los mercados ni nosotros tenemos certeza del comportamiento de la "nueva" dirección del citado banco central. Puede que ahora emerja el carácter restrictivo latente, que fue suprimido por Draghi.

No se registraron datos económicos significativos suficientemente distintos de los que el mercado esperaba para cambiar nuestra postura. El débil gasto de las compañías (inversiones en inmovilizado), la baja confianza empresarial, el deterioro de los márgenes corporativos y la caída de la actividad comercial global no se han superado. Si bien esta debilidad es más evidente en los ámbitos manufacturero e industrial de la economía global (puede que ya nos encontremos en una recesión manufacturera técnica), nos preocupa que, de no desaparecer, mine su única fortaleza: los hogares estadounidenses y europeos. Los datos de los mercados de trabajo y de consumo deben analizarse detenidamente.

Seguimos considerando improbable que se produzca una recesión real del conjunto de la economía y que esta ralentización se parece más a la situación de 2015/2016, cuando el sector manufacturero se contrajo temporalmente, pero la resiliencia del sector servicios mantuvo el crecimiento del conjunto de la economía. El desempleo en Estados Unidos se encuentra en mínimos de los últimos diez años, al igual que en Europa, y el crecimiento de los salarios es positivo en términos reales, si bien es moderado en términos históricos. Sin embargo, no podemos mostrarnos complacientes con respecto a los riesgos. Los mercados de trabajo no pueden combatir indefinidamente la continua debilidad y existen algunos indicios de que la contracción manufacturera está destruyendo empleo.

Además, China no está actuando como la locomotora mundial que ha sido los diez últimos años tras la crisis financiera global. La política monetaria y fiscal expansiva ha sido más moderada que en el pasado, pues las autoridades chinas tratan de lograr un equilibrio entre adoptar reformas orientadas al desapalancamiento y combatir los efectos del conflicto comercial con Estados Unidos. Parece que

las autoridades chinas se conforman con detener o ralentizar la mayor debilidad de la economía, en lugar de tratar de devolver el crecimiento a niveles de los últimos años. Debe analizarse la política macroeconómica de China.

Por tanto, los datos económicos no están mejorando realmente. Las guerras comerciales, la salida del Reino Unido de la Unión Europea y el deterioro de la confianza empresarial no se han disipado. Incluso aunque las economías estadounidense y global esquiven una verdadera recesión, son vulnerables a acontecimientos imprevistos. Por ejemplo, los efectos sobre el petróleo y la economía global del ataque a infraestructuras petrolíferas saudíes podrían haber sido mucho peores. Todo esto implica que los bancos centrales permanecerán ultravigilantes, manteniendo un sesgo acomodaticio. Más de 15 bancos centrales han rebajado los tipos de interés este año. Solo Noruega ha evolucionado en contra de la tendencia y efectivamente ha elevado los tipos, pero se trata de un país inusual por su estructura económica y no nos resulta indicativo de la posible evolución en otras regiones.

La gran preocupación es que la política monetaria se encuentra al límite de su eficacia. Los tipos bajos y su descenso contribuyen a reducir los costes de financiación y ayudan a los deudores, pero, ante la elevada incertidumbre económica global y la falta de resultados en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China (al menos, en el momento de redactar este texto), resulta complicado convencer a las personas o las compañías de que se endeuden augurando un futuro más optimista y favorable. Si bien pueden debatirse los efectos de la política monetaria en estos bajos niveles, lo que consideramos inapelable es que los bancos centrales continuarán intentándolo, es decir, que los tipos seguirán bajando si los datos económicos continúan deteriorándose.

Durante este periodo de intensa incertidumbre, seguimos buscando señales/indicadores que muestren cómo evolucionará la situación. Seguimos pensando que la curva de rentabilidades es el mejor barómetro de la confianza del mercado. En nuestra opinión, una medida de éxito, por ejemplo, la reflación, sería un pronunciamiento de las curvas de rentabilidades. Si el estímulo monetario funciona, las curvas deberían pronunciarse.

A corto plazo, parece avecinarse un periodo de mayor calma: aparentemente, Estados Unidos y China reanudarán las negociaciones comerciales, la situación política en Italia se ha estabilizado, parece improbable un divorcio sin acuerdo a finales de octubre entre el Reino Unido y la Unión Europea y los bancos centrales volverán a relajar sus políticas en noviembre. Aunque siguen preocupándonos las tendencias vigentes (tanto de los datos económicos como de las políticas), los mercados podrían asentarse, con las rentabilidades de la deuda pública ancladas en bandas delimitadas y el crédito y los mercados emergentes, estabilizados. No recomendaríamos reducir las exposiciones por ahora o elevar la duración en mercados de deuda pública.

Consideramos que lo mejor es mostrar un posicionamiento cercano a neutral, con un ligero sesgo optimista. No se avecina una recesión global. Deben aprovecharse las rentabilidades y las oportunidades en crédito dada su debilidad. Las exposiciones deben concentrarse allá donde los fundamentales sean sólidos y las valoraciones, razonables. En cuanto a deuda soberana de la esfera desarrollada, nos decantamos por Australia, España, Nueva Zelanda y Estados Unidos (probablemente, el más vulnerable en caso de producirse más noticias negativas); en los mercados emergentes, nos decantamos por Brasil, Indonesia, México y Perú.

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Tipos y monedas de mercados desarrollados

Los bonos soberanos de la esfera desarrollada sufrieron una corrección en septiembre, revirtiendo parte de la óptima evolución de agosto. El diferencial entre el bono estadounidense a 10 años y su homólogo a dos años aumentó 5 pb, pues el mercado reaccionó positivamente a la mejoría en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y la evolución favorable de las conversaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea.¹ Si bien los bancos centrales mantuvieron su actitud acomodaticia en septiembre, su tono no fue tan moderado como se esperaba. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de Estados Unidos decidió rebajar la banda objetivo para los fondos federales 25 pb y el interés a las reservas excedentarias (IOER) otros 5 pb, hasta el 1,80%, tras una votación dividida entre la incertidumbre sobre el crecimiento global y una economía nacional que aguanta bien.² El presidente saliente del BCE, Mario Draghi, presentó un amplio paquete de medidas de estímulo en la reunión del BCE: rebajó el tipo de refinanciación, anunció medidas de expansión cuantitativa de duración indefinida, reforzó las orientaciones prospectivas sobre tipos de interés, relajó los términos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico e introdujo un escalonamiento de las reservas para los bancos. Sin embargo, en los mercados imperó la decepción, concretamente, por la reticencia a seguir rebajando los tipos de interés y la discrepancia de posturas de algunos de los miembros más restrictivos del Consejo de Gobierno.

Es probable que el crecimiento global siga descendiendo en lo que resta de 2019. Los bancos centrales han adoptado posturas más acomodaticias, aunque divididos, concretamente, en Estados Unidos y la zona euro. Prevedemos que esta situación persistirá, pues sigue prevaleciendo la incertidumbre del entorno geopolítico y económico. Los tres grandes riesgos que percibimos para las perspectivas son 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. Dado este contexto, prevemos que las rentabilidades del Tesoro estadounidense permanecerán claramente por debajo del 2%.

Tipos y monedas de mercados emergentes

La evolución de los activos de renta fija de mercados emergentes fue heterogénea en el mes, pues el repunte de las rentabilidades de los valores del Tesoro estadounidense lastró los activos denominados en USD. En el segmento de dicha moneda, el ámbito de crédito de duración más corta superó en rendimiento a la deuda soberana y la alta rentabilidad rindió por encima de los segmentos de activos con grado de inversión de mayor duración. La evolución de la deuda nacional de mercados emergentes también mejoró el mes pasado, contribuyendo de forma ligeramente positiva las divisas de estos mercados.³ Durante el periodo, los precios del petróleo se debilitaron, los precios de los metales evolucionaron de forma heterogénea y las materias primas agropecuarias se fortalecieron, por lo general. Contribuyó a la tolerancia al riesgo general en el mes la relajación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, pues ambas partes mostraron gestos de buena voluntad: Estados Unidos postergó la aplicación de aranceles y China eximió de aranceles a productos antes sujetos a dichos gravámenes y se comprometió a adquirir productos agropecuarios estadounidenses. La ralentización de los indicadores manufactureros y de crecimiento propició una respuesta de relajación global de los bancos centrales y los gobiernos.

Mantenemos la cautela acerca de la deuda de mercados emergentes. Las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, previstas para el 11 y el 12 de octubre, probablemente incidirán en la percepción del mercado, que hace poco acusó las amenazas estadounidenses de restringir los flujos de capitales hacia China. Resulta difícil predecir el resultado de las negociaciones de octubre: algunos analistas se inclinan por una escalada de la tensión a corto plazo (es decir, que el 15 de octubre Estados Unidos apruebe aranceles a las importaciones de China), seguida por una posible tregua en una cumbre de mandatarios en torno al Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico en noviembre. La situación política en Estados Unidos también está contribuyendo a la volatilidad, pues el proceso de destitución iniciado por los demócratas en la cámara baja podría incidir en los cálculos de Trump con respecto a China, así como dificultar la ratificación del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá. Este frágil entorno para el comercio está pesando sobre el crecimiento global (los últimos indicadores de actividad de alta frecuencia tienden en su mayoría a la baja) y llevando a los bancos centrales de países desarrollados y emergentes (como ya destacamos con anterioridad) a redoblar sus esfuerzos acomodaticios. Una política monetaria acomodaticia debería resultar positiva para las posiciones en duración larga, pero menos favorable para el rendimiento de las monedas de mercados emergentes, pues prevemos una apreciación del USD a corto plazo, impulsado por una política monetaria de la Reserva Federal más restrictiva con respecto a otros bancos centrales, y mayor aversión al riesgo.

¹ Fuente: Bloomberg, a 30 de septiembre de 2019.

² Fuente: Bloomberg, a 30 de septiembre de 2019.

³ Fuente: J.P. Morgan, a 30 de septiembre de 2019.

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Crédito

En septiembre, los diferenciales corporativos se estrecharon ligeramente en general, reflejando la falta de convicción del mercado para evolucionar en cualquier dirección. En septiembre, también se produjo una reversión parcial de la buena marcha en agosto de la deuda pública alemana, sin riesgo, impulsando la rentabilidad absoluta negativa en el mes. Los factores clave del mes fueron (1) el anuncio para el 1 de noviembre del programa QE del BCE, de 20.000 millones de EUR cada mes, además de una rebaja de los tipos y el escalonamiento de los depósitos, que debería resultar positivo para las entidades de crédito; (2) unos datos económicos globales ligeramente mejores que las expectativas en comparación con meses anteriores —si bien podría afirmarse que esto último se debió a un descenso de las expectativas, los índices de sorpresas sí mejoraron en septiembre—; y (3) la evolución política, como el ataque a una refinería saudí, la actualidad sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea, la situación política en Italia y la coyuntura comercial entre Estados Unidos y China, extremos que incidieron en la confianza en determinadas jornadas, pero cuyo efecto en términos netos en el conjunto del mes fue limitado. El índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate cedió 6 pb en septiembre para cerrar el mes 114 pb por encima de la deuda pública.⁴ Los valores financieros rindieron peor que los no financieros en el mes. Frente a la deuda pública, el índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate generó un excedente de rentabilidad del 0,42% en septiembre. El grado de inversión estadounidense rindió por encima del mercado europeo. El grado de inversión europeo avanzó 1 pb, hasta 109 pb, en septiembre, según el índice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate. A diferencia del crédito estadounidense, los valores financieros cerraron planos y se anotaron mejores resultados que sus homólogos no financieros, que cerraron con un avance de 1 pb. El crédito con grado de inversión sigue evolucionando en positivo desde comienzos de año: el grado de inversión europeo cedió 42 pb, con un resultado mejor que los activos estadounidenses con grado de inversión, que perdieron 39 pb. Con respecto a la deuda pública de duración equivalente, el índice U.S. IG ha rendido un 4,07% desde comienzos de año, mientras que el grado de inversión europeo ha rendido un 3,87%.⁵

Si bien las valoraciones se han incrementado ante la sólida trayectoria desde que comenzó 2019, percibimos diversas señales que alertan de un aumento del riesgo macroeconómico, como que el Reino Unido abandone la Unión Europea sin acuerdo, las negociaciones comerciales en curso entre Estados Unidos y China no lleguen a puerto y la debilidad de los datos manufactureros a escala global (PMI). Sin embargo, nuestra hipótesis de referencia no baraja una recesión. Lo que esperamos es que prosigan un crecimiento bajo a escala global y una inflación también reducida, a tenor de los bajos tipos reales y las acomodaticias condiciones financieras.

Activos titulizados

Aunque la actualidad geopolítica y los datos económicos globales siguen siendo preocupantes, los datos económicos estadounidenses continúan mostrando resiliencia, 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 empuje de unos tipos hipotecarios menores. Los diferenciales nominales corrientes de los bonos de titulización hipotecaria de agencia con cupón se ampliaron 4 pb en septiembre, hasta 101 pb, por encima de los valores del Tesoro estadounidense interpolados.⁶ La duración del índice Bloomberg Barclays U.S. MBS se prolongó un tercio de año hasta 2,73 años en septiembre al elevarse ligeramente los tipos durante el mes. Sin embargo, las amortizaciones anticipadas de préstamos hipotecarios siguen acelerándose, lo cual refleja los mínimos registrados por sus precios recientemente.⁷ Los tipos hipotecarios nacionales subieron 3 pb en septiembre, hasta el 3,72%, pero siguen siendo muy bajos en términos históricos. Los tipos hipotecarios han bajado 36 pb en 2019 y se encuentran 110 pb por debajo del máximo registrado en noviembre del pasado año.⁸ Las liquidaciones de conjuntos específicos mantienen su solidez al buscar los inversores grupos con menores riesgos de amortización anticipada. La cartera de bonos de titulización hipotecaria de la Reserva Federal se contrajo en 22.000 millones de USD durante el mes de septiembre, hasta 1,467 billones de USD; la reducción en lo que va de año asciende a 170.000 millones de USD.⁹ Los fondos de inversión hipotecaria registraron entradas netas por valor de 580 millones de USD en septiembre, elevando las entradas netas desde comienzos de año hasta los 12.700 millones de USD.¹⁰ Las entradas en fondos de inversión hipotecaria en 2019 han sobrepasado las salidas de 2018 de 7.600 millones de USD y han contribuido a compensar en parte el descenso de las posiciones en bonos de titulización hipotecaria de la Reserva Federal. Sin embargo, en general, las reducciones en el balance de la Reserva Federal de las inversiones en bonos de titulización hipotecaria, que se han incrementado hasta prácticamente 20.000 millones de USD cada mes en los últimos meses, superan significativamente las crecientes entradas de fondos y plantean un obstáculo para las valoraciones de dichos activos de agencia en 2019.

En general, nuestra perspectiva permanece sin cambios. Albergamos una perspectiva de crédito fundamental positiva en relación con las condiciones para la financiación residencial y al consumo tanto en Estados Unidos como en Europa, si bien hemos empezado a reducir parte de nuestra exposición a crédito titulizado al pronunciarse los temores a una posible recesión. Mantenemos cierto pesimismo acerca de los bonos de titulización hipotecaria de agencia, si bien hemos reducido nuestra infraponderación en dichos activos en los últimos meses. Los bonos de titulización hipotecaria de agencia se encuentran sometidos a presiones por el aumento de los riesgos de amortización anticipada por la caída de los tipos hipotecarios y también por la dinámica actual de oferta y demanda de la Reserva Federal, que sigue reduciendo sus posiciones en los citados activos e incrementando el "market float" en 20.000 millones de USD cada mes. Sin embargo, los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria de agencia se han ampliado sustancialmente en los últimos meses en respuesta a dichos riesgos y ahora ofrecen un valor relativo más comparable. Buena parte de las condiciones negativas para los bonos de titulización hipotecaria de agencia parece estar ya descontada en esta fase.

⁴ Fuente: Bloomberg Barclays, a 30 de septiembre de 2019.

⁵ Fuente: Bloomberg Barclays, a 30 de septiembre de 2019.

⁶ Fuente: J.P. Morgan, a 30 de septiembre de 2019.

⁷ Fuente: Bloomberg, a 30 de septiembre de 2019.

⁸ Fuente: Bankrate.com, a 30 de septiembre de 2019.

⁹ Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a 30 de septiembre de 2019.

¹⁰ Fuente: Flujos de fondos en Estados Unidos de Lipper, a 30 de septiembre de 2019.

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

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

EUR 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 Hang Seng** incluye las acciones de las compañías más grandes y más líquidas que cotizan en el panel principal de la bolsa de valores de Hong Kong.

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 futuros por activos físicos con una opción de liquidación en efectivo.

El índice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está diseñado 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.

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

Deuda pública italiana a 10 años: índice Italy Benchmark 10-Year Datastream Government.

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** 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, Junghofstrasse 13-15, 60311 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, Dublín 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 Zürich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich (Suiza). Teléfono: +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o 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

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

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 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 2,16% 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 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) a "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: 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 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 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